

ПОСОБИЕ ДЛЯ НЕЗАВИСИМОГО АКЦИОНЕРА или ЧЕГО ЖДАТЬ ОТ МЕНЕДЖЕРА?

Как можно применять сложные теоретические концепции на практике.

Владимир Малахов

заместитель генерального директора по экономике и финансам ОАО «Уренгоймонтажпромстрой»
(г. Новый Уренгой ЯНАО)

***Преамбула:** Проблема построения цивилизованных взаимоотношений между собственниками капиталов и менеджментом корпораций сегодня вышла на первый план. Мировой опыт показывает, что у менеджеров высшего звена корпораций есть собственные мотивы принятия тех или иных управленческих решений. В статье предлагаются конкретные практические рекомендации для собственников, сформулированные на основе классических положений теории корпоративных финансов.*

О КОНФЛИКТЕ ИНТЕРЕСОВ

Положение любой компании на рынке напрямую зависит от качества финансовых и стратегических решений, принимаемых её менеджментом. Выбор этих решений часто обусловлен не только и/или не столько уровнем профессиональной подготовки менеджмента компании, сколько комплексом мотиваций, на основе которых менеджер принимает управленческие решения. Классические теории фирм основаны на том, что менеджеры действуют только в интересах акционеров или собственников бизнеса и именно такая установка, казалось бы, позволяет построить идеальную модель работы финансовых механизмов и экономики в целом.

Как это ни печально, финансовые теории далеки от действительности, в том числе и потому, что при выборе управленческих решений менеджер меньше всего склонен руководствоваться интересами акционеров. Более того, Совет директоров любой компании просто обязан безжалостно увольнять менеджеров, активно декларирующих приверженность интересам акционеров. В условиях жесткой политической и экономической реальности было бы наивно полагать, что менеджеры действуют только в интересах собственников бизнеса, по той простой причине, что менеджеры – такие же люди, имеющие личные интересы, и нет таких сил, которые заставили бы менеджера предпочесть чужие интересы своим собственным. С другой стороны, даже если менеджер в той или иной мере является акционером управляемой им компании, никто и никогда не даст гарантий, что его личные интересы идеально совпадают с интересами прочих акционеров.

При управлении бизнесом менеджер чаще всего ориентируется на такие параметры риска и доходности использования активов, которые максимально коррелируют с его собственным представлением о результатах деятельности или личным интересам, но не обязательно являются оптимальными для компании и акционеров. Подобные конфликты интересов менеджмента компании и собственников бизнеса принято называть агентскими конфликтами 1 (1 Jensen M., Meckling W. “Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency costs and Capital structure” (1976); Jensen Michael C. “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers” (1986)). Агентский

конфликт начинается с момента выбора способов и методов удовлетворения частных интересов акционеров и менеджеров, в том числе и в форме конкретных управленческих решений менеджмента компаний. В большинстве случаев у менеджеров отсутствуют мотивы, побуждающие вернуть заработанные средства акционерам, и всегда присутствуют мотивы инвестирования свободных денежных потоков в проекты с отрицательной чистой приведенной стоимостью или в увеличение организационной неэффективности.

Разумеется, менеджер, как носитель конфиденциальной и истинной информации о реальном состоянии дел в компании находится в более выгодном положении в части удовлетворения собственных интересов. Соответственно, акционер, в том числе с помощью средств государственного регулирования, всеми возможными способами старается защитить себя от расточительного, презирающего его интересы менеджера и заставить последнего реализовывать мечту об увеличении личного благосостояния акционера. Именно в этом состоит суть регулирующей функции советов директоров, наблюдательных советов или иных компетентных органов управления собственников, а именно, выступать в качестве инструмента контроля деятельности и принимаемых решений менеджментом компаний с целью максимального удовлетворения интересов акционеров. Существуют более десятка различных теоретических методик, которые позволяют держать менеджмент «в узде», но на практике большинство из них просто не работают. И дело не только в том, что нельзя определить однозначные универсальные параметры эффективности деятельности менеджмента на все случаи жизни, но и в том, что никто не может предугадать воздействие на результаты деятельности компании объективной макроэкономической ситуации, даже если менеджер честно «отдал всего себя» на благо акционеров.

