

КЛАССИКА ТЕОРИИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

А. В. Бухвалов

ТЕОРИЯ ФИРМЫ И ТЕОРИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ (предисловие к разделу)

В работе анализируется место классической статьи Дженсена и Меклинга 1976 г. в развитии понимания роли агентской проблемы и разработке концепции современной корпорации. Также приводятся указания, облегчающие работу над изучением этой статьи, и обсуждается значение данного направления исследований для становления российских корпораций как организационной инновации для нашей страны.

ВВЕДЕНИЕ

Работа Майкла Дженсена и Уильяма Меклинга [Дженсен, Меклинг, 2004], опубликованная в оригинале в 1976 г., может быть с полной уверенностью отнесена к классике теории корпоративного управления и теории фирмы. Практически любая академическая публикация по этой тематике, вышедшая позже, не только содержит ссылки на данную работу, но и неформальным образом использует ее содержание или полемирует с ним.

Первая половина 1970-х гг. характеризовалась активными поисками новой парадигмы экономической теории, расширяющей рамки неоклассического мейнстрима и позволяющей решать задачи, возникающие в реальности. В это время появились различные ветви теории информационной асимметрии: сигнализирование Майкла Спенса, «рынок лимонов» Джорджа Акерлофа, теория риска Джозефа Стиглица. Интерес к отраслевой организации и моделированию фирмы изнутри привел Оливера Уильямсона к его книге «Рынки и иерархии» 1975 г., из которой выросла *новая институциональная экономика* (New Institutional Economics), чей манифест — монография «Экономические институты капитализма» — появился на де-

сять лет позже. Фирма перестала рассматриваться как «черный ящик», описываемый производственной функцией, связывающей данные на входе и выходе, которые неизвестно как перемалываются внутри. Были по-настоящему прочитаны работы Рональда Коуза, важное место было отведено институтам, праву и контрактам.

В этих условиях и появилась статья Дженсена и Меклинга, в которой был предложен новый взгляд на фирму через контрактное описание взаимоотношений между основными индивидами, заинтересованными в фирме: собственниками, топ-менеджером и кредиторами. Статья, отразив особенности этого переходного времени, оказалась чрезвычайно популярной у специалистов по новой институциональной экономике. Отметим, что в фундаментальном обзоре современного состояния данной теории [Фуруботн, Рихтер, 2004] большое место уделено пересказу основных идей работы Дженсена и Меклинга.

Работа обильно цитируется и в публикациях по *корпоративному управлению*. Корпоративное управление не образует отдельную дисциплину. Оно пронизывает всю теорию фирмы и теорию управления организацией, поскольку анализирует (как с позитивной, так и с нормативной стороны) соотношение между властью и управлением в фирме. Современное понимание корпоративного управления требует учесть взаимоотношения фирмы со стейкхолдерами (заинтересованными сторонами), так как многие внешние стейкхолдеры определяют успех фирмы на рынке продукта (поставщики и покупатели), что, в свою очередь, влияет на ценность фирмы для собственников, но на эту ценность влияют и другие стейкхолдеры, например потенциальные инвесторы, государство и т. п.

Работа Дженсена и Меклинга является крупным вкладом в один из важнейших аспектов корпоративного управления — проблему *отделения собственности от контроля*, т. е. в анализ взаимодействия между собственниками и менеджером¹. Сама по себе проблема не была нова. Историю корпоративного управления в терминах «отделения» обычно ведут от монографии А. Берле и Дж. Минза «Современная корпорация и частная собственность» [Berle, Means, 1932].² В этой работе утверждается, что ти-

¹ Мы пишем «менеджер» в единственном числе, так как в работе анализируется (с помощью функции полезности) поведение единственного топ-менеджера. Рассмотрение действий вице-президентов компании и линейных менеджеров потребовало бы совершенно другой техники и подчинялось бы весьма отличной логике.

² Отметим, что эпиграф в [Дженсен, Меклинг, 2004] однозначно указывает на Адама Смита как экономиста-классика, который четко сформулировал существо проблемы «отделения». Сколько-нибудь серьезные современные эконометрические исследования структуры собственности начались лишь в 1990-е гг., когда выяснилось, что тезис о диффузности не верен сегодня в большинстве стран.

пичная корпорация в США характеризуется распыленным («диффузным», *diffused*) составом собственников. Это означает, что корпорация имеет множество акционеров, причем крупные пакеты являются редкостью. Такая конфигурация собственности порождает для собственников необходимость делегировать многие права по управлению корпорацией менеджерам. Механизмы делегирования и контроля результатов деятельности менеджеров являются содержанием корпоративного управления в практическом аспекте. Проблема «отделения» стала отправной точкой теоретического исследования Дженсена и Меклинга, которое они сами назвали «позитивной» теорией агентских затрат. По-видимому, термин «позитивность» они понимали как рассмотрение самого общего случая моделирования поведения индивидов, без отсылки к конкретным формам решения или ослабления агентской проблемы, что они воспринимали как «нормативный» подход в силу того, что сам выбор инструмента решения проблемы в этом случае оказывался нормативным. С такой позицией можно поспорить, поскольку термин «позитивный» в экономической теории означает «проверяемый», а не «принимаемый на веру». Нормативные работы как раз допускали позитивную проверку. Вопрос о том, в каком смысле можно говорить о позитивной проверке работы Дженсена и Меклинга, мы рассмотрим в следующем разделе.

