

Поведението на мениджърите и разходи за представителство

Разсъждения върху изследването “Теория на фирмата: Поведение на мениджърите, разходи за представителство и структура на собствеността” на Майкъл Дженсън и Уилям Меклинг, публикувано в Journal of Financial Economics през 1976 г.

Представено от Елена Маринова, Институт за пазарна икономика, e-mail: elena@ime.bg

Фирмата не е “празна кутия”, която отразява състоянието на пазарите, в които тя действа. Зад всяка пазарна ситуация, в която фирмата попада стоят конкретни решения и действия на мениджърите ѝ. В този смисъл, фирмата не е пасивен, а активен участник в пазарния процес¹. За да има определено място на пазара, мениджърите на фирмата са осъществили анализ на този пазар и взаимоотношенията на фирмата с другите фирми. След анализа, мениджърите са съставили очаквания за бъдещото представяне на фирмата, предприели са определени действия и са успели да запазят положителния ефект от тези действия за по-продължителен период от време или да неутрализират негативния ефект. Междувременно, мениджърите са успели (или не) да удовлетворят очакванията на собствениците, съумели са да балансират между различните очаквания на собствениците – краткосрочни и дългосрочни очаквания, миноритарни и мажоритарни собственици на фирмата. Накрая, мениджърите са получили възнаграждение за успехите си (или порицание за неуспехите си). Това възнаграждение може да се припокрива с постигнатото споразумение със собствениците на фирмата, а може и да не се покрива.

В този смисъл, фирмата може да бъде разгледана като съвкупност от решения, резултати, очаквания, взаимоотношения. При определяне на параметрите на тази съвкупност възникват проблеми, свързани с това как мениджърите и собствениците регламентират взаимоотношенията помежду си, как тези взаимоотношения влияят върху стойността на фирмата и как структурата на собствеността на фирмата влияе при определяне на взаимоотношенията между мениджърите и собствениците.

За да се разрешат тези проблеми, възниква необходимост от изясняване на следните въпроси:

1. Защо собственикът или мениджърът на предприятие със смесена финансова структура (т.е. собствен капитал и дълг) извършва дейности, които биха довели до понижаване на стойността на фирмата в по-голяма степен, отколкото би правил това едноличният собственик?
2. Защо продажбата на обикновени акции е ценен източник на капитал, дори и в случаите, при които мениджърите не максимизират стойността на фирмата?
3. Защо дълговото финансиране е било източник на капитал за фирмите, дори и когато не са съществували данъчни предимства на дълга (приспадане на платените лихви по дълга от облагаемата печалба)?
4. Защо компаниите емитират привилегировани акции и варианти, при положение, че за тях няма данъчни предимства?
5. Защо счетоводните отчети би трябвало да се предоставят доброволно на кредиторите и на акционерите?
6. Защо в някои стопански сектори е характерно финансиране само със собствен капитал?
7. Защо секторите, които са подложени на силни регулации от страна на правителството (като сферата на обществените услуги, например) имат по-голямо съотношение между дълг и собствен капитал, отколкото индустриите, които не подлежат на правителствени регулации?

¹ Ако допуснем, че фирмата е пасивен участник на пазара, тогава просто нямаше да стават промени на пазара, защото мениджърите на нито една фирма нямаше да предприемат определени действия.

8. Защо при положение, че потенциалните инвеститорите са наясно, че мениджърите на една компания не максимизират стойността на компанията, те все пак инвестират? (В български условия е характерно, че инвеститорите, когато нямат доверие в мениджърския екип, не инвестират; пример: “Биовет” – за 2002 г. оборотът с акции на дружеството на БФБ – София АД е около 0.13% от оборота на борсата. За сравнение, оборотът на “Лукойл Нефтохим” е бил приблизително 27% от оборота на борсата за 2002 г.)
9. Защо при положение, че една компания реализира печалба през определен период с тенденция на увеличаване на печалбата, акциите ѝ са подценени от фондовата борса (при положение, че използваме показателят дисконт на една акция – като разлика между чистата стойност на активите на акция и пазарната цена на акция)? На този последен въпрос отговорът е, че компанията е под силното влияние на външната среда. Недоверието към мениджърите по принцип е малко вероятно при положение, че точно този мениджърски екип е увеличил печалбата (най-общо казано, тя е измерител на представянето на компанията). По-точна е концепцията на недоверие, че мениджърите ще успеят да преодолеят външните фактори за фирмата, и по-конкретно систематичния (недиверсифицируем) риск за фирмата – промяна в политиката на правителството (промяна в данъчното облагане, амортизационната политика и др.).