Одним из наиболее распространенных способов контроля эффективности менеджмента является общий уровень капитализации компании и/или её прирост в сопоставимых критериях оценки. Об этом достаточно наглядно сигнализирует непосредственно фондовый рынок, который соответствующим образом реагирует и на дивидендные выплаты, и на изменение структуры капитала компании, и любую другую информацию о компании. Но и

здесь возникает ряд проблем, в том числе для компаний, не котирующихся на организованных рынках, а также проблемы, связанные со степенью эффективности фондовых рынков. Другим инструментом контроля для акционеров могут являться контракты с менеджерами разных уровней, в которых оговариваются условия их работы и даже параметры эффективности деятельности менеджера, являющиеся базой для бонусных выплат. Но, к сожалению, ни один совет директоров не способен до конца постичь действительные мотивы работы менеджера и, соответственно, будущее компании. Поэтому трудовые контракты подчас только охлаждают творческий пыл нанимаемых управленцев и перенаправляют их усилия на максимальное удовлетворение собственных метамотиваций. Сюда, как правило, относятся условия труда, мебель, кабинеты, автомобили и реактивные самолеты, лечение, отдых, спорт и другие блага за счет фирмы. Помимо этого в результате внедрения в компанию определенных контрактов создается реальная угроза благосостоянию акционеров как из-за часто сменяемого менеджмента, так и в результате распыления информации о конкурентных преимуществах фирмы после увольнения тех или иных менеджеров.

О РЫНКЕ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

К большому неудовольствию менеджеров, у рынка свободных капиталов есть и другой инструмент воздействия на менеджеров компаний и корпораций, а именно рынок корпоративного контроля (2 *Jensen M., Ruback R. "The market of Corporate Control: The Scientific Evidence" (1983)*). На рынке корпоративного контроля обращаются только права собственности на компании, выраженные в конкретных фондовых активах. Рынок корпоративного контроля существует в каждой стране с более-менее развитой рыночной экономикой и может быть представлен в различных формах в зависимости от развитости корпоративного законодательства страны или уровня самоорганизации рынка ценных бумаг.

Разумеется, базовыми операциями рынка корпоративного контроля являются процессы слияний и поглощений, хотя здесь надо сделать ряд уточнений. По логике, слияние ассоциируется у нас с объединением двух компаний в третью, а поглощение больше похоже на присоединение одной компании к другой таким образом, что поглощаемая компания перестает существовать. На самом деле теория рынка корпоративного контроля предусматривает, что слияниями считаются любые сделки с активами компаний (присоединения, объединения, приобретения), когда сохраняется текущий состав собственников всех компаний, принимающих участие в операции и/или объем их прав. Разумеется, при этом, происходят перемещения в аппарате управления объединенной компании, и страдает тот менеджмент, за спиной которого стоят менее влиятельные собственники, таким образом менеджмент обеих компаний имеет возможность пристроиться. Под поглощением же понимаются любые операции по

реорганизации компаний, когда состав собственников меняется, а значит, чаще всего, полностью меняется и менеджмент компании. Таким образом, слияния, в большинстве случаев, можно считать дружескими операциями на рынке корпоративного контроля, в то время как поглощения могут быть и дружескими (с согласия акционеров и/или менеджмента) и жесткими (без согласия менеджмента корпорации-цели).

Рынок корпоративного контроля является важным инструментом контроля деятельности топ-менеджеров, поскольку независимо от аргументов менеджмента выносит объективный приговор результатам деятельности управленцев. Именно поэтому рынок корпоративного контроля более опасен для менеджеров, нежели притязания акционеров. Дело в том, что рынок корпоративного контроля представляет ту часть рынка свободных финансовых ресурсов, которые совершенно неподконтрольны менеджменту корпораций, в отличие от финансовых вложений текущих собственников, а значит, представляют большую угрозу собственным интересам управляющих. Операторы рынка корпоративного контроля отслеживают как компании с явно неэффективным менеджментом (в этом случае рыночная стоимость компании ниже оценочной стоимости её активов, рассчитанной любым способом оценки), так и высокоэффективные компании, то есть компании, генерирующие максимальные свободные потоки денежных средств, которые в свою очередь не используются в новых проектах. При этом во втором случае менеджмент компаний имеет больше шансов защититься от посягательств корпоративных хищников (у него больше финансовый потенциал), но вряд ли собственники будут очень рады осознанию того, что их средства расходуются не на получение новой прибыли, а на финансирование мероприятий по защите от вероятных захватчиков. Нетрудно догадаться, что такое поведение менеджеров преследует личные интересы, нежели интересы акционеров в ряду прочих утверждений, которые будут описаны ниже.