Неослабевающий интерес к работе Дженсена и Меклинга, безусловно, связан с тем, что авторы построили свое изложение на продолжении идей Коуза о причинах существования фирмы. Согласно Коузу в основе существования фирмы лежит факт наличия *транзакционных издержек*. Дженсен и Меклинг концентрируют свое внимание на специальном типе транзакционных издержек — *агентских издержках*, возникающих в связи с отделением собственности от управления. При такой постановке собственник рассматривается как *принципал*, а менеджер как нанятый им *агент*, который, однако, может иметь цели, не вполне совпадающие с интересом собственника. Это расхождение называется *агентской проблемой* и является содержательным источником агентских издержек. Авторы анализируют внутреннюю структуру агентских издержек, что приводит их к рассмотрению *контрактов*, явных и неявных, между собственниками, кредиторами и менеджерами. Фирма выступает как *совокупность контрактов* между указанными сторонами.³ О некоторой ограниченности такой формулировки мы скажем ниже, но сама постановка была пионерной.

Транзакционные издержки и изучение контрактов — это именно те две важнейшие темы, которые сделали работу Дженсена и Меклинга столь важной для становления новой институциональной экономики.

³ Конфигурация контрактов зависит от конфигурации собственности, как это показано на ряде моделей в работе.

Отметим, что работа является чисто теоретической. Несмотря на наличие формул и частных производных, работа по существу вербальна и для своего понимания требует только анализа графиков, на которых объясняются рассматриваемые модели конфигурации собственности в фирме. Сами формулы, очевидно, не могут быть превращены в нечто конкретное и эмпирически проверяемое, что является типичным для *экономики трансакционных издержек* (Transaction Costs Economics), где большинство величин не имеет операционального способа измерения (в этом заключается одно из существенных отличий от моделей мейнстрима, которые, как правило, могут претендовать на эконометрическую проверку). Это не означает, что мы имеем дело с метафизикой, — качественные выводы допускают эмпирическую проверку; мы вернемся к данному вопросу ниже.

В нашей вводной статье мы рассмотрим некоторые (из необозримого множества) связи работы Дженсена и Меклинга с более поздними исследованиями как теоретического, так и эмпирического плана. Кроме того, мы обсудим терминологические вопросы, возникшие в связи с переводом на русский язык, а также укажем некоторые источники, которые могут помочь в чтении этой непростой статьи. Мы заканчиваем статью кратким обсуждением становления корпоративной формы в России, носящим принципиальный постановочный характер.

РАБОТА ДЖЕНСЕНА И МЕКЛИНГА В ИСТОРИЧЕСКОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Более четверти века прошло с момента выхода работы Дженсена и Меклинга. За это время в контексте развития теории фирмы сформировалось несколько новых дисциплин, включая новую институциональную экономику и стратегический менеджмент. Первая основывается на понятии транзакции. Второй трактует поведение фирмы в конкурентной среде. Его современная ресурсная концепция рассматривает компанию как множество связанных ресурсов, а не множество связанных явными или неявными контрактами индивидов. Эти аспекты были полностью опущены в подходе Дженсена и Меклинга, что делает интересным сравнение выводов различных теорий.

Теоретическое сравнение построения теории фирмы на базе теории транзакционных издержек и теории агентских издержек было проведено О. Уильямсоном [Williamson, 1988, p. 575]:

	Агентская теория	Экономика транзакционных издержек
Единица анализа	индивид	транзакция
Главный акцент	?	специфичность активов
Главная проблема с издержками	остаточные потери	плохая адаптируемость
Контракты	проектирование ex ante	управление ex post

Рассмотрение Дженсеном и Меклингом фирмы через индивидуальное поведение принципала и агентов вызывало критику со стороны различных концептуальных платформ. Уильямсон показывает многочисленные преимущества транзакционного подхода. В частности, проблема выбора долгового финансирования связывается прежде всего со специфичностью создаваемых активов (при низкой специфичности долг выглядит более реалистической возможностью, чем при высокой). С точки же зрения агентской теории привлечение долга всегда снижает агентские издержки, так как уменьшает свободный денежный поток, которым распоряжается менеджер.

В качестве непосредственного продолжения рассматриваемой статьи можно указать публикацию [Jensen, Meckling, 1979]. Позже описанию фирмы через действия индивидов был посвящен еще ряд публикаций авторов [Jensen, 1994; Jensen, Meckling, 1994]. Отметим, что эти публикации подверглись серьезной критике со стороны такого видного теоретика финансов, как М. Бреннан [Brennan, 1994]. Бреннан отвергает какие-либо эмпирические подтверждения экономической модели человека REMM (Resourceful Evaluative Maximizing Man), введенной Дженсеном для описания поведения индивидов (см. также [Фуруботн, Рихтер, 2004, с. 5]). В определенном смысле эта критика близка критике со стороны новой институциональной экономики, о которой мы упомянули выше.

Отметим, что практически одновременно с публикацией Дженсена и Меклинга появилась статья [Leland, Pyle, 1977], в которой для объяснения привлечения долга использовались асимметрия информации и теория сигнализирования — доводы, которые могли быть применены в рамках изучения агентской проблемы, но не были задействованы Дженсеном и Меклингом.

В середине 1980-х гг. теория финансов провозгласила максимизацию ценности фирмы основной задачей финансового менеджмента, что привело сначала к появлению ориентированного на ценность менеджмента (value-based management), а затем и ориентированного на ценность маркетинга (value-based marketing). В связи с этим появились новые измерители эффективности работы менеджмента, которые не только предлагаются, но и используются для стимулирования менеджеров и решения агентской проблемы (EVA, BSC и т. п.). Кроме того, на новый уровень поднялись эмпирические исследования, что позволило выявить реально существующие в мире конфигурации корпоративной собственности. Непрерывно идущие одна за другой волны слияний и поглощений обратили внимание на соотношение структуры собственности и способов мотивации менеджеров, с одной стороны, и склонности к слияниям — с другой, а также к другим корпоративным реструктуризациям, в частности к выкупу с помощью долгового финансирования (LBO, leveraged buy-out).

