

И. В. Осколков

канд. экон. наук, старший преподаватель кафедры теории финансов Высшей школы менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета

АГЕНТСКИЕ ЗАТРАТЫ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

Введение

Проблема агентских затрат в случае собственного капитала состоит в том, что топ-менеджеры (инсайдеры) фирмы, владеющие долей акций, меньшей 100%, максимизируя свою личную полезность, выбирают производственный план таким образом, что благосостояние сторонних владельцев, т. е. сегодняшняя стоимость будущих денежных потоков фирмы, не максимизируется. В результате, на эффективном рынке капитала стоимость компании отражает «недомаксимизацию», и акции оцениваются ниже, чем стоили бы в случае совпадения критериев оптимальности инсайдеров и акционеров-аутсайдеров.

Эффект от агентских затрат выражается в значительной упущенной выгоде, прямых затратах при контроле за менеджментом, а также потере ликвидности акций, вплоть до неспособности конкретного бизнеса привлечь финансирование, несмотря на рост ценности для инсайдеров. В гипертрофированном виде агентская проблема ведет к недееспособности рынка капитала в целом, к масштабному развитию «мусорного» бизнеса на рынке корпоративного контроля.

Агент намного лучше принципала осведомлен о своих истинных намерениях, и его деятельность не поддается непосредственному наблюдению принципала, а по конечным результатам невозможно судить о качестве принятых решений. В условиях недостаточности и асимметрии информации (*asymmetric information hypothesis*) (Copeland, Weston, Shastri 2005; Tirol, 2006), принципал не в состоянии установить, были ли нарушены агентом взятые на себя обязательства. Эффект недоверия состоит в том, что акции предприятия торгуются с дисконтом относительно их истинной стоимости (*intrinsic value*) (Koller, Goedhart, Vessels, 2005).

Для защиты интересов принципала используется несколько механизмов, каждый из которых требует немалых затрат:

- ограничение свободы выбора менеджмента; например, образование Совета директоров корпорации — это средство контроля акционеров за деятельностью менеджеров;
- организация и финансирование мониторинга деятельности менеджмента, например, энергетический, финансовый, технологический и иные виды аудита;
- ввод системы стимулирования, которая бы минимизировала отклонения интересов агента от интересов принципала и мотивировала агента для принятия оптимальных решений; например, выплата бонусов или опционов на собственность предприятия — средство более тесной привязки интересов управляющих к интересам собственников;
- создание фондов компенсации возможных потерь от действий агента.

Затраты на качественный аудит — классический пример затрат на мониторинг (*monitoring costs*) (Jensen, Meckling, 1976), являющихся одним из типов прямых агентских затрат. Аудит по международным стандартам необходим и менеджерам, и акционерам. В основе стабильности аудиторского бизнеса лежит потребность фирм в снижении затрат, возникающих от недоверия между принципалами и агентами. Рационально поступающая компания никогда не привлечет дорогостоящего аудитора, если только она не экономит с его помощью на затратах другого типа. Следовательно, объем российского рынка аудиторских услуг можно считать нижней границей агентских затрат, терзающих отечественные компании.

Затраты по сокращению потерь от неоптимального управления предприятием могут брать на себя не только принципалы, но и сами агенты. Возникают издержки самоограничения (*bonding costs*) (Jensen, Meckling, 1976), при которых агенты добровольно ставят себя в более жесткие условия, стесняя свободу своих будущих действий. Они таким образом вносят «залог», который теряют, если обнаруживается, что их поведение отклоняется от интересов принципала. Иногда издержки самоограничения принимают явные формы: например, страховые депозиты со стороны строительных подрядчиков. Примером издержек самоограничения может стать пассивный стиль руководства многими телекоммуникационными компаниями. Существуют и скрытые агентские затраты, связанные с чрезмерным раскрытием информации о деятельности предприятия или привлечением более дорогих исходя из структуры капитала ресурсов через облигации или кредит в обход эмиссии акций.

Агентская проблема часто возникает внутри взаимоотношений *B2B* и *B2G*, реализуясь в теневых заработках агентов — физических лиц, не являющихся собственниками бизнесов.

Большинство рынков в сегодняшней российской экономике, находящихся в середине технологических цепочек по производству товаров конечного потребления, не являются конкурентными. Рыночная власть, порождаемая ограничениями конкуренции, частично распределяется между агентами — управляющими бизнесами, которые разными способами получают существенную долю генерируемых доходов. Таким образом, инвестиционная привлекательность многих отраслей российской экономики ограничена в связи с коррумпированностью на уровне взаимоотношений, в том числе *B2B*. Одновременно «агентский» сектор создает существенный поток доходов, который преобразуется в основном в дополнительный рыночный спрос, стимулирующий инфляцию.