КАК МЕНЕДЖЕР ДЕЙСТВУЕТ В СВОИХ ИНТЕРЕСАХ

В соответствии с теоретической концепцией Майкла Дженсена, управленческий персонал стремится максимизировать скорее не стоимость своей компании, а чистые потоки свободных денежных средств, которыми он может более или менее свободно распоряжаться. Эмпирические исследования поведения управляющих и, прежде всего, управляющих в крупнейших американских корпорациях неплохо согласовываются с этой теоретической концепцией, тем самым более отчетливо обозначив конфликт интересов собственников акционерного капитала и аппарата управления, а вместе с ним издержки, порождаемые делегированием полномочий в рамках корпорации. Разумеется, главным желанием менеджера остается создание условий для роста собственного материального вознаграждения и уж тем более - создание гарантий того, что никакие экономические и финансовые

потрясения, как макроэкономические, так и внутрифирменные, не повлияют на его положение в корпорации. Менеджер всеми доступными средствами пытается снизить риск собственного увольнения или риск собственной невостребованности, а именно это и позволяет осуществлять контроль над финансовыми потоками. И даже рост стоимости компании, как будет показано ниже, обусловлен, чаще всего, желанием менеджеров обеспечить контроль финансовых потоков и увеличить личное вознаграждение. Управление финансовыми потоками позволяет менеджеру оценивать результативность принимаемых решений, прежде всего, по отношению к собственной персоне, а значит и стремление к этому у любого талантливого управленца будет с течением времени только расти.

Основные стереотипы поведения менеджеров и, соответственно, причины корпоративных конфликтов при принятии управленческих решений можно сформулировать на базе различных теорий в виде типовых моделей поведения менеджеров:

Модель 1.

В соответствии с теорией иерархии, заложенной Гордоном Дональдсоном в 1961 г., менеджмент корпораций для финансирования инвестиционных проектов компании предпочитает, в первую очередь, использовать собственный, внутренний капитал компании, очищенный от налогов и свободный от обязательств. Менеджер, в силу консерватизма мышления и желания чувствовать себя спокойно предпочитает расходовать, иногда безнаказанно, средства акционеров, нежели потерять их в виде выплаченных дивидендов и идти на рынок кредитных ресурсов, рискуя своим будущим по причине наличия потенциальной вероятности непогашения обязательств, смены собственников или непредсказуемых изменений условий хозяйствования в целом. В данном случае менеджера волнует не столько судьба компании, сколько собственный имидж успешного руководителя, от которого, в свою очередь, зависит уровень его будущего вознаграждения. По той же причине, если корпорация все-таки испытывает потребность во внешнем финансировании, менеджмент всегда начинает с эмиссии наиболее безопасных инструментов и движется к более рисковому по мере возрастания потребности в привлечении внешнего финансирования: сначала облигации (с постепенным снижением уровня обеспечения), затем гибридные ценные бумаги, права на участие и только в последнюю очередь чистые долевые инструменты. Другими словами, менеджер всегда предпочитает не платить дивиденды акционерам, а использовать накопленную прибыль компании для финансирования интересующих его текущих и перспективных проектов. Если же привлечение внешнего финансирования исключить невозможно, менеджмент предпочитает двигаться иерархически от менее опасных для себя инструментов рынка свободных капиталов к более рискованным.

Модель 2.