В более поздней известной статье Дженсена [Jensen, 1989] «Закат публичной корпорации» именно LBO представляется автору формой, с помощью которой будет преодолена дорогостоящая агентская проблема, с которой сталкивается публичная корпорация.⁴ Финансируется такая фирма почти исключительно за счет долга, выдаваемого крупными институциональными инвесторами, связывающими менеджеров жесткими контрактными обязательствами, и не является публичной. Дженсен полемически утверждает, что если существовавший в момент написания статьи тренд LBO сохранится в будущем, то в 2003 г. (т. е. в прошлом году) будет продана в частные руки последняя публичная корпорация. Этого, как мы теперь знаем, не случилось. Техника LBO позволяет создать из открытого акционерного общества частную фирму, в которой в качестве принципалов выступают кредиторы, а фирма совершенствуется менеджерами, имеющими стимул в максимизации ценности фирмы, так как по контракту им будет принадлежать значительная доля собственности. Такая организационная форма действительно позволяет ослабить агентскую проблему и избежать многих издержек, связанных с правовой формой открытого акционерного общества. Однако прошедшие 15 лет показали, что хотя LBO и является распространенной формой реструктуризации, но публичные корпорации по-прежнему доминируют. Эта неудача в использовании понятия агентских издержек для предсказания будущих форм структуры собственности показывает, что конкурентная ситуация много сложнее и включает другие ингредиенты.

В последние 10–15 лет появилось много новых теоретических и эмпирических исследований по проблеме, рассматриваемой в статье Дженсона и Меклинга. В силу ограниченности объема статьи мы вынуждены остановиться лишь на одной, но очень важной линии исследований — анализе проблемы диверсификации деятельности компаний. Агентская теория утверждает следующее. Собственник может добиться диверсификации за счет диверсификации своих финансовых активов в соответствии с теорией портфеля. Менеджер также стремится к диверсификации своего риска, но для него возможность диверсификации ограничивается диверсификацией деятельности компании, что приводит к появлению конгломератных форм. При этом агентская теория однозначно считает, что подобная диверсификация снижает ценность компании.

В [Bethel, Liebeskind, 1993] данная трактовка диверсификации дополняется введенными авторами *внешними* объяснениями (*environmental explanations*) корпоративных реструктуризаций. Последние понадобились

⁴ Автор предпочитает переводить «public» как «публичный», в силу того, что речь идет об открытости для широкой публики (общества) как в смысле возможности владения, так и в смысле получения информации.

им для анализа процесса реструктуризаций в США, которые имели место в 1980-х гг. Речь идет о серьезных общенациональных изменениях в законодательстве: упрощении разрешительных правил и процедур для горизонтальных слияний (возможность использования своих ключевых компетенций при слияниях), снижение ставки налогообложения дивидендов у физических лиц (что означает снижение ценности для акционеров включения в компанию предельных по прибыльности производств), снижение налоговых барьеров на проникновение иностранных компаний в США (увеличение конкуренции) и др. Авторы тестируют на представительных данных гипотезы, вытекающие из объяснения эффекта диверсификации, предлагаемые агентской теорией, что дает возможность косвенной позитивной проверки самой теории. Все гипотезы формулируются в терминах структуры собственности, а именно рассматриваются собственники-инсайдеры, владельцы крупных пакетов (blockholders), институциональные инвесторы. Например, менеджеры, являющиеся собственниками-инсайдерами, как правило, уже создали эффективную фирму, поэтому

Гипотеза 1 гласит, что *инсайдерское владение отрицательно коррелировано с количеством реструктуризаций.*

Увеличение инсайдерской доли собственности аналогичным образом должно способствовать улучшению эффективности через реструктуризацию. Соответственно,

Гипотеза 2 утверждает, что *увеличение инсайдерской доли должно положительно коррелировать с количеством реструктуризаций.*

Похожие рассуждения приводят также к следующим гипотезам.

Гипотеза 3. *Наличие крупного акционера отрицательно коррелирует с количеством реструктуризаций.*

Гипотеза 4. *Покупка акционером крупного пакета акций в компании, которая ранее характеризовалась диффузным распределением собственности, положительно коррелирует с количеством реструктуризаций.*

Гипотеза 5. *Наличие крупного институционального акционера отрицательно коррелирует с количеством реструктуризаций.*

Гипотеза 6. *Увеличение доли институциональных акционеров положительно коррелирует с количеством реструктуризаций.*

В результате тестирования выяснилось, что верно следующее утверждение: наличие или приобретение крупного собственника положительно влияло на количество реструктуризаций. Наличие инсайдеров или институциональных собственников не оказало значимого статистического эффекта на активность, связанную с реструктуризацией. Таким образом, Гипотезы 1, 2, 5 и 6 не подтвердились. Гипотеза 4 подтвердилась, а Гипотеза 3 оказалась выполненной с точностью до наоборот. Это означает, что агентской теории, самой по себе, оказалось недостаточно для объяснения реаль-

ных явлений в экономике — а для этого и создавались новые теории. Авторы статьи [Bethel, Liebeskind, 1993] показывают, однако, что, привлекая в комбинации с агентской теорией упомянутое выше внешнее объяснение, можно дать интерпретацию полученному статистическому результату.

Теоретическое исследование проблемы различий между агентской теорией и экономикой транзакционных издержек было продолжено в [Kochhar, 1996]). Различие в парадигме, приводящее к разным выводам, в значительной мере связано с различием в понимании, что находится под управлением (governance) в фирме. Согласно агентской теории Дженсена и Меклинга, это — свободный поток денежных средств (free cash flow), что соответствует финансовому подходу, согласно современной концепции стратегического менеджмента, это — уникальные ресурсы и способности фирмы. При анализе диверсификации важным свойством является степень связанности между собой различных частей диверсифицированной фирмы. Идея финансовой диверсификации заключается во вложении в мало-коррелированные (в идеале — некоррелированные) друг с другом активы. Эта процедура снижает риск, но одновременно уменьшает ценность фирмы. Таким образом, в диверсифицированной в соответствии с этим принципом корпорации, а в такой диверсификации заинтересован менеджер, но не собственник, отдельные производства должны быть слабо связанными (низкой должна быть степень связи — degree of relatedness). При высокой доле долга усиливается контроль над менеджером, поэтому ему трудно будет осуществить подобного рода действия. Следовательно, агентская теория утверждает, что верна