Формализация агентской проблемы

Агентские затраты при долевым финансировании

Все исходные предположения модели агентских затрат приводятся в работе (Jensen, Meckling, 1976). Введем с целью формализации проблемы следующие обозначения: $\vec{X} = \{x_1, \dots, x_n\}$ — производственный план: его элементы — количественные характеристики производственных ресурсов; $C(\vec{X})$ — сегодняшняя стоимость затрат, соответствующих использованию плана \vec{X} ; $P(\vec{X})$ — сегодняшняя стоимость выпуска, производимого при выбранном плане¹; $B(\vec{X}) = P(\vec{X}) - C(\vec{X})$ — сегодняшняя стоимость будущих прибылей² от использова-

¹ Сегодняшняя стоимость выпусков, которые будут произведены в будущем, равна сумме дисконтированных будущих выручек, вычисляемых как произведения цены продукта на значение производственной функции при выбранном производственном плане.

² Имеется в виду сегодняшняя стоимость будущих денежных потоков.

ния плана \vec{X} . От использования ряда ресурсов менеджер (инсайдер) может получать неденежную выгоду, имея положительную предельную полезность.

Условие оптимальности набора \vec{X}^* с позиций критерия максимизации ценности бизнеса выглядит следующим образом¹: $\vec{\nabla} B(\vec{X}^*) = 0 \Leftrightarrow \vec{\nabla} P(\vec{X}^*) = \vec{\nabla} C(\vec{X}^*)$. Выбирая набор \vec{X}^* , менеджер максимизирует ценность фирмы². Тогда любой набор $\vec{X} \neq \vec{X}^*$ обойдется (в денежном эквиваленте) владельцам в величину $F \equiv B(\vec{X}^*) - B(\vec{X})$. Максимально возможная ценность фирмы \bar{V} будет достигаться при $\vec{X} = \vec{X}^* \Rightarrow F = 0$ ³.

Пусть менеджер является единственным владельцем фирмы и максимизирует в пространстве (V, F) квазивогнутую функцию полезности двух аргументов $U(V(\vec{X}), F(\vec{X}))$ ⁴. Очевидно, что в этом случае $\frac{\partial U}{\partial V} > 0$ и $\frac{\partial U}{\partial F} > 0$ ⁵. Бюджетным ограничением для менеджера в пространстве (V, F) будет прямая $V + F = \bar{V}$ ⁶. Тогда условие оптимальности точки (V^*, F^*) выглядит следующим образом: $\frac{\partial U(V^*, F^*)}{\partial V} = \frac{\partial U(V^*, F^*)}{\partial F}$ ⁷ (рис. 1).

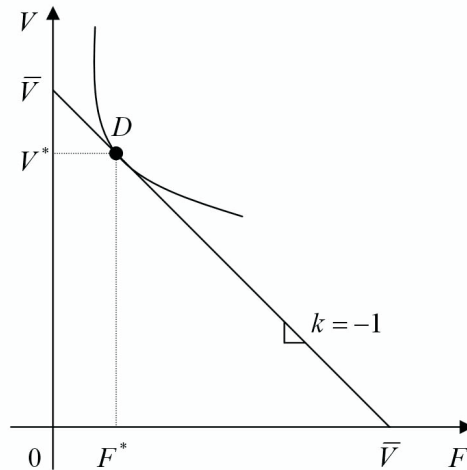


Рис. 1. Максимизация в условиях 100%-го владения фирмой менеджером

¹ Условия первого порядка являются необходимыми и достаточными условиями оптимальности производственного плана, поскольку функция прибыли является вогнутой благодаря вогнутости производственной функции $P(\vec{X})$.

² В целях упрощения изложения прибыль и денежный поток предприятия принимаются равными. Также следует отметить, что набор \vec{X} должен учитывать межвременные решения менеджера, исключенные из рассмотрения в простой модели. Однако ни первое, ни второе не влияет существенно на выводы теории агентских затрат.

³ Хотя нельзя исключать возможность прямого воровства, важно иметь в виду, что, уклоняясь от максимизации ценности фирмы, менеджер может пользоваться *неденежными благами*, которые оцениваются в деньгах лишь косвенно.

⁴ Предположение о квазивогнутости, с одной стороны, необходимо для удобства, а с другой — соответствует аксиоматике поведения рационального индивидуума. В предположении о квазивогнутости функции полезности кривые безразличия будут выпуклыми, а функция полезности имеет максимум.