Модильяни и Миллер 3 (3 *Modigliani F. and Miller M. "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment"*(1958)) в своих работах продекларировали независимость стоимости компаний от дивидендной политики на квазисовершенных рынках, где дивиденды являются своеобразным индикатором успеха деятельности менеджмента фирмы и степени его заботы об интересах акционеров. Поэтому менеджмент, при всем желании, не может полностью отказаться от выплаты дивидендов, тем более, если дивиденды являются элементом корпоративной культуры компании. В то же время, большинство менеджеров прекрасно понимают, что акционеры являются единственными владельцами капитала, и только они предоставляют им право пользования на условиях получения несколько больших доходов, нежели имеющиеся в экономике альтернативы. А значит, их дивиденды должны быть, по крайней мере, предпочтительнее для акционеров, нежели инвестирование в другие активы. Дивиденды оказывают весьма значительное влияние на стоимость компании, поскольку интересуют и физических, и институциональных инвесторов, в частности, различные сберегательные фонды, которые не желают расставаться с акциями портфельных компаний, но заинтересованы в текущих доходах.

Преобладание интересов акционеров или собственников отражается в дивидендной политике в виде провозглашения одного из двух принципов распределения полученной прибыли: либо от приоритета проектов к дивидендам (остаточный принцип), либо от дивидендов к финансированию проектов (в зависимости от размеров прибыли). Стремясь оставить под собственным контролем максимальное количество финансовых ресурсов и не желая нанести ущерб стоимости компании (опять же в личных интересах), менеджмент выбирает своеобразную политику дивидендного консенсуса. С одной стороны, непредсказуемые колебания и непостоянство дивидендных выплат (по обоим принципам) в большинстве случаев отрицательно сказываются на рейтинге акций компаний. С другой стороны, жесткая фиксация размера дивидендов поведет инвесторов на поиски более доходных активов, что также не лучшим образом отразится на цене акций. Другими словами, можно констатировать, что наиболее приемлемой для менеджмента дивидендной политикой будет политика минимально возможных, но превышающих среднюю доходность на рынке капиталов, стабильных дивидендов в виде фиксированного коэффициента и незначительного прироста во времени.

Модель 3.

В соответствии с теоремой Модильяни–Миллера при наличии налогов 4(4 *Modigliani F. , Miller M. «The Cost of Capital, Corporate Finance ,and the Theory of Investment» (1958); «Corporate Income Taxes and the Cost of capital: A*

Correction»(1963) “: стоимость компании имеющей долговые обязательства при равных показателях риска и ожидаемой доходности всегда больше, чем стоимость компании без таковых. Конечно, это не столь значимый аргумент для операторов рынка свободных капиталов, нежели сам факт привлечения кредитов. Чаще всего выход компании на рынок долговых инструментов сигнализирует о наличии у таких компаний проектов, положительный приток денежных средств от которых намного перекроет издержки по займам, а значит и менеджмент этих компаний достаточно профессионален и успешен. С другой стороны, менеджмент корпораций обычно выходит на рынок долговых инструментов, когда акции компании недооценены, что является автоматическим сигналом увеличения спроса на долевые активы и роста капитализации в целом. И, наконец, менеджмент склонен прибегать к крупным эмиссиям долговых обязательств для создания в компании атмосферы борьбы за снижение непроизводительных расходов, проведения структурной реорганизации и повышения эффективности деятельности с единственной целью – перераспределения ключевых позиций по управлению потоками финансовых ресурсов в свою пользу. Разумеется, выпуск долговых обязательств может нести позитивный эффект до определенного момента и в конкретных условиях рынка, но в любом случае менеджер будет выходить на рынок кредитных ресурсов, имея за спиной гарантированный приток свободных денежных средств компании как своеобразный страховой ресурс. В противном случае, менеджер никогда не будет играть с долговыми обязательствами. Иными словами, менеджер всё-таки будет использовать рынок долговых инструментов, но не столько в силу необходимости реализации каких-либо инвестиционных проектов, сколько для максимизации собственного вознаграждения, привязанного к росту стоимости компании, перераспределения финансовых потоков в свою пользу или для блокирования завышенных дивидендных притязаний акционеров наличием долговой нагрузки.

Модель 4.