Гипотеза А. *В фирме коэффициент «долг — собственный капитал» положительно связан со степенью связи между производствами.*

Экономика транзакционных издержек утверждает, что чем выше специфичность активов, тем выше доля собственного финансирования. Увеличение степени связи между производствами увеличивает специфичность активов по сравнению со случаем диверсификации через объединение несвязанных производств. Отсюда противоположная

Гипотеза В. *В фирме коэффициент «долг — собственный капитал» отрицательно связан со степенью связи между производствами.*

В [Kochhar, 1996] указан ряд источников, которые дают эмпирические подтверждения Гипотезы В. В этой же работе рассмотрен еще ряд гипотез, связанных с диверсификацией и склонностью корпораций к ЛВО. Во всех случаях превосходство имеют выводы экономики транзакционных издержек.

Сказанное не умаляет роли статьи Дженсена и Меклинга — упомянутые результаты и многие другие неупомянутые родились в полемике с их работой.

ЧИТАЕМ ДЖЕНСЕНА И МЕКЛИНГА

Статья Дженсена и Меклинга, как и большинство работ первопроходцев, не является простым чтением. Трудности делятся на: 1) понятийные, когда смысл вновь вводимых понятий не вполне ясен; 2) технические, когда авторы предполагают знание материала, не входящего в обычные требования; 3) лингвистические, когда не легко найти подходящие русские термины. Отметим, что лингвистические трудности часто упираются в понятийные, так как перевод научной литературы требует понимания смысла, а не выбора подходящего термина из словаря. Обратим внимание читателя на то, что любой перевод статей данного уровня интеллектуальной трудности по существу является интерпретацией материала переводчиком и редактором. Смысл терминов и объем понятий менялись на протяжении прошедшей со дня публикации четверти века. Одни читатели будут заинтересованы в переводе и комментарии, точно соответствующим времени написания статьи, чтобы видеть правильную перспективу, читая все множество переводов статей по данной тематике. Другие хотели бы получить современную интерпретацию. Мы не сможем обслужить первых, так как необходимого множества переводов, сделанных с одной общей позиции, не существует. Историк новой институциональной экономики должен работать с источниками на языке оригинала. Таким образом, мы попытаемся дать интерпретации, исходя из наших сегодняшних знаний о предмете.

Начнем с «простых» *лингвистических* трудностей. Центральное место в экономике и финансах занимает понятие, называемое на английском языке «value». На русском языке наиболее распространен перевод этого термина как «стоимость» [Брейли, Майерс, 2004]. Однако нужен перевод еще и для термина «cost». Любой объект, в данной статье фирма, может рассматриваться при оценивании с двух сторон. С одной стороны, мы можем спросить, что принесет обладание этим объектом в будущем. Это то, что называется value и должно переводиться как *ценность*, потому что означает ту полезность, которую принесет нам обладание объектом. Никакого нормативного метода определения ценности не существует. В микроэкономике часто рассматривается субъективная ценность, основанная на индивидуальных предпочтениях и не учитывающая факторы времени и неопределенности. От австрийской школы идет более глубокое понимание ценности, в котором учитываются факторы времени и неопределенности. Последний подход формализован в *доходном методе* оценки, развитом теорией финансов (здесь опять нет единого алгоритма — это может быть дисконтированный с учетом неопределенности денежный поток, к нему может быть сделана поправка на реальные опционы и т. п.).

Имеется и *затратный метод*: сколько надо затратить средств на создание данного объекта сейчас, если делать это самому. Только в теории ве-

личины, рассчитанные в соответствии с этими двумя методами, совпадают.⁵ На практике же соответствующие величины всегда различны. Естественно считать, что доходный метод приводит к *ценности*, а расходный (учитываются затраты) — к *стоимости* объекта.

Действительно, когда мы спрашиваем в магазине: «Сколько это стоит?» или — в бизнес-переговорах — «Какова стоимость этой фирмы?», мы имеем в виду не будущие выгоды, а затраты, которые придется произвести при покупке. Однако именно анализ ценности является основой для экономического рассуждения и для принятия проектов капиталовложений. В проектах начальные вложения будут *стоимостью* проекта (investment cost), а полученные доходы создадут *ценность* проекта (а не еще одну «стоимость», понимаемую совершенно в другом смысле!). К сожалению, в русскоязычной литературе сложилась практика переводов, когда «value» называют «стоимостью» и критикуют тех, кто переводит термин «cost of capital» как «стоимость капитала» (это уже произведенные или планируемые затраты на привлечение капитала, значит, действительно стоимость). Положение усугубляется тем, что практики также употребляют термин «стоимость фирмы».

В российских условиях эта терминология отчасти отражает реальный процесс ценообразования на компании, при котором используются только произведенные затраты в основные средства производства — при этом нематериальные активы, играющие огромную роль в развитых странах, практически не имеют значения. На практике это связано с тем, что такими нематериальными активами, как патенты, брэнды, технические инновации, которые сохраняются при переходе от собственника к собственнику независимо от смены команды менеджеров, российские компании практически не владеют. Нематериальные активы, связанные с внутренними ресурсами фирмы, такими как корпоративная культура, хороший менеджмент, знания работников, клиентская база, каналы дистрибуции, легко могут быть утеряны при приходе нового собственника, если люди уйдут из фирмы. В развитых странах эти человеческие ресурсы связываются с помощью различных стимулов и контрактов. Поэтому их целесообразно учитывать в ценности фирмы. В России это не так, поэтому эти ресурсы, как правило, справедливо выпадают из расчета. Отсюда и получается, что в России ценность и стоимость суть одно и то же. Этот факт, однако, не может претендовать на фундаментальное значение — это временная ситуация в бизнес-оценке компаний.