⁵ Положительная предельная полезность определяется рациональностью менеджера.

⁶ Каждый рубль, извлеченный менеджером в виде неденежных благ из бизнеса, снижает ценность бизнеса ровно на 1 рубль.

⁷ Дополнительные требования к функции полезности, необходимые для формулировки условий оптимальности, состоят в дифференцируемости функции.

Владея всей фирмой, менеджер — инсайдер извлекал максимальную полезность U^* . Предположим, что инсайдер принял решение о продаже доли $1-\alpha$ стороннему владельцу. Из расчета ценности фирмы \bar{V} прямая бюджетного ограничения просто должна повернуться вокруг точки (V^*, F^*) , что приведет к увеличению значения задачи максимизации полезности до U^1 , а оптимальным планом тогда станет (V^1, F^1) .

Если менеджер владеет долей фирмы α , то бюджетное ограничение превратится в прямую с градиентом $(1, \alpha)$, а условием оптимальности точки (V^1, F^1) является равенство $\alpha \frac{\partial U(V^1, F^1)}{\partial V} = \frac{\partial U(V^1, F^1)}{\partial F}$ (рис. 2).

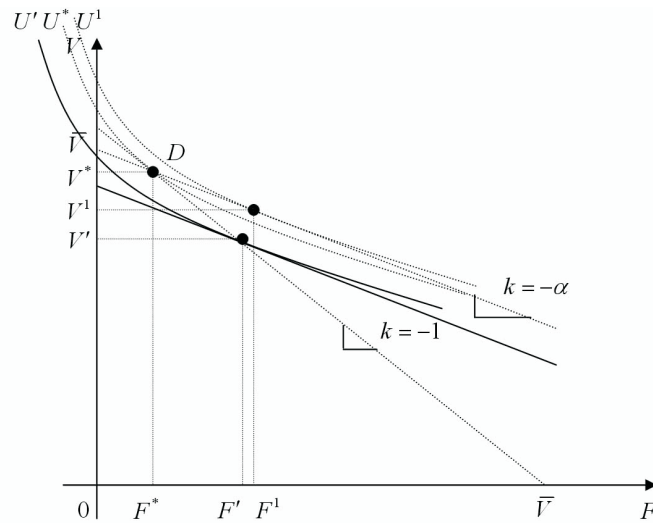


Рис. 2. Изменение бюджетного ограничения менеджера при снижении доли в компании

Однако новая ценность фирмы должна обязательно удовлетворять ограничению $V + F = \bar{V}$, так как с продажей части собственности другому владельцу операционная деятельность оцениваемой компании не изменилась, и извлечение каждого рубля из бизнеса в виде неденежной выгоды приведет к снижению ценности бизнеса на 1 рубль. Следовательно, новая ценность фирмы составит лишь V' , а точка (V', F') будет лежать на прямой $V + F = \bar{V}$.

Сохранение в задаче максимизации полезности инсайдера ограничения $V + F = \bar{V}$ равносильно предположению об эффективности рынка капитала, на котором менеджер продает долю фирмы стороннему владельцу. Действительно, V' не может быть больше V^* , поскольку иначе продающий может заработать на знании информации о новом максимизирующем полезность наборе \bar{X} .

Фирма потеряет в стоимости $V^* - V'$, что принято называть *валовыми агентскими затратами*¹. Для менеджера также существенна потеря в полезности, измеряемая уменьшением значения задачи максимизации полезности ($U^* - U^1$, — называемая *чистыми агентскими затратами* (Jensen, Meckling, 1976).

Описанный эффект является основным из агентских эффектов, порождающих затраты, и называется *эффектом недоверия* (*incentive effect*).

Агентский эффект имеет место во многом благодаря тому, что деятельность менеджера не является полностью подконтрольной сторонним акционерам. Следует уточнить, что такая ситуация порождается постановкой задачи, при которой менеджер сам является владельцем. Однако может рассматриваться боль-

¹ Или *остаточными агентскими затратами* (Jensen, Meckling, 1976).

шой класс задач, в которых поведение менеджера формируется и контролируется держателем контрольного пакета акций компании, и владелец контрольного пакета и топ-менеджмент компании отождествляются. Согласно представленной модели, владение контрольным пакетом акций, но не всей компанией, инициирует снижение рыночной стоимости акции (на величину валовых агентских затрат) и в конечном счете ведет к снижению полезности менеджера-владельца (на величину чистых агентских затрат).