Как уже было отмечено выше, менеджмент корпораций обычно выходит на рынок долговых инструментов, когда акции компании недооценены, и эмитирует долевые инструменты, когда акции компании заведомо переоценены. Было бы наивно предполагать, что об этом не знают компетентные собственники и операторы рынка свободных капиталов, в том числе и рынка корпоративного контроля. И те, и другие понимают, что если менеджмент, как на веревочке бегущий за теорией иерархии, объявил эмиссию долевых инструментов, корпорация уже достигла своего потолка долговой нагрузки и встала на край пропасти банкротства. Как известно, в этом случае стоимость уже проэмитированных и обращающихся на рынке акций падает. И собственники, и операторы рынка корпоративного контроля ждут от менеджмента противоположных решений: первые надеются на сохранение стоимости компании, вторые на её крах. А

скрытые надежды менеджмента на эмиссионный доход от размещения очередной партии разогретых предыдущими заимствованиями долевых активов тают прямо на глазах. Сигнал всем заинтересованным сторонам о неэффективности текущего менеджмента налицо, а поставленные в неловкое положение управленцы опять-таки постараются выкрутиться из этой ситуации с максимальной пользой для себя. При этом надо учитывать две возможные ситуации. Первая: менеджмент действительно уверен в эффективности собственных начинаний и тогда сигналом может быть размещение акций среди высшего менеджмента. Вторая ситуация: менеджмент пытается скрыть собственную неэффективность, требуя средств от старых собственников, шантажируя их потерей стоимости акций при открытой подписке. Другими словами, менеджер, в случае потребности во внешнем финансировании всё-таки будет эмитировать долевые инструменты, но сделает всё, чтобы размещение проводилось только по закрытой подписке - среди старых акционеров или закрытого списка новых, сигнализируя прочим внешним операторам о безусловной эффективности своих проектов. Опять-таки истинной целью менеджмента является удержание стоимости компании и, соответственно, подтверждение собственного конкурентного качества.

Модель 5.

Рынок корпоративного контроля служит хорошим дисциплинарным мотивом 6 (6 Marris R. «A model of the «Managerial» Enterprise» (1963), Manne H «Mergers and the Market for Corporative Control» (1965) поведения менеджеров в интересах акционеров, так же как и эффективный совет директоров. Это относится и к менеджерам компаний-целей, и к управляющим компаний-покупателей. В экономике всегда можно найти корпорации, текущая стоимость которых занижена вследствие нежелания (неспособности) текущего менеджмента максимизировать стоимость компании. Эти компании быстро попадают в прицел операторов рынка корпоративного контроля, тем более, если она генерирует значительные свободные потоки денежных средств, и только коренные реформы в управлении могут отодвинуть поглощение на неопределенный срок. С другой стороны, в экономике всегда есть эффективно управляемые компании, менеджмент которых, иногда справедливо, полагает, что мог бы более эффективно эксплуатировать активы других компаний, увеличив тем самым свое благосостояние, и, может быть, благосостояние собственников. Менеджеров того и другого вида корпорации объединяет одно – желание усидеть в своем кресле и задержаться в нем как можно дольше.

Принимаемые менеджментом «неэффективных» корпораций-покупателей управленческие решения о слияниях и поглощениях чаще всего определяются как мотивы окопавшихся менеджеров⁷ (7 Jensen M., Ruback R. «The Market for Corporative Control» (1983) , в частности: мотив чрезмерного инвестирования и мотив растраты

свободных потоков денежных средств. В случае первого мотива, стремясь снизить риск своего увольнения, менеджер разрушает стоимость компании путем либо чрезмерного инвестирования в «звездное» для него направление бизнеса, либо в бизнес собственных профессиональных компетенций, либо в направлении «антикомпетенций» вероятного конкурента. Во втором случае менеджер выбирает различные формы размещения свободных потоков денежных средств независимо от доходности этих вложений, с единственной целью – оставить контроль финансовых потоков в своих руках, даже в виде будущих дивидендов с отрицательной доходностью. Разумеется, менеджеры умеют мотивированно довести до собственников «важность» таких инвестиций, хотя ценность этих вложений чаще всего равна стоимости мыльного пузыря.