⁵ Факторы, используемые при создании объекта, переоцениваются в соответствии с будущими доходами от него. Заметим, что поскольку факторы используются в разных целях, то для определения цен нужно решить задачу общего равновесия в динамике, так как надо учитывать будущие доходы.

Распространено также следующее мнение: пусть «ценность» используется в микроэкономике, а в финансах, как самостоятельной дисциплине, пусть будет «стоимость». Это неверно: финансы являются частью экономической теории. Статья Дженсена и Меклинга как раз показывает, что подход с разделением на экономику и финансы не корректен: авторы рассматривают микроэкономическую ценность, но имеют дело с финансовыми потоками и оценками.

В качестве последнего довода для практиков я рекомендую задуматься, например, над тем, что в английской терминологии есть термин «brand-name capital» — *капитал брэнда*, представляющий собой стоимость инвестиций (затрат) в создание брэнда (см. Глоссарий в: [Фуруботн, Рихтер, 2004, с. 609], где специально подчеркнуто, что речь идет о затратах, а не о ценности), и «brand equity» (value of brand name) — *ценность активов торговой марки* (брэнда)⁶, представляющая собой дополнительную ценность, которую приносит компании производство брэндированной продукции по сравнению с небрэндированной.

Двойственность: «почем цену и сколько стоит» — должна иметь адекватное лингвистическое отражение. Словари не являются здесь образцом или доводом, так как механически фиксируют наиболее употребительный вариант. Для изменения в словаре необходимо изменение словоупотребления в языке.

Вопрос о том, каковы корни явления, в результате которого из русского языка выпало слово «ценность» как строгий экономический термин, был проанализирован известным специалистом по микроэкономике и истории российской экономической мысли В. М. Гальпериним [Гальперин, 1993]. Причина — в канонизированном переводе «Капитала» К. Маркса. Назвать «прибавочную стоимость» «прибавочной ценностью», как это и было на самом деле у Маркса, было очевидным ревизионизмом.⁷ Ясно же, однако, что капиталист, по Марксу, хотел присвоить прибавочную

⁶ Указанное «разночтение» приводит к прямым ошибкам в переводах. Например, в переводе учебника *П. Дойль*. Маркетинг, ориентированный на стоимость. СПб.: Питер, 2001, где стоимость, конечно, означает ценность, не это вызывает основную трудность: название главы 7 «Building Brand Equity» переведено как «Формирование марочного капитала». Однако, как было отмечено, марочный капитал означает затраты на создание брэнда (кстати, их структура и пропорции чрезвычайно важны и требуют серьезного анализа), тогда как Дойл (Doyle) говорит о ценности (активов) брэнда.

⁷ Отметим, что в переводах «Капитала», выполненных до 1917 г., одними авторами использовался термин «ценность», а другими — «стоимость». Выбор в пользу стоимости, видимо, произошел в связи с «трудовой теорией стоимости», согласно которой ценность создавалась исключительно за счет затрат труда.

ценность, а не взять на себя добавочные затраты: в последнем случае он был бы филантропом.

Понятие ценности (value) является центральным в статье Дженсена и Меклинга наряду с понятием издержки или затраты (costs). Термин «expenditure» переводился как «расходы». Этих соглашений мы строго придерживались при переводе.

Сделаем теперь замечания содержательного характера по вопросу о понимании термина «ценность» в статье Дженсена и Меклинга. В ней постоянно говорится о ценности и изменении ценности чего-либо, чем обладают различные индивиды, связанные с корпорацией контрактными отношениями. При этом имеется в виду именно ценность с точки зрения будущей перспективы. Для того чтобы избежать модельных моментов, связанных с учетом изменения ценности во времени, выбором ставки дисконтирования, неопределенностью потока платежей, с которыми авторы просто не сумели бы справиться, они делают предположение, что для каждой ценности, встречающейся в работе, возможна сегодняшняя *несмещенная оценка*. Эта оценка позволяет производить измерение ценностей и затрат в единицах, названных ими «текущие доллары» (current dollars), которые, например, отложены по вертикальной оси на всех рисунках, приведенных в работе. Таким образом, авторы допускают неопределенность, но предполагают, что среднее значение всех оцениваемых величин точно известно, что и означает несмещенность. Разброс вокруг среднего, т. е. роль неопределенности, обсуждается только в п. 4.1. Во всем остальном авторы от неопределенности по существу абстрагировались.

Отметим также перевод термина «equity», который, как правило, переводился как «собственный капитал», а не как «акционерный капитал», хотя во многих случаях в данной работе это различие и не было существенным.* Это связано, во-первых, с тем, что Дженсен и Меклинг абстрагировались от конкретных способов привлечения собственного капитала. Во-вторых, в финансах, в рамках анализа долгового финансирования обычно используют терминологию «собственный капитал» (equity) и «долговые обязательства» (debt). Так как в работе роли долгового финансирования уделено значительное место, то мы остановились на терминологии, обычной для работ по финансам, а не по менеджменту.

* Авторы во многих случаях говорят о собственнике-менеджере со 100%-м владением фирмы, а затем пишут о продаже «equity» аутсайдером. Фирма с одним собственником не является акционерным обществом. Это одна из причин нашего перевода термина «equity». Отметим, что авторы игнорируют издержки перехода фирмы из одной правовой формы в другую, а также то, что публичная фирма оценивается, как правило, выше, чем частная.