Вопрос, который возникает как следствие представленной модели, состоит в том, почему на практике, несмотря на агентские затраты, так широко распространена корпоративная форма собственности? Существует несколько альтернативных объяснений подобного несоответствия, каждое из которых опирается на нечто неучтенное в формализации концепции агентских затрат. В работах (Jensen, Meckling, 1976; Modigliani, Perotti, 1996; Tirol, 2006; Matos, 2001) предлагается ряд объяснений.

1. Нехватка у владельца-менеджера собственных инвестиционных ресурсов для осуществления экономически прибыльных проектов. Выход на рынок капитала в этом случае (необходимость, лежащая в основе самого существования рынка капитала). Агентские затраты могут быть просто отнесены на стоимость капитала, хотя квантифицировать порождаемую ими добавку к стоимости капитала практически невозможно.

2. В рамках теории полезности в условиях неопределенности поведение менеджера может быть объяснено за счет предположения о неприятии риска: рациональный инвестор, не принимающий риск, должен уводить из фирмы в целях диверсификации риска часть своих средств. Агентские затраты, таким образом, есть плата за уход от риска.

3. Самым спорным, однако, и самым простым объяснением является неэффективность рынка ценных бумаг. Менеджер имеет возможность управлять информационным потоком на рынок, тем самым влияя на цену акции.

Возможность мониторинга деятельности менеджера

Разумеется, владелец-менеджер заинтересован в повышении рыночной стоимости акций¹ компании. В арсенал способов контроля деятельности менеджера входят аудит, ex ante ограничения на решения менеджеров, системы поощрений и т. п.

В случае мониторинга в задачу максимизации полезности менеджера вводится параметр M (затраты на мониторинг, причем если (V, F) — решение задачи, то $V = V(M, \alpha)$, $F = F(M, \alpha)$ и $\frac{\partial F}{\partial M} < 0$, а $\frac{\partial^2 F}{\partial M^2} > 0$. Расходы на мониторинг ка-

питализируются таким образом, что $V(M, \alpha) + F(M, \alpha) + M = \bar{V}$. Продифференцировав тождество по M , получим:

$$\frac{\partial V(M, \alpha)}{\partial M} = -\frac{\partial F(M, \alpha)}{\partial M} - 1. \quad (1)$$

Сторонних владельцев интересует применение мониторинга для увеличения ценности фирмы, поэтому если для любого M выполнено $\frac{\partial F(M, \alpha)}{\partial M} > -1$, то мониторинг не будет применяться. Условие эквивалентно тому, что любая потраченная на мониторинг сумма не будет компенсирована уменьшением потребления неденежных благ. Очевидно, что $V = V(M, \alpha)$ (вогнутая функция M , что обеспечивается знаком второй производной функции $F = F(M, \alpha)$). Следовательно, $V = V(M, \alpha)$ имеет максимум по

¹ Имеется в виду повышение стоимости за счет снижения агентских затрат.

M , если только существует M : $\frac{\partial F(M, \alpha)}{\partial M} = -1$. Затраты на мониторинг будут возрастать до тех пор, пока соответствующее их увеличению уменьшение потребляемых неденежных благ не будет точно компенсировать его. Если это происходит в точке M^* , инсайдер может выбирать с пользой для стороннего владельца уровень мониторинга из $[0, M^*]$ ¹. Владелец-менеджер выберет такой уровень затрат на мониторинг, что его полезность будет максимальной на $M \in [0, M^*]$.

Интуитивно влияние мониторинга можно связать с увеличением доли фирмы, о которой менеджер продолжает «беспокоиться»². Таким образом, бюджетное ограничение менеджера можно записать в виде $V + \alpha(M)F = \text{const} - M$. Доля фирмы, которой менеджер владеет в отсутствие мониторинга, составляет $\alpha(0)$. Общей будет ситуация, когда с помощью мониторинга возможно повысить уровень полезности, доступный владельцу-менеджеру.

Агентские затраты при долговом финансировании

Эффект недоверия, порождающий агентские затраты в случае долевого финансирования, имеет место и при заимствовании (Jensen, Meckling, 1976; Copeland, Weston, Shastri, 2005, Tirol, 2006). Предположим, что в структуре капитала некоторой фирмы долг превосходит собственные средства во много раз. Поскольку менеджмент компании в принятии решений, как правило, замыкается на контролирующих собственников, то ему передадутся возможные желания войти в чрезвычайно рискованные проекты, в случае удачи в которых доходность собственного капитала может составить сотни процентов, а в случае катастрофы большую часть убытков понесут на себе кредиторы. Вполне вероятно, однако, что такая структура капитала трудно достижима или соответствующая стоимость капитала очень велика, так как кредиторы на эффективном рынке могут точно оценивать потенциальную кредитоспособность заемщиков.