Что касается менеджеров «эффективных» компаний-покупателей, то их поведению свойственен мотив гордыни. 8 (8 *Roll Richard (1986) "Hubris hypothesis of Corporate Takeovers"*). Проблема состоит в том, что чаще всего эффективный менеджмент, страдает «комплексом вечной эффективности» и считает собственные оценки выгод от слияний и поглощений максимально точными, по сравнению с другими, в т.ч. рыночными. Результатом таких инвестиций может стать «проклятье победителя», т.е. того, кто одержал пиррову победу в гонке за компанией-целью и получил её тогда, когда уже не осталось надежд на синергетический эффект. Либо эффект «влипания», когда сами эффективные менеджеры оценили бесперспективность своих вложений, но уже не могут остановить инвестиционный механизм в силу банального нежелания разрушать свой успешный имидж. Таким образом, компетентные представители собственников просто обязаны реально осознавать истинные мотивы принятия решений наемным менеджментом на рынке обращающихся прав собственности и анализировать юридическую, психологическую и профессиональную аффилированность менеджеров при утверждении инвестиционных проектов.

Модель 6.

Обратимся опять к менеджерам потенциальных компаний-целей. Менеджмент «неэффективных» корпораций, чаще всего в полной мере осознает свою неэффективность, а значит и привлекательность своей компании для агрессивного захвата. В лучшем случае их компания может выступить в качестве акцептанта в сделке по слиянию, так как в этом случае у менеджмента есть шансы на выживание. Впрочем, и эти шансы достаточно призрачны в силу того, что предложение поступает от компании с более эффективным менеджментом, а значит и решение собственников будет, скорее всего, в пользу последних. В этой ситуации менеджмент «неэффективной» компании начинает применять несколько иные методы «окапывания», которые в основном сводятся к защите от возможного нападения, но, так или иначе, разрушают стоимость компании. Это происходит, даже несмотря на

то, что в условиях возникшего интереса капитализация компании-цели обычно резко возрастает, и её собственники в этот момент могли бы получить баснословные прибыли. Другими словами, враждебное поглощение в большинстве случаев выгодно текущим акционерам и категорически неприемлемо для топ-менеджмента. Защита от поглощения обычно проводится под флагом спасения компании от корпоративных «клат» и включает самые изощренные способы снижения стоимости компании. Для примера рассмотрим лишь некоторые:

- Сбрасывание «драгоценностей короны» – увод в сторону или ликвидация конкурентных преимуществ и активов компании-цели (положение на рынке, технологии, брэнды, права собственности, нематериальные активы, денежный капитал), которые собственно и являются причиной поглощения. Будет ли после этого у инвесторов интерес к этой компании – неизвестно, но менеджмент, скорее всего, останется на месте;

- «Ядовитые пилюли» – различные мероприятия, направленные на увеличение потребности в финансовых ресурсах у компании-покупателя. Например, распределение специальных прав среди акционеров компании-цели, которые вступают в силу в случае поглощения: право на приобретение акций по низкой цене, право на продажу акций обратно компании-цели со значительной премией. В общем случае, любые ядовитые пилюли могут «отравить» желание компании-покупателя что-либо покупать, а значит, в выигрыше останется скорее менеджмент компании-цели, нежели её акционеры;

- «Золотые парашюты» – одно из условий контрактов с высшим менеджментом, представляет собой обязательство компании-цели выплатить менеджеру компенсационное вознаграждение в случае потери рабочего места менеджером после враждебного поглощения. Размеры этих выплат таковы, что компании-покупатели иногда соглашаются оставить менеджмент корпорации-цели на рабочих местах – лишь бы не выплачивать эти средства. Уволить можно будет и потом – после изменения условий контрактов. Несмотря на то, что объявление о выплате «золотых парашютов» обычно ведет к росту акций компании-цели, так как сигнализирует об увеличении интереса рынка корпоративного контроля к этой компании, гипотеза трансферта благосостояния 9 (9 *Knoeber C. Golden Parachutes, Shark Repellents and Hostile Tender Offers (1986)*).

