

Интернет-журнал «Наукovedение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 9, №1 (2017) <http://naukovedenie.ru/vol9-1.php>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/91EVN117.pdf>

Статья опубликована 19.03.2017

Ссылка для цитирования этой статьи:

Лисицкая Т.С., Тарасенко А.Ю. Роль агентских отношений в формировании структуры капитала хозяйствующих субъектов // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 9, №1 (2017) <http://naukovedenie.ru/PDF/91EVN117.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

УДК 336.64

Лисицкая Татьяна Сергеевна

ФБГОУ ВО «Донской государственный технический университет», Россия, Ростов-на-Дону
Доцент кафедры «Финансы и кредит»
Кандидат экономических наук
E-mail: tania_lisitskaia@rambler.ru
РИНЦ: http://elibrary.ru/author_items.asp?id=243031

Тарасенко Алина Юрьевна

ФБГОУ ВО «Донской государственный технический университет», Россия, Ростов-на-Дону
Магистрант 2 года обучения
E-mail: 13at@bk.ru

Роль агентских отношений в формировании структуры капитала хозяйствующих субъектов

Аннотация. Решения по формированию структуры капитала чувствительны к состоянию агентского конфликта, основными причинами которого являются неполнота информации и неприятие риска. Обострение конфликта первого типа может непосредственно повлиять на выбор источников финансирования. Увеличение внешней задолженности усугубляет конфликт между собственниками и кредиторами, повышая уровень издержек на обслуживание долга. В статье анализируются динамические теории структуры капитала, в контексте ассиметрично распределенной информации. Агентские издержки способствуют ограничению оппортунистического поведения менеджеров и вносят коррективы в процесс оптимизации структуры капитала.

Для снижения агентских издержек автором предложено использование механизма корпоративного управления. В целях смягчения конфликта «акционеры-менеджеры» предложено использовать: контроль со стороны Совета директоров, системы мотивации менеджмента, автоматизацию корпоративного контроля, а также совершенствование методов аудита компании. Основными способами снижения агентских издержек, порождаемых первым и вторым типом конфликтов, являются: увеличение долговой нагрузки, повышение информационной прозрачности, совершенствование защиты прав собственников и кредиторов и повышение ответственности менеджмента. В рамках системы корпоративного управления предлагается развитие корпоративной этики для снижения агентских издержек.

Ключевые слова: корпоративное управление; структура капитала; источники финансирования; асимметрия информации; агентские отношения; агентские конфликты; агентские издержки

Принятие решений по источникам и структуре финансирования всегда подвержено влиянию агентских отношений, поскольку данная функция входит в обязанности менеджеров. Одной из проблем в корпоративном управлении являются возникающие агентские конфликты. Важным аспектом является то, решения по структуре капитала чувствительны к состоянию агентского конфликта в компании. Оптимально выбранное соотношение заемных и собственных средств, при котором происходит максимизация стоимости компании, посредством снижения затрат на капитал и минимизации агентских издержек, является ключевым фактором для эффективного формирования и управления структурой капитала предприятий.

Агентские конфликты являются следствием агентских отношений, возникновение последних происходит в момент делегирования агенту функций управления за вознаграждение [7, с. 212]. Компания для собственников капитала представляет инвестиционный объект, а их основной целью является максимизация своего благосостояния посредством увеличения ценности бизнеса. Для менеджеров компания также представляет источник дохода, однако в данном случае он не зависит от высокой капитализации. Основная причина возникновения агентского конфликта - реализация менеджерами собственных интересов [8, с. 69].

Потенциально конфликтными также являются отношения между собственниками и кредиторами. Причиной конфликта здесь также выступает различие в целях. Кредиторы имеют право на часть доходов компании, которая содержит сумму основного долга и процентов по нему, а в случае банкротства на часть имущества. Но после передачи основной суммы заемщику они теряют контроль над этими средствами. Распоряжение этим капиталом осуществляют акционеры через менеджеров, рентабельность и риск компании зависит именно от них.

Проведение операций с высоким риском приводит к увеличению требуемой доходности и снижению рыночной стоимости заемных средств. Долговые обязательства, не имеющие приоритета относительно новых, потеряют часть своей стоимости, так как на денежные потоки и активы компании будет претендовать большее число кредиторов [3, с. 674]. При благоприятном исходе сверхдоходы получают собственники, а кредиторы получают свой фиксированный платеж (соответствующий заявленному уровню риска), но в обратной ситуации именно кредиторы примут на себя часть убытков. Похожая ситуация возникает при решении менеджмента увеличить уровень финансового рычага, что повлечет за собой и увеличение рентабельности собственного капитала компании.

Основные факторы, определяющие агентский конфликт: неполнота информации и неприятие риска. Можно выделить следующие типы агентских отношений и соответственно потенциальных конфликтов:

1. между менеджерами и собственниками;
2. между собственниками и кредиторами;
3. между кредиторами и менеджерами.