Пусть существуют две равные³ взаимоисключающие возможности вложения средств, каждая из которых приносит выплату \tilde{X}_j , ($j=1,2$), являющуюся случайной величиной с логнормальным распределением, причем $E(\tilde{X}_1) = E(\tilde{X}_2)$, $\sigma^2(\tilde{X}_1) < \sigma^2(\tilde{X}_2)$, но систематический риск⁴ обоих проектов совпадает: $\beta_1 = \frac{\text{cov}(\tilde{R}_1, R_M)}{\sigma^2(R_M)} = \frac{\text{cov}(\tilde{R}_2, R_M)}{\sigma^2(R_M)} = \beta_2$, где \tilde{R}_1 , \tilde{R}_2 и R_M — доходности проектов 1 и 2

и рыночного портфеля соответственно, являющиеся случайными величинами. Из модели CAPM следует, что ожидаемые доходности проектов 1 и 2 будут одинаковыми: $E(\tilde{R}_1) = E(\tilde{R}_2)$. В отсутствие налогов проекты 1 и 2 (или фирмы, осуществляющие их и не имеющие других видов деятельности) будут иметь одинаковую ценность: $V_1 = \frac{E(\tilde{X}_1)}{1 + E(\tilde{R}_1)} = \frac{E(\tilde{X}_2)}{1 + E(\tilde{R}_2)} = V_2$. Пусть структуры финансирования

проектов содержат собственные средства S_j и долг B_j в виде дисконтных бескупонных облигаций с номиналом X^* в обоих случаях. Рыночную стоимость собственных вложений можно оценить по формуле Блэка-Шоулза, рассматривая

¹ Ценность фирмы может быть больше, чем в отсутствие мониторинга, и при $M > M^*$, однако так как функция полезности менеджера (квазивогнута, то убывание одновременно обеих координат точки максимума приведет к уменьшению значения задачи.

² В случае полного владения это 1, в случае владения долей α — это есть α .

³ Имеются в виду равные вложения на одинаковый срок.

⁴ В соответствии с CAPM компенсируемый рынком риск ограничивается систематической составляющей.

их как европейский колл-опцион со страйкинговой ценой X^* . Очевидно, что $S_1 < S_2$, так как $\sigma^2(\tilde{X}_1) < \sigma^2(\tilde{X}_2)$. Следовательно, $B_1 > B_2$. Проблема в том, что владелец-менеджер имеет возможность объявить принятым проект 1, эмитировать долг на сумму B_1 , а привлеченный капитал вложить в проект 2, таким образом, оценив свои вложения в S_2 и уменьшив рыночную стоимость долга до B_2 . Если рынок капитала эффективен, то потенциальные кредиторы учтут возможность подобного перераспределения ценности и дадут за фиксированные права не более, чем B_2 . Таким образом, если менеджер располагает лишь суммой S_1 собственных средств и способен исполнять только проект 1, то он не сможет этого сделать, поскольку не найдет достаточного финансирования. Так возникают агентские затраты, вызванные эффектом недоверия в случае заимствования. Следствием становится «невынужденное» увеличение процентов по долгу, т. е. затраты инкорпорируются в стоимость долга.

Если в предположениях изменить $E(\tilde{X}_1) = E(\tilde{X}_2)$ на $E(\tilde{X}_1) > E(\tilde{X}_2)$, получится $V_1 = \frac{E(\tilde{X}_1)}{1 + E(\tilde{R}_1)} > \frac{E(\tilde{X}_2)}{1 + E(\tilde{R}_2)} = V_2$, так как по-прежнему $E(\tilde{R}_1) = E(\tilde{R}_2)$. Тогда верны следующие соотношения:

$$V_1 - V_2 = (S_1 + B_1) - (S_2 + B_2) \Leftrightarrow S_2 - S_1 = (B_1 - B_2) - (V_1 - V_2). \quad (2)$$

Если $S_1 < S_2$ ¹, то кредиторы учтут это и оплатят лишь B_2 . Величина $V_1 - V_2$ будет составлять *валовые* или *остаточные агентские затраты*.

Как и в случае долевого финансирования, возможно применение одного из методов контроля деятельности менеджера. В рассмотренном примере достаточно было бы жестко ex ante связать кредит с расходами по выбранному проекту, т. е. гарантировать целевое использование средств.