- утверждает обратное – акционеры корпорации-цели недополучат сумму «парашюта» в случае поглощения. В результате, «золотые парашюты» становятся своеобразным клеем, скрепляющим неэффективных менеджеров с их креслами.

- Встречная скупка – скупка акций компании-покупателя, которую осуществляет топ-менеджмент компании-цели, для чего последняя должна срочно аккумулировать достаточные финансовые ресурсы, что никак нельзя назвать защитой интересов текущих владельцев, поскольку безудержная гонка за акциями компании-агрессора может поставить объект поглощения на грань банкротства только на агентских издержках.

Эти мероприятия, безусловно, могут дать определенный результат и «спасти» компанию-цель от «несправедливого» нападения. Но будут ли после этого акционеры довольны своим менеджментом, который не сумел максимизировать стоимость фирмы на момент поглощения и не дал собственникам возможности заработать? Сколько потеряют акционеры в чистом выражении после обретения столь дорогой свободы, решать им самим. Может лучше сразу сдаться на милость победителя, чем продавать впоследствии свои акции за бесценок собственному разжиревшему менеджменту? Остается порекомендовать независимым акционерам корпораций-целей внимательно анализировать мотивацию и реализацию высшим менеджментом мероприятий по защите компании от враждебного поглощения. Может случиться так, что истинной целью менеджмента является спасение собственных кресел за счет собственников, нежели повышение благосостояния акционеров.

Модель 7.

Нобелевские лауреаты, Канеман и Тверски 9 (9 *Kahneman D. Tversky A. "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under risk" (1979)*), специалисты в области поведенческих финансов, в свое время установили, что люди предпочитают в случае ожидания относительно равной доходности операции с меньшим риском, но в случае ожидания относительно равных потерь предпочитают операции с большим риском. Это можно показать на простом примере: если человеку предложить гарантированные 1000\$ или 1250\$ с вероятностью 80%, то в эмпирически доказанном большинстве случаев люди выбирают гарантированные 1000\$, хотя видно, что доходность этих альтернатив одинаковая. Если эту ситуацию перевернуть, т.е. предложить потерять гарантированные 1000\$ или 1250\$ с вероятностью 80%, то в большинстве случаев люди предпочтут рискнуть, чтобы попытаться не потерять ничего и выберут 2-й вариант. Разумеется, в данной ситуации надо учитывать эффект масштаба сделки и влияние прочих поведенческих факторов и эффектов, установленных названными специалистами. Если переложить эти выводы на поведение менеджера, то можно сказать, что менеджер предпочтёт потерять средства акционеров в виде рискованных инвестиционных проектов, нежели просто их потерять, выплатив дивиденды и налоги. Но если менеджер обеспечил себе контроль над финансовыми ресурсами компании, он начинает предпочитать инвестиционные проекты с гарантированными поступлениями, нежели пускать подконтрольные средства на венчурные инвестиции.

Перечисленные выше модели поведения менеджеров не являются абсолютными в силу различных теоретических ограничений и особенностей национальных рынков капитала. В частности, поведение конкретного менеджера во многом зависит от степени его участия в

уставном капитале руководимой компании, от его «управленческого» и биологического возраста, здоровья, уровня личного благосостояния, наконец. Эмпирические исследования показывают различные варианты корреляции эффективности менеджмента (стоимости компаний) и доли его участия в управлении в качестве собственника. Но в общем случае отмечается тенденция снижения эффективности управления с ростом доли высшего менеджмента корпораций в уставном капитале. Полностью наемный управленческий персонал корпорации с нулевым участием так же не показывает максимум эффективности, хотя более полезен собственникам, нежели менеджеры-собственники. Это говорит о том, что наиболее оптимальным вариантом является незначительное участие менеджмента, что и реализуют на практике многие корпоративные образования. Перечисленные выше модели, разумеется, в большей степени отражают поведение «чистых» наемных менеджеров, нежели поведение менеджеров с различной долей участия в собственности корпорации.

Список литературы:

1. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика, 2000.
2. Ли. Ч., Финнерти Д. Финансы корпораций: теория, методы и практика. М.: Инфра-М, 2000.

Ссылка:

http://www.cfin.ru/investor/manager_and_holder.shtml