М. Дженсен и В. Меклинг в своем исследовании эффективности контрактных отношений сфокусировали внимание на асимметрии информации и поведенческом оппортунизме и пришли к выводу, что менеджеры часто принимают решения в пользу своих интересов с целью увеличения собственного благосостояния [11, с. 329]. В целях предупреждения таких действий и стимулирования менеджеров акционеры вынуждены нести агентские издержки, которые вносят определенные коррективы в процесс оптимизации структуры капитала. Агентские издержки направлены на организацию контроля за деятельностью менеджеров, внедрение действующих систем мотивации, разграничение полномочий и т.д. [1, с. 49].

В рамках динамических теорий структуры капитала существуют модели, в основе которых лежит предположение об асимметрично распределенной информации. В сигнальной модели менеджеры используют структуру капитала как индикатор для внешних инвесторов, который говорит о текущем состоянии и перспективах компании. Соответственно от принятых менеджерами финансовых и инвестиционных решений зависит привлекательность компании. В инвестиционной модели, при выборе оптимальной структуры капитала менеджеры ориентируются на недооценку или переоценку ожидаемой прибыли внешними инвесторами с учетом асимметрии информации [2, с. 60].

В теории отслеживания рынка говорится о том, что менеджеры принимают решения с учетом конъюнктуры рынка акций. Исследователи М. Бейкер и Д. Веглер [9] пришли к выводу, что основой формирования структуры капитала компании является реализация предоставленных рыночных возможностей в определенный момент времени. Если на рынке компания переоценена - менеджеры принимают решение об эмиссии акций, а если недооценена - привлекают долговое финансирование.

Д. Хэбарт в теории влияния личности менеджера на структуру капитала [10], пришел к заключению, что оптимизм и самоуверенность менеджера оказывают влияние на принятие решений при формировании структуры капитала и на стоимость компании. Оптимистичные и самоуверенные менеджеры чаще устанавливают высокий уровень долговых нагрузок, зачастую эмитируют новые долговые обязательства, отслеживают возможности на рынке, в результате чего оказывают влияние на формирование структуры капитала. В то же время умеренно оптимистичные менеджеры, сдерживая использование денежных ресурсов на сомнительные проекты с высокой долговой нагрузкой, увеличивают стоимость капитала.

Агентские издержки, возникающие в результате разделения функций управления и контроля в компании, способны в значительной степени повлиять на эффективность корпоративного управления. Стратегия оптимизации агентских издержек должна быть связана с обоснованием и рациональностью их использования. Для снижения агентских издержек используются механизмы корпоративного управления. В совокупности они позволяют уменьшить агентские издержки. Способы снижения агентских издержек представлены в табл. 1.

Таблица 1

Способы снижения агентских издержек

Мероприятие	Содержание	Разрешение агентского конфликта	
		А-М ¹	А-К ²
Увеличение долговой нагрузки	- Дисциплинирует менеджмент в принятии решений; - дополнительный рычаг давления на менеджмент; - сокращает объемы свободных потоков денежных средств; - появление мониторинга.	+	+
Контроль со стороны Совета директоров	- Представляет интересы и действует в пользу собственников при осуществлении функций контроля за управлением корпорацией; - обеспечивает ответственность и отчетность менеджмента за результаты деятельности корпорации.	+	

¹ А-М агентский конфликт первого типа «акционеры-менеджеры».

² А-К агентский конфликт второго типа «акционеры-кредиторы».

Мероприятие	Содержание	Разрешение агентского конфликта	
		А-М ¹	А-К ²
Мотивация менеджмента	- Участие высшего менеджмента в собственности компании; - система вознаграждений и поощрений; - стимулирование.	+	
Информационная прозрачность	- Информированность акционеров; - определение интересов потенциальных инвесторов к компании.	+	+
Аудит	Осуществление контроля со стороны кредитора		+
Система обеспечения информацией	Программные продукты по автоматизации корпоративного контроля	+	
Правовая система	- Обеспечение защиты прав инвесторов корпорации путем принятия ряда законов и актов, регламентирующих корпоративные взаимоотношения; - создание механизмов по осуществлению прав акционерами и кредиторами корпорации; - обеспечение раскрытия информации о результатах деятельности корпорации; - ограничить злоупотребления со стороны менеджмента.	+	+

Агентские конфликты оказывают воздействие на формирование структуры капитала, однако с помощью регулирования долговой нагрузки можно снизить агентские издержки. Увеличение заемного капитала с одной стороны увеличивает вероятность банкротства и издержки долгового финансирования. В тоже время принятие новых обязательств и уменьшение величины свободного денежного потока дисциплинирует менеджмент в отношении рационального использования ресурсов [4, с. 5]. Таким образом, можно снизить агентские издержки на менеджмент, так как данное решение даст дополнительный стимул для эффективной работы лицам, принимающим решения. Повышение требований к внешнему контролю со стороны кредиторов также позволит ограничить оппортунистическое поведение менеджмента.