Обобщение модели Дженсена—Меклинга

В целях обобщения модели Дженсена—Меклинга введем в задачу менеджера-инсайдера возможность приобретения доли в бизнесе. Начальным состоянием будем считать владение инсайдером доли α_0 . Пусть менеджер-собственник может не только уменьшать, но и увеличивать долю в бизнесе, в общем случае изменяя ее до α_1 благосостояние инсайдера будем описывать переменной W .

Пусть начальное благосостояние состоит из доли в бизнесе $\alpha_0 S^0$, оцененной через рыночную ценность бизнеса S^0 , и некоторого количества денег — M^0 . Ценность бизнеса удовлетворяет ограничению $S + F = \bar{V}$, где F — капитализированные неденежные выгоды, извлекаемые менеджером-собственником из бизнеса. Таким образом, задача максимизации полезности инсайдера будет выглядеть следующим образом:

$$\begin{cases} U(W, F) \rightarrow \max \\ W = \alpha_0 S^0 + M^0 \\ S^0 + F = \bar{V} \end{cases} \Leftrightarrow \begin{cases} U(W, F) \rightarrow \max \\ W + \alpha_0 F = \alpha_0 \bar{V} + M^0 \end{cases} \quad (3)$$

¹ $S_1 < S_2$ при $E(\tilde{X}_1) = E(\tilde{X}_2)$ и всех условиях, которые остаются неизменными. Цена колл-опциона S_1 непрерывно зависит от параметров распределения случайной величины \tilde{X}_1 , и в частности от математического ожидания, т. е. $S_1 = S_1(E(\tilde{X}_1))$ (непрерывная функция). Следовательно, при непрерывном изменении $E(\tilde{X}_1)$ и прочих равных возможна ситуация, когда все еще $S_1 < S_2$ при $E(\tilde{X}_1) > E(\tilde{X}_2)$.

Рассмотрим изменение доли менеджера-собственника до уровня α_1 . На эффективном рынке капитала приобретение (продажа) доли $\alpha_1 - \alpha_0$ может быть произведено с учетом информации о новой доле инсайдера. Следовательно, сделка с долей будет оцениваться в сумму $\left|(\alpha_1 - \alpha_0)S^1\right|$. Таким образом, количество денег, оставшихся у инсайдера после сделки по изменению доли в бизнесе, составит $M^1 = M^0 - (\alpha_1 - \alpha_0)S^1$.

Пусть в условиях владения долей α_0 оптимальным решением инсайдера является точка (W^0, F^0) , а ценность фирмы на рынке составляет S^0 . После проведения сделки по изменению доли ценность фирмы составит S^1 , ограничение задачи превратится в прямую $W + \alpha_1 F = \alpha_1 \bar{V} + M^1$, а решение задачи инсайдера переместится в точку (W^1, F^1) .

После изменения доли в бизнесе инсайдер решает задачу

$$\begin{cases} U(W, F) \rightarrow \max \\ W + \alpha_1 F = \alpha_1 \bar{V} + M^1 \end{cases} \quad (4)$$

Покажем, что точка (W^1, F^1) будет лежать на бюджетном ограничении инсайдера, работавшем до появления информации о предстоящей сделке, то есть, на прямой:

$$W + \alpha_0 F = \alpha_0 \bar{V} + M^0. \quad (5)$$

По условию $W^1 = \alpha_1 S^1 + M^1$. Из ограничения, соответствующего условию эффективности рынка, следует, что $F^1 = \bar{V} - S^1$. Изменение количества денежных средств инсайдера описывается уравнением $M^1 = M^0 - (\alpha_1 - \alpha_0)S^1$. Таким образом, подставив точку (W^1, F^1) в уравнение (5), имеем: $\alpha_1 S^1 + M^0 - (\alpha_1 - \alpha_0)S^1 + \alpha_0(\bar{V} - S^1) = \alpha_0 \bar{V} + M^0$, что действительно выполняется (рис. 3).

