

Исследование влияния долговой нагрузки на снижение издержек агентских конфликтов в компаниях с различными типами собственности

Научный руководитель – Макарова Светлана Геннадьевна

Мацнева Екатерина Александровна

Студент (магистр)

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: ekaterina.macneva@gmail.com

С конца прошлого столетия ученые и исследователи активно ищут причины возникновения агентских конфликтов и способы на них повлиять. Менеджер является агентом акционера и цель его деятельности - это максимизировать прибыль акционера. Агентский конфликт возникает тогда, когда менеджмент начинает ставить свои личные цели выше интересов акционеров, что проявляется в использовании благ компании, получении дополнительных выгод от инвестиций и т.д. [2] Необходимость принятия мер по снижению агентских конфликтов обусловлена тем, что они влекут за собой издержки агентских конфликтов - денежные потери для акционеров, выражающиеся в разнице между потенциальным доходом от компаний и реальным. Николов, Мореллек и Шюрхофф [6] в своём исследовании доказали, что потери в стоимости компаний очень существенны - 5,4% в среднем.

Одним из инструментов для снижения издержек агентских конфликтов является структура капитала компании. Так, в моделях агентских конфликтов Дженсена и Меклинга [5], Харриса и Равива [4], Шульца [7] и др. выделяются следующие положительные эффекты от увеличения долговой нагрузки в компаниях:

- дисциплинирует менеджмент за счёт внешнего контроля и выплат кредиторам;
- косвенно увеличивает доли обыкновенных голосующих акций в собственности менеджмента;
- ограничивает свободный денежный поток, доступный менеджменту;
- повышает скорость принятия решений по ликвидации неэффективных производств;
- уменьшает риск поглощения компании и потери рабочих мест менеджментом.

Целью данного исследования является выявление влияния долговой нагрузки в российских публичных компаниях на снижение издержек агентских конфликтов. Во внимание также берётся тип собственности в компаниях, так как это ключевой фактор, влияющий на риск возникновения агентских конфликтов. В рамках исследования выделяют четыре типа собственности: управленческая, государственная, институциональная и иностранная. При управленческом типе собственности менеджмент компании является держателем акций. Риск возникновения агентского конфликта в данном случае зависит от концентрации собственности у менеджмента. Это подтверждается исследованиями Гранадо-Пьеро и Лопес-Грация [3] и др. «Переломным» уровнем концентрации собственности выбран блокирующий пакет акций, так как обладание таким пакетом даёт право заблокировать любое решение по важнейшим вопросам компании. Таким образом, при концентрированном управленческом типе собственности, когда менеджмент компании является держателем блокирующего пакета акций и выполняет основные функции контроля и управления,

риск возникновения агентских конфликтов достаточно низкий, а значит, эффект от долговой нагрузки будет незначительным. И наоборот, при распылённой структуре собственности, где менеджмент не является держателем крупного пакета акций и собственность распределена между множеством мелких акционеров, а фактический контроль осуществляет либо один, либо несколько менеджеров, риск нелояльного поведения менеджмента наиболее высок, и предполагается значительное влияние долговой нагрузки на агентские издержки. [1]

Выдвинутые выше гипотезы были проверены на выборке из 157 российских публичных компаний. Период наблюдений составил пять лет: с 2016 по 2020 годы. В качестве зависимых переменных, отражающих издержки агентских конфликтов, были выбраны доля административных расходов в выручке компаний и оборачиваемость активов. Показатель доли административных расходов в выручке характеризует расходы на нужды менеджмента, нецелевые расходы; а оборачиваемость активов характеризует эффективность принятия решений относительно управления компанией и имеет обратную зависимость с издержками агентских конфликтов. Источниками данных послужили такие информационные ресурсы, как Bloomberg, Refinitiv Eikon и финансовая отчетность компаний. В качестве методов оценки влияния структуры капитала на издержки агентских конфликтов был выбран регрессионный анализ панельных данных с применением трёх моделей: регрессии пула (объединённая модель панельных данных), модели с фиксированными эффектами и модели со случайными эффектами, сравнительный анализ которых позволяет выбирать наиболее точную модель и делать выводы, основываясь на наиболее надёжных результатах.

Проведённое исследование подтвердило гипотезы, выдвинутые относительно влияния долговой нагрузки на издержки агентских конфликтов при управленческом типе собственности. Согласно полученным результатам, долговая нагрузка в компаниях, где менеджмент обладает менее 25% акций, значительно влияет как на долю административных расходов в выручке, так и на оборачиваемость активов. Другими важными факторами, влияющими на агентские издержки в компаниях с управленческим типом собственности, являются рентабельность активов, размер компаний и процент независимых и неисполнительных членов совета директоров.

Дальнейшее исследование предполагает проверку влияния долговой нагрузки на издержки агентских конфликтов в российских публичных компаниях, в которых среди акционеров есть государство, крупный институциональный или иностранный инвестор. Ожидается, что долговая нагрузка будет значима в государственных компаниях, потому что госпредприятия могут привлекать финансирование по выгодным ставкам, так как государство выступает гарантом компании. Это означает более низкую стоимость мониторинга за деятельностью менеджмента. Однако долговая нагрузка не будет иметь значительного влияния на издержки агентских конфликтов в компаниях с институциональным и иностранными типами собственности в силу усиленного мониторинга со стороны самих инвесторов.

Источники и литература

- 1) Красильникова Е.В. Подход к формированию структуры капитала российскими компаниями с учетом агентских особенностей // Вопросы экономики. 2013, 6 (534), стр. 74-84.
- 2) Хорин А.Н. Агентская проблема и возможные пути ее решения // Экономика и предпринимательство. 2020, №4, стр. 1306-1310.
- 3) Granado-Peiró, N., López-Gracia, J. Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study // European Management Review. 2017, Vol. 14, p. 33-45.

- 4) Harris, M., Raviv, A. The theory of capital structure // Journal of Finance. 1991, №46, p. 297- 355.
- 5) Jensen, M.C., Meckling, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. 1976, vol. 3(4), p. 305-360.
- 6) Morellec, E., Nikolov, B., Schürhoff, N. Agency Conflicts Around the World // Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 2018
- 7) Stulz, R.M. Managerial discretion and optimal financing policies // Journal of Financial Economics. 1990, №26, p. 3-27.