Принос към получаване на отговор на някои от тези въпроси допринася изследване на дивидентната политика на компаниите. Изследването обхваща тримесечията за периода 1988 г. – трето тримесечие на 2002 г. на компаниите, включени в индекса Standard & Poors 500. Анализирани са движението на обявените печалби на акция и изплатен паричен дивидент. (Изследването може да получите от автора на този материал). Накратко, изводът от изследването е, че изплатеният дивидент представлява средно около 49.71 % от обявената печалба на акция. Има само един период, в който изплатеният дивидент е с по-висока стойност от печалбата на акция. Като цяло, дивидентната политика на компаниите от S&P 500 се променя по-плавно в сравнение с реализираните от компаниите печалби на акция. Дори и при евентуален спад на печалбите компаниите са склонни да разпределят дивиденди на акционерите си. Изследването може да се обогати с анализ на разпределяните дивиденди при спад на печалбата на компаниите, когато спадът на печалбите е кратковременен и относително постоянен.

Следващото изложение очертава основните насоки на поведението на мениджърите, структурата на собствеността на фирмата и теорията за представителството. Някои от поставените проблеми ще бъдат предмет на по-задълбочено представяне в бъдеще.

Основният проблем е как поведението (решенията) на мениджърите влияе върху разходите за мониторинг, и как структурата на собствеността на фирмата детерминира разходите за представителство (мониторинг). Т.е. в един по-абстрактен смисъл как поведението на мениджърите влияе върху стойността на фирмата.

I. Бихейвиорални теории. Цел на мениджърите и избор на определени действия.

Според бихейвиоралната теория (разработена от Herbert Simon, Нобелов лауреат за 1978 г. за изследванията си в областта на вземане на решения в организациите и в условията на несигурност) мениджърите не са в състояние да преценят точно кога е постигната целта “максимизиране на печалбата” (в условията на равенство между пределните приходи и пределните разходи на фирмата) и затова си поставя минимално приемливи целеви нива. Проблемът на бихейвиоралните теории е, че създава погрешна представа за гъвкавост на решенията на мениджърите. В действителност понижаването на целевите нива налага разход на фирмата. Този разход е равен не само на разликата между двете нива в парично изражение, но и разход на време, както и разход за пренасочване на действията на мениджърите. От друга

страна, понижаването на целевото ниво повишава вероятността от мониторинг на действията на мениджърите.

При наличие на свободни парични средства, компанията може да изплати дивиденди на собствениците (или да изкупи обратно част от емитираните си акции) и/или да инвестира част от тях за растеж в бъдеще, т.е. мениджмънта на компанията е изправен пред избора да раздаде дивиденди на акционерите (т.е. да повиши възвръщаемостта на акционерите си в настоящия момент) или да инвестира свободните парични средства с несигурен резултат. Инвестирането на свободните парични средства може да доведе до нарастване на стойността на компанията и следователно на инвестициите на акционерите, но може и да доведе до намаляване на стойността на компанията.

II. Разходи за представителство

Представителството възниква, когато един или повече хора (принципал) ангажира друг човек (агент), за да извършва дейност от името на принципала. Тази дейност включва вземане на решения относно представянето на компанията, която е собственост на принципала. Интересен е въпросът дали и до каква степен принципалът може да има доверие в агента и правилността на неговите действия.

Разходите за представителство възникват не само в отношенията между принципал и агент, но и по принцип, когато се извършва съвместна дейност, дори и когато няма ангажиране от принципала (например написване на съвместна разработка). Основният въпрос тук е, защо се започва съвместното начинание и дали то може да се реализира индивидуално или само от единия от участниците. Ако това начинание може да се реализира само от единия участник, но за по-продължително време, тогава участниците са изправени пред въпроса – или да реализират начинанието съвместно за по-кратко време при отчитане на разхода за координиране, или начинанието да бъде реализирано само от единия участник за по-дълъг период от време.