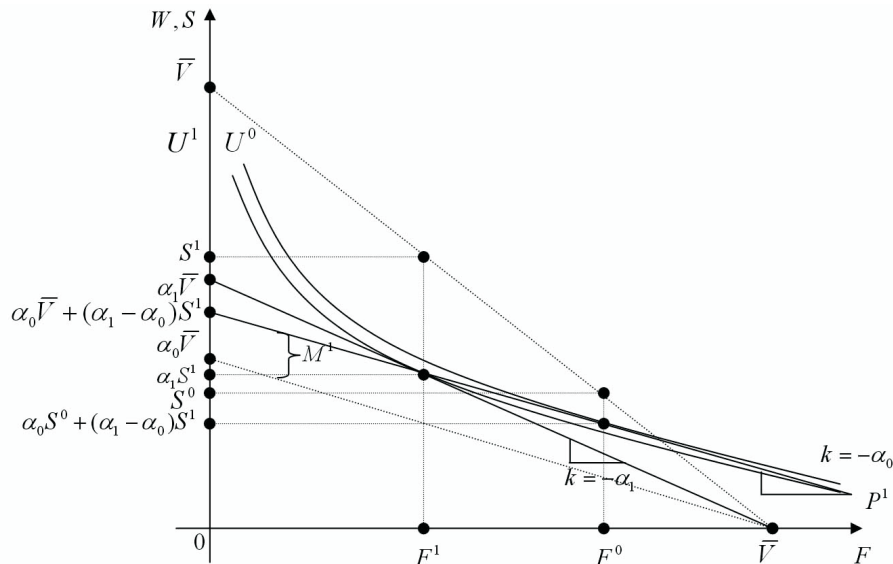


Рис. 3. Обобщение задачи менеджера-собственника

Таким образом, решение задачи (4) лежит на ограничении задачи (3), в то же время не совпадая с решением задачи (3). Следовательно, значение задачи

(4) должно быть меньше значения задачи (3): $U(W^0, F^0) > U(W^1, F^1)$ ¹. Последнее неравенство доказывает тезис об обязательном снижении полезности инсайдера, планирующего изменение своей доли в бизнесе в любую сторону.

Макроэкономические последствия агентских затрат

Отечественные макроэкономические вызовы включают инфляцию, избыточную концентрацию ВВП в добывающих отраслях, зависящих от конъюнктуры мировых сырьевых рынков, неэффективную антистимулирующую налоговую систему, небольшое желание хранить сбережения цивилизованным способом, используя финансовые рынки, и одновременно неспособность финансовых рынков обеспечивать инвестиционные процессы, необходимые для роста.

Рынок — это всегда спрос и предложение. Инфляция — это рост цен, вызванный растущими затратами на производство, недостаточным предложением или растущим быстрее предложения спросом.

Природа инфляции в российской экономике связана с растущими ценами на энергоносители. Розничные цены на бензин стремительно повышаются, и со снижением или стабилизацией мировых цен на нефть внутренние цены на топливо для транспорта и транспортные тарифы, скорее всего, не снизятся до прежних значений.

Однако дорожающее топливо — далеко не единственная причина роста в цене потребительской корзины, и не только рынки товаров повседневного потребления испытывают ценовой шок. К примеру, долгое время растет как на дрожжах рынок недвижимости. В ситуации неустойчивого макроэкономического фона важно понимать, какими доходами потребителей подогревается спрос на рынках.

Микроэкономика российской фирмы

Фирмы, производящие товары и услуги, организационно устроены таким образом, что в них существует несколько центров управленческих решений, часто неподконтрольных друг другу. Собственники следят за доходностью на вложенный ими капитал, отдавая производственный процесс, продажи и закупки на откуп менеджерам — агентам управления.

Поведение агента-управленца может отклоняться от целей максимизации ценности бизнеса через удовлетворение собственных интересов. Речь идет, прежде всего, о встраивании агента в цепочку создания добавленной стоимости, внутри которой он находит свой сегмент, обусловленный его влиянием на совершающиеся сделки (Tirol, 2006; Copeland, Weston, Shastri, 2005).

В реальности реализация агентской проблемы может выглядеть следующим образом. Пусть компания А приобретает ресурс производства у компании В по цене P . Решение о приобретении, в том числе о выборе поставщика, принимает агент — один из менеджеров компании А. В отсутствие прямого контроля менеджера, принимающий решение, может получать от поставщика так называемый откат, например, в размере $0,1P$. Такой вид агентских затрат характерен прежде всего для крупных компаний и государственных заказчиков, имеющих на рынке монополистическую власть, но не использующих прозрачные системы тендеров на определение поставщиков.

Симметричная ситуация возможна, если ресурс, продаваемый компанией В, дефицитен и компания В имеет определенную монопольную власть. В этом случае менеджер по продаже компании В может получать «откат» в размере $0,1P$.

¹ Строгое неравенство соответствует предположению о строгой вогнутости функции полезности инсайдера.

Существует множество прямых и косвенных способов получения откатов. Прямой «откат» может выплачиваться напрямую контрагентом по сделке, как правило, наличными деньгами. Косвенный откат может быть организован через оказание контрагенту «сопутствующих» услуг: от контрагента требуется приобретение работ, не являющихся необходимыми, разумеется, у фирм, которые указаны соответствующими менеджерами. При этом работы могут как производиться фактически, но быть переоцененными, так и не производиться вовсе.