Перейдем теперь к основной *содержательной* трудности — рассмотрению понятия агентских издержек в той форме, в которой оно введено авторами в п. 1.4. Наиболее цитируемое в мировой литературе место работы — это разбиение агентских издержек на три компоненты. Именно это место является самым трудным для понимания, если мы действительно хотим уяснить, какое конкретное содержание стоит за термином. Здесь необходимы как терминологические (лингвистические) разъяснения, так и содержательное обсуждение, поскольку авторы, к сожалению, скупы на конкретику, а сноски вроде 16-й, где упоминается толщина ковров, как якобы важная для менеджера выгода, годятся скорее для профессионального капустника, хотя могут оказаться важными для стран с переходной экономикой типа России, где к управлению зачастую пришли люди, культурно не готовые к выполнению этой функции.

В п. 1.4 дана характеристика агентских издержек как суммы 1) расходов принципала на мониторинг; 2) связывающих расходов агента (менеджера); 3) остаточных потерь. В тексте сразу и прямо указано на то, что мониторинг и остаточные потери являются затратами принципала. Смысл этих понятий ясен с самого начала. Сложнее во многих отношениях обстоит дело с понятием *связывающих расходов и связывающих издержек* (*bonding expenditure, bonding costs*). Во-первых, хотя определение понятия дано немедленно после его первого упоминания, оно далее неоднократно, и не без противоречий уточняется. Во-вторых, имеется проблема с адекватным русским переводом термина (при этом в статье используются еще и термины «bonding» и «bonding activities»). В-третьих, сразу не ясно, что имеется в виду в конкретике, а это мешает выбрать подходящий русский термин. В-четвертых, требует разъяснения, на кого же эти затраты падают в конечном счете.

Проводимый нами ниже анализ призван прояснить реальный смысл классификации агентских издержек, не утратив при этом их теоретико-экономическое содержание. Несмотря на обилие цитирований, такого рода анализ, насколько нам известно, еще не проводился в литературе. Одной из целей является также желание приблизить излагаемое к образу мышления специалиста по менеджменту.

Начнем с того, что в русской литературе при переводах цитат из статьи Дженсена и Меклинга уже сложилась практика использования терминов «залоговые издержки» для «bonding costs» и «залоговые гарантии» для «bonding» [Эггертссон, 2001]. С лингвистической точки зрения возможны три перевода термина «bonding costs»: «залоговые издержки», «страховые издержки», «связывающие издержки». Первые два перевода означают содержательно приблизительно одно и то же. Последний перевод наиболее близок тому, как слово «bonding» переводится в многочисленных комбина-

циях, означающих технические понятия, и этот перевод является наиболее широким и гибким в интерпретации.

В законодательстве США о «bonding costs» говорят в той ситуации, когда заключающая контракт сторона требует страховку или залог на случай потерь от действий или дефолта контрактора. Налоговый кодекс позволяет списывать эти затраты с налогооблагаемой базы. Спектр применимости этого понятия варьирует от выполнения крупных государственных заказов компаниями до залога со стороны материально-ответственных лиц при найме на работу, что допускается трудовым законодательством. Таким образом, в конкретике «bonding costs» — это, действительно, залоговые издержки.

Чем же являются «bonding costs» в теоретической статье Дженсена и Меклинга? В п. 1.4 авторы однозначно пишут, что «bonding costs» являются затратами агента (денежными или неденежными), которые должны гарантировать, что он не будет принимать действия, противоречащие интересам принципала. Это, на первый взгляд, говорит об адекватности перевода «залоговые издержки». Многие работники организации производят затраты своего времени и своих денег на поддержание соответствующего внешнего вида, на дополнительное образование по профилю деятельности фирмы и т. п. (хотя во многих случаях денежные затраты этого рода берет на себя организация). Статья Дженсена и Меклинга, однако, посвящена не изучению общей проблемы принципал–агент, где в качестве агента может рассматриваться каждый служащий компании, а месту топ-менеджера в решении этой проблемы. Задумаемся, знаем ли мы примеры корпораций, где генеральные директора оставляют какие-то суммы денег или активы в залог своего возможного оппортунистического поведения? Не знаем?! В каком-то смысле так может происходить, но залогом это можно назвать только в качестве образной гиперболы. Возможно, о залоге в кавычках думали те, кто предложил перевод «залоговые издержки». Например, забота менеджера о своей репутации является примером «bonding costs» — это, как правило, неденежные издержки менеджера.

В п. 2.4 среди рассмотрения логики работы микроэкономической модели в подразделе «Анализ связывающих издержек» неожиданно дается уточнение понятия «bonding costs», которое теперь включает и издержки публичного аудита. Публичный аудит, однако, оплачивается фирмой как юридическим лицом и тем самым ложится на собственников. Однако можно трактовать существование аудита как ограничение устремлений менеджера, приводящего к его (а не фирмы) альтернативным издержкам, но о такой интерпретации в статье явно не говорится. Поскольку в других местах авторы относят аудит к издержкам мониторинга, то можно выдвинуть гипотезу, что авторы рассматривают аудит с двух сторон: как издержки мониторинга (контроля) принципала и как альтернативные издержки

менеджера, являющиеся связывающими издержками. При этом авторы сразу же отмечают, что связывающие издержки не только мешают «воровать» менеджеру, но и ограничивают его возможности принести пользу фирме, что означает издержки фирмы (принципала), которые напришивается отнести к остаточным потерям. Результаты аудита должны установить не столько соблюдение менеджером формальных процедур (мониторинг), сколько показать внешним инвесторам, что дела в компании идут хорошо. На это могут быть потрачены значительные ресурсы менеджера, причем часто с нанесением вреда фирме (оффшоры, внебалансовые счета, махинации с консолидацией отчетности; в России это называется «схемами»). Высокая плата аудитору может оказаться формой взятки. Хотя в юридическом смысле случай Enron еще далеко не завершен, но есть основания полагать, что мы имеем здесь дело с примером полного спектра таких издержек, которые полностью разорили компанию. Таким образом, мы видим, что в одном действии — аудите — мы находим все три вида агентских издержек, причем падают они в основном на принципала. Издержки менеджера в рамках фирмы сводятся к неденежным издержкам, связанным с проведением организационных мероприятий. Может быть, по аналогии с анализом издержек от банкротства, необходимо выделить издержки от раскрытия незаконных операций, приводящих к крупным штрафам и длительным срокам тюремного заключения. Авторы, однако, так далеко не идут.