Одной из функций Совета директоров должна быть контрольная, опосредующая повышение ответственности менеджмента перед акционерами и за результаты своей деятельности. Для качественного контроля необходима автоматизация, обеспечивающая доступ к коммерческой информации в реальном времени. Основным способом смягчения агентских конфликтов остается мотивация в форме стимулирования в виде поощрений за проделанную работу. Общими способами, оказывающими положительное влияние на оба типа конфликтов, являются повышение прозрачности информации и совершенствование правовой системы. Снижение асимметрии информации позволяет снизить риски кредиторов и повысить доверие собственников к менеджменту [5, с. 82]. В рамках правового поля необходимо повышение защиты интересов собственников капитала и повышение ответственности его временных пользователей.

Формирование оптимальной структуры капитала, как важной составляющей эффективной деятельности компании, с одной стороны зависит от степени агентского конфликта. Обостренный агентский конфликт первого типа «акционеры-менеджеры» оказывает непосредственное влияние на выбор источников финансирования. С другой стороны, для нейтрализации агентского конфликта данного типа одним из способов является увеличение долговой нагрузки, что позволит сократить объемы свободных денежных потоков и внедрить мониторинг со стороны кредитов, и таким образом появится еще один рычаг давления на

менеджеров. Однако появятся дополнительные издержки на кредиторов. Таким образом, для повышения эффективности работы компании необходимо сглаживать агентские конфликты и снижать степень их воздействия на структуру капитала. Для смягчения агентских конфликтов необходимо также развитие корпоративной этики, соблюдение которой позволит снизить агентские издержки [6, с. 94].

Для субъектов подрядной деятельности остро стоит вопрос структуры капитала, так как высокая капиталоемкость продукции повышает уровень использования заемного финансирования. Снижение конфликта «акционеры-менеджеры» возможно посредством увеличения долговой нагрузки, однако стоит учитывать, что уровень долга для таких компаний очень высокий. Особое место стоит уделить повышению уровня корпоративной этики и информационной прозрачности для нивелирования агентского конфликта первого и второго типа соответственно.

ЛИТЕРАТУРА

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Учебник - 2-е рус. изд. (пер. Н. Барышниковой с 7-го междунар. изд.). - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. - 1008 с.
2. Капустин А.В., Астраханцева И.А. Критический анализ динамических теорий структуры капитала // Современные наукоемкие технологии. Региональное приложение. - 2014. - №4. - С. 58-67.
3. Лукаевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Эксмо, - 2010. - 768 с.
4. Мануйленко В.В., Кабардокова Л.А. Формирование инструментария оценки проблем в управлении финансовыми ресурсами обществ с ограниченной ответственностью // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2016. - №48(330). - С. 2-18.
5. Максимова С.М. Информационная прозрачность как характеристика качества организационной культуры компании // МИР (Модернизация.Инновации.Развитие). - №1 (21). - 2015. - С. 81-84.
6. Ольшанский А.С. Теория интересов, принципал-агентская теория и асимметрия информации // Вестник Калининградского филиала Санкт-Петербургского университета МВД России. - 2011. - №1. - С. 91-94.
7. Пантя Ю.М. История развития проблемы принципала-агента // Журнал экономической теории. - 2011. - №4. - С. 212-215.
8. Харчилава Х.П. Корпоративное управление в контексте взаимоотношений принципала и агента // Вестник Самарского государственного экономического университета. - 2015. - №2 (124). - С. 66-72.
9. Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, 2002, Market timing and capital structure, *Journal of Finance*, 57, vol. 32.
10. Hackbarth Dirk, Determinants of corporate borrowing. A behavioral perspective, Unpublished working paper, Indiana University, 2003.
11. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

Lisitskaya Tatiana Sergeevna

Don state technical university, Russia, Rostov-on-Don
E-mail: tania_lisitskaia@rambler.ru

Tarassenko Alina Yuiryevna

Don state technical university, Russia, Rostov-on-Don
E-mail: 13at@bk.ru

Agency relations role in shaping capital structure of economic entities

Abstract. Decisions on formation of the capital structure are sensitive to the agency conflict which main reasons incompleteness of information and rejection of risk. The intensification of the conflict type have a direct impact the selection of the financing source. Rising external debt exacerbated the conflict between owners and creditors, increasing the level of costs for debt servicing. In the article are analyses dynamic theory of the capital structure in the context asymmetrically distributed information. Agency costs contribute to limiting manager's opportunistic behavior and make adjustments in the process optimization of the capital structure.

The author suggested to use a corporate governance mechanism to reduce agency costs. For mitigation of the «shareholders vs managers» conflict it is offered to use: control from the Board of directors, system of managements motivation, automation of corporate control, and also improvement of audit methods in the company. The main ways of decrease in the agency costs generated by the first and second types of the conflicts are: increase in a debt load, increase in information transparency, improvement of protection of the owners and creditors rights and increase in management responsibility. The development of corporate ethics is offered for decrease in agency costs within a corporate management system.

Keywords: corporate management; capital structure; sources of financing; asymmetries of information; agency relationship; agency conflicts; agency costs