Компании, оказывающие обязательные в некоторых случаях услуги, получают дополнительный рынок, а с потребителей взимается дополнительная плата, установленная с учетом интересов агентов. Потребителями оказываются как мелкие, средние и крупные бизнесы, так и физические лица — конечные потребители. Высший пилотаж — создание новых рынков и получение сверхрыночной ренты напрямую через навязывание услуг конечным потребителям.

Оставив в стороне вопрос создания дополнительных рынков, следует заметить, что в долгосрочном периоде на неконкурентных рынках, пораженных коррупцией в звеньях *B2B* и *B2G*, реализуется равновесная ситуация, в которой даже в условиях такого поведения агентов собственники достигают требуемой доходности на вложенный капитал. Это происходит за счет цены конечного продукта, которую удается повышать и поддерживать. В общем случае если на некотором этапе создания добавленной стоимости существует агентская проблема и удовлетворяется агентский интерес, собственникам как компаний-поставщиков, так и компаний-потребителей, чтобы зарабатывать требуемую доходность на вложенный капитал, необходимо поддерживать соответствующие цены на свой продукт. И если это не удастся сделать, компании придется уходить с рынка.

Выводы

В итоге цены на конечные продукты, потребляемые обычными российскими домохозяйствами, могут содержать существенную часть, являющуюся не оплатой затрат производителей или их прибылью, а оплатой «услуг агентов», т. е. «агентской» составляющей. К примеру, электроэнергетический, тепловой тариф или тариф на услуги проводной электросвязи могут содержать «агентскую» составляющую на уровне 10—25% от себестоимости соответствующих компаний. Причем такая составляющая многократно заложена в любом товаре или услуге конечного потребления, поскольку энергетические тарифы и тарифы на связь взимаются как с потребителей, так и с производителей.

Можно перечислить несколько эффектов агентской проблемы на макроэкономическом уровне.

Во-первых, отрасли, пораженные коррупцией в отношениях *B2B*, ограниченно привлекательны с точки зрения входа новых игроков, а также расширения бизнеса старых игроков. Долгосрочные инвестиции на неконтролируемых персонифицированных активах строить рискованно. Велики риски инвесторов, вкладывающих даже в предприятия, располагающие на текущий момент устойчивым каналом сбыта продукции монополисту или налаженным каналом приобретения дефицитного ресурса у монополиста, если соответствующие отношения *B2B* построены на личных связях менеджеров-агентов. Проблемы отечественного рынка акций во многом имеют те же причины: ликвидность акций может возникнуть только при уверенности инвесторов в рыночной позиции компании и ограниченности конфликта интересов менеджеров-агентов и миноритарных инвесторов.

Во-вторых, как следствие ограниченной инвестиционной привлекательности и ограниченной конкуренции накапливается технологическая отсталость игроков во многих отраслях. Страновая конкурентная позиция от этого только про-

игрывает, и стратегически при открытии рынков для иностранных производителей отечественные игроки со временем будут вытеснены.

В-третьих, итоговые потребительские цены со стороны предложения сформированы с учетом интереса агентского сектора. С изменением рыночных цен меняется и абсолютный размер интереса. Верна будет и обратная зависимость: при увеличении агентских аппетитов цены предложения должны поползти вверх.

В-четвертых, агентский сектор экономики получает доходы, весьма существенные с точки зрения макроэкономического спроса. Даже если часть этих доходов преобразуется в производственные инвестиции или вывоз капитала, доля потребительского рынка и рынка недвижимости все равно остается достаточной для того, чтобы цены зависели в том числе от агентского спроса.

В-пятых, трудоустройство в агентском секторе недоступно для большей части трудоспособного населения страны. Большинство наемных работников получают доход только в виде заработной платы, рыночная индексация которой или запаздывает, или производится редко. Таким образом, поддерживается и усугубляется расслоение внутри трудоспособного населения.

Темой дальнейшей академической дискуссии внутри аналитического и экспертного сообщества могут стать модели контроля поведения агентов в частных бизнесах.

Источники

Copeland Th., Weston J. F., Shastri K. Financial Theory and Corporate Policy. 4-rd ed. Pearson Education Inc., 2005.

Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. P. 305—360.

Koller T., Goedhart M., Vessels D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New-Jersey, 2005.

Matos J. A. de Theoretical foundations of corporate finance. Princeton University Press, 2001.

Modigliani F., Perotti E. Protection of Minority Interest and the Development of Security Markets. Preprint, 1996.

Tirol J. The Theory of Corporate Finance. Princeton University Press, 2006.