В п. 4.2 авторы опять возвращаются к тому, что они имеют в виду под «bonding costs» в связи с держателями облигаций, где указывается на то, что менеджеру стоит их подробнее информировать о делах фирмы и нанять внешнего независимого аудитора (опять затраты юридического лица). В сноске 48 в связи с этим же указывается также на издержки от включения в проспект эмиссии облигаций определенных ограничений на деятельность фирмы и менеджера. Это, тем не менее, опять издержки юридического лица, а тогда уменьшение богатства собственников.

Если менеджеру дают пакет акций компании (Дженсен и Меклинг часто относят компенсационные выплаты к издержкам мониторинга, см. сноску 9, но они не уточняют их форму) или его пенсионные накопления хранятся в виде акций компании в пенсионном фонде компании, то это, по нашему мнению, пример «bonding costs». Кстати, здесь в будущем могут возникнуть и потери менеджера, но это не меняет того факта, что непосредственно расходы были осуществлены принципалом. Ясно, что эти затраты производит принципал в надежде создать стимул к увеличению ценности фирмы с помощью связывания части богатства агента с величиной собственного богатства (здесь опять в переносном смысле можно говорить о залоге).

Отметим, что мы не согласны с интерпретацией термина «bonding costs» в Глоссарии монографии [Фуруботн, Рихтер, 2004, с. 610], где без всякого комментария просто цитируется первое по появлению из объяснений данного термина в статье Дженсена и Меклинга, игнорируя то, что далее авторы обращаются к этому вопросу еще дважды, восклицая каждый раз, что «это именно то, что мы имеем в виду под bonding costs».

Мы видели, что в большинстве конкретных случаев залог в явном виде отсутствует. В то же время наблюдается ситуация, когда менеджер, иногда по инициативе принципала, а иногда и добровольно, накладывает на себя некоторые (связывающие) ограничения, т. е. ситуация аналогична переводу «связывающий», используемому во многих технических терминах с прилагательным «bonding». Представляется, что сказанное выше оправдывает наше изменение перевода термина «bonding costs» с «залоговые издержки» на «связывающие издержки». Мы находим поддержку нашей позиции также в статье самого Дженсена [Jensen, 1989], где под глаголом «to bond» однозначно имеется в виду связывание менеджмента (в поведенческом плане) при LBO высокой долей в будущем собственном капитале.

При анализе затрат, связанных с аудитом, мы уже видели, как трудно разделить их на компоненты и выявить, кто их несет. Менеджер, как правило, осуществляет связывающие издержки лишь в техническом смысле, но за счет фирмы, т. е. в итоге — за счет принципала. В некоторых случаях он затрачивает свое время и талант, неся неденежные затраты, но конечный результат часто влечет уменьшение (иногда катастрофическое) богатства принципала. Приведенное обсуждение показывает, что к разделению на издержки мониторинга и связывающие издержки и отнесение связывающих издержек на счет менеджера надо относиться с определенной осторожностью, так как противоречия мы найдем уже в самой работе. Это, однако, не влияет на справедливость логики основных рассуждений.

В конкретике мы считаем образцовой модификацию классификации агентских затрат, приведенную в [Бригхэм, Гапенски, 1997, с. 21] (не оговоренные ниже исправления в переводе сделаны автором при сверке с оригиналом): «Существуют три важнейшие категории агентских затрат: 1) расходы на осуществление мониторинга деятельности менеджеров, например, затраты на проведение аудиторских проверок; 2) расходы на создание организационной структуры, ограничивающей возможность нежелательного поведения менеджеров, например, введение в состав совета директоров внешних инвесторов; 3) альтернативные затраты, возникающие в тех случаях, когда условия, установленные акционерами, например, обязательное голосование по определенным вопросам, ограничивают действия менеджеров по увеличению богатства акционеров». В этом определении, однако, упущена важная для теории часть остаточных по-

терь (residual loss), связанная с различием целевых установок принципала и агента.

Рассмотрим, наконец, ряд *технических* трудностей, возникающих при чтении статьи. Если основное ядро работы можно понять после обычного полного курса микроэкономики, то более тонкие рассуждения из области финансов до сих пор не обеспечены русскоязычной литературой. Положение с продвинутой литературой по теории финансов на русском языке не изменилось в лучшую сторону со времени публикации [Бухвалов, 2003], поэтому для полного понимания соответствующих разделов (прежде всего пп. 4.1 и б) можно порекомендовать только американские учебники магистерского уровня, например [Copeland, Weston, 1992]. Особо отметим главу 5 в этой книге, где формулируется *теория состояний и предпочтений* (State-Preference Theory), которая необходима для модельного понимания концепции полноты финансового рынка (п. 6.7). Продвинутое изложение см. в [Duffie, 2001; Huang, Litzenberger, 1988]. Популярное изложение материала об опционах, необходимое для понимания п. 4.1, можно найти в [Джерроу, 2003]. Краткое обсуждение подхода, изложенного в п. 4.1, см. в [Бухвалов, 2004].

Неформальное определение *полноты* финансового рынка означает, что любой денежный поток, генерируемый в экономике (в частности, поток прибылей фирмы), может быть получен как комбинация (портфель) нескольких ценных бумаг. Если на рынке много финансовых инструментов, то это требование приближенно выполнено. Если на рынке мало финансовых инструментов, как, например, в России, то данное требование не выполнено. Отсутствие свойства полноты мешает проведению оценивания с помощью фундаментального принципа отсутствия арбитражных возможностей.

Из изменений, сделанных при переводе, отметим заново восстановленную автором этих строк библиографию, которая в оригинале содержала многочисленные пробелы, а также некоторые уточнения в п. 4.1 о применении опционов, где у авторов были незначительные терминологические неаккуратности.

КОРПОРАТИВНАЯ ФОРМА ОРГАНИЗАЦИИ КАК ИННОВАЦИЯ В РОССИИ

Корпоративная форма организации оказалась новой формой для современной России. Как управленческая инновация она была внедрена сверху в рамках массовой приватизации (на основании закона о приватизации, а не осознанного выбора). В связи с этим возникла проблема адаптации к данному новшеству. В России сейчас насчитывается более 60 тыс. акционерных обществ, в каждом из которых имеется агентская проблема в самых разнообразных своих проявлениях. Рискнем отметить, что многие индивиды разобрались в том, как извлекать оппортунистическую выгоду

из своего положения, тогда как они сами и их компании пока не научились пользоваться преимуществами корпоративной формы, прежде всего формы открытого акционерного общества (ОАО), для привлечения капитала. До сих пор все опросы российских менеджеров указывают на банковский долг как основной источник внешнего финансирования. Это означает, в частности, что не переходит перекачки средств из высокоприбыльных отраслей добывающего комплекса в обрабатывающую промышленность. Такого рода явление имеет место только при недостатке доверия к возникающим при инвестициях контрактным отношениям.

Сама форма корпорации (ОАО), дарованная предприятиям законом, является примером реального опциона [Бухвалов, 2004], которым пока очень немногие умеют пользоваться. Именно ОАО является опционом (возможностью) для привлечения внешнего капитала (прежде всего заемного, причем привлеченного на открытом рынке), роста с помощью поглощений (когда акции ОАО, имеющего значительную капитализацию, используются как «другие деньги»), выгодных дивестиций, связанных с выделением непрофильных производств, использования механизма LBO (выкупа за счет долговых средств) с переходом из публичной формы в частную и т. д. Практически ничего из этого не применяется. Однако всякий опцион, в том числе реальный, стоит денег. Издержки на публичность должны приводить к переходу от формы ОАО к формам непубличной компании. Так и происходит в развитых экономиках, где стоимость опциона «быть ОАО» включает значительно более высокие затраты на аудит, институты корпоративного управления, поддержание торговли и котировок акций на бирже, в том числе для защиты от недружелюбного поглощения. Многие российские ОАО вообще не имеют рыночной «ценности». В России движения от ОАО, которые не умеют пользоваться преимуществами своей правовой формы, к частным фирмам не заметно.

В то же время нельзя не отметить, что ведущие российские корпорации понимают, чего они хотят, и активно лоббируют за совершенствование гражданского законодательства, включая дополнения к законам об АО, выплате дивидендов и т. д. Первые российские компании совершили неформальные первичные публичные размещения акций (IPO). Это дает основание надеяться, что затронутая в статье Дженсена и Меклинга проблематика в скором будущем станет полезной для российских компаний.

Литература

- Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. 7-го издания. М., 2004.
- Бриггем Ю., Ганенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс. В 2 т. / Пер. с англ. СПб., 1997.

- Бухвалов А. В.* Теория финансов и финансовый менеджмент: современный подход // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2003. Вып. 1. С. 142–152.
- Бухвалов А. В.* Реальные опционы в менеджменте: Введение в проблему // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. Вып. 1. С. 3–32.
- Гальперин В. М.* «Слово о словах» // Экономическая школа. 1993. Вып. 3. С. 18–23.
- Дженсен М., Меклинг У. Х.* Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности / Пер. с англ. // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2004. Вып. 4. С. 118–191.
- Джерроу Р. А.* В честь нобелевских лауреатов Роберта Мертона и Майрона Шоулза: дифференциальное уравнение в частных производных, которое изменило мир // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2003. Вып. 1. С. 166–190.
- Фуруботн Э. Г., Рихтер Р.* Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории / Пер. с англ.; Под ред. В. С. Каткало, Н. П. Дроздовой. СПб., 2005 (в печати).
- Эггертссон Т.* Экономическое поведение и институты / Пер. с англ. М., 2001.
- Berle A. A., Means G. C.* The Modern Corporation and Private Property. N. Y., 1932.
- Bethel J. E., Liebeskind J.* The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring // Strategic Management Journal. 1993. Vol. 14. Special Summer Issue. P. 15–31.
- Brennan M.* Incentives, Rationality and Society // Journal of Applied Corporate Finance. 1994. Vol. 7. N 2. P. 31–39.
- Copeland T. E., Weston J. F.* Financial Theory and Corporate Policy. 3rd ed. Reading, MA, 1992.
- Duffie D.* Dynamic Asset Pricing Theory. 3rd ed. Princeton, NJ, 2001.
- Huang C., Litzenberger R. H.* Foundations of Financial Economics. Englewood Cliffs, NJ, 1988.
- Jensen M. C.* Eclipse of the Public Corporation // Harvard Business Review. 1989. Vol. 67. N 5. P. 61–73.
- Jensen M. C.* Self-interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory // Journal of Applied Corporate Finance. 1994. Vol. 7. N 2. P. 40–45.
- Jensen M. C., Meckling W. H.* Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination // Journal of Business. 1979. Vol. 52. N 4. P. 469–506.
- Jensen M. C., Meckling W. H.* The Nature of Man // Journal of Applied Corporate Finance. 1994. Vol. 7. N 2. P. 4–19.
- Kochhar R.* Explaining Firm Capital Structure: the Role of Agency Theory vs. Transaction Costs Economics // Strategic Management Journal. 1996. Vol. 17. N 9. P. 713–728.
- Leland H. E., Pyle D. H.* Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // Journal of Finance. 1977. Vol. 32. N 2. P. 371–387.
- Williamson O. E.* Corporate Finance and Corporate Governance // Journal of Finance. 1988. Vol. 43. N 3. P. 567–591.

Статья поступила в редакцию 22 сентября 2004 г.