Въпросът за разходите за представителство във фирмата (които се определят от отношенията принципал – агент) възниква, когато има разделение между собственост и управление. Проблемът с разходите за представителност, представен от Дженсън и Меклинг, се различава от традиционно им представяне в икономическата литература. Традиционното представяне на разходите за представителство е свързано с нормативните аспекти на тези разходи, т.е. как да се структурират договорните отношения между принципала и агента, с цел стимулиране на агентите да вземат решения, които биха максимизирали богатството на принципала. Тук трябва да се отбележи, че структурирането на договорните отношения, стимулирането, вземането на решения и максимизирането на богатството на принципала съществуват в условията на несигурност и неперфектен мониторинг на действията на агентите от страна на принципала. В изследването си Дженсън и Меклинг допускат, че и двете страни са разрешили нормативната страна на взаимоотношенията помежду си, т.е. това, което е от значение и за двете страни, е запазване на определеното договорно отношение или неговата динамичност при промяна на условията. Основният проблем за принципала е да състави така договора за представителство, че агентът да има стимул при извършване на действия, които водят до максимизиране на богатството на принципала. В анализа на разходите за представителство трябва да се включи и несигурността – както за принципала, така и за агента. Тази несигурност накратко се изразява в следното²:

1. За принципала съществува несигурност относно информацията, с която агентът разполага. По принцип, агентът разполага с повече информация от принципала;

² Част от описанието на несигурността е заимствана от Padilla, Alexandre; "Property Economics of Agency Problems", Proceedings of the Austrian Scholars Conference 8, Auburn, AL. March 15-16, 2001; <http://www.mises.org/journals/scholar/Padilla3.pdf>

2. Принципалът не е сигурен относно това какъв ще бъде резултата от действията на агента;
3. За агента съществува несигурност относно евентуална промяна в очакванията на принципала;
4. И за двамата съществува риск относно промяната в средата, в която компанията оперира - промяна, която би повлияла върху отношенията между тях;
5. За принципала съществува несигурност относно това, как и до каква степен евентуален неуспех при реализиране на очакванията (целта) на принципала би се отразила на агента.

В действителност, вследствие на проявлението на т.нар. “морален риск” (http://www.easibulgaria.org/docs/bukvar/moral_hazard.doc), решенията на мениджърите не винаги допринасят за постигане на целите на принципала – собственик на компанията.

Конфликтът на интереси между мениджърите и собствениците по принцип възниква, когато мениджърите имат малък дял в компанията и компанията генерира значителен паричен поток. В такива случаи мениджърите не избират проекти с най-висока чиста настояща стойност (NPV), дори и ако тези проекти максимизират стойността на фирмата. Мениджърите избират проекти, които имат по-нисък риск или проекти с по-кратък период на изплащане на инвестицията.

Няколко решения за преодоляване на конфликтите между собствениците и мениджърите на една компания са:

1. Намаляване на *свободния паричен поток* (free cash flow) – обратно изкупуване на акции от страна на компанията или разпределяне на дивиденди за акционерите на компанията намаляват свободния паричен поток. По този начин мениджърите ще разполагат с по-малко парични средства, които биха инвестирали в проекти с висока чиста настояща стойност, които биха увеличили стойността на компанията. Трябва да се отбележи също, че този анализ се усложнява от факта, че разпределените дивиденди подлежат на данъчно облагане в САЩ (според скалата за облагане на доходите), а дългосрочните капиталови печалби подлежат на средна данъчна ставка от 20%.
2. *Издаване на облигации* (емитиране на дълг) – т.е. увеличаване на съотношението между дълга и собствения капитал на компанията. Емисията на дълг води до увеличаване на мониторинга от страна на кредиторите по отношение на резултатите от действията на мениджърите. Изплащането на лихва по дълга намалява свободния паричен поток на компанията.
3. *Обвързване на възнаграждението на мениджърите с печалбата на компанията или с представянето на акциите на фондовата борса.* Това решение по принцип създава проблем с това, че декларирането на печалба (при предварителното обявяване на резултатите на компаниите) става самоцел за мениджърите. (За информация в България практиката да се предоставят предварителни отчети на Държавната комисия за ценни книжа и на Българска фондова борса – София за четвъртото тримесечие бе въведена с едни от последните промени в Закона за публичното предлагане на ценни книжа. Въпросът е доколко промяната ще има положителен резултат, при положение, че компаниите предупредиха, че окончателният им одитиран доклад може да съдържа данни, които значително да се отличават от отчета за последното четиримесечие.)

В значителна степен конфликтът на интереси между мениджърите (които не притежават малък дял в компанията) и собствениците (принципалите) се обуславя от факта, че те имат различни времеви хоризонти. В допълнение към това може да бъде допълнено, че времевите хоризонти на мениджърите и на миноритарните акционери са сходни. Мениджърите предпочитат да предприемат действия, които да повишат възвръщаемостта на миноритарните акционери, чието поведение на капиталовия пазар може да повлияе неблагоприятно (масирани продажби на акции на компанията, например) върху възнаграждението на мениджърите (при положение, че възнаграждението им е обвързано с представянето на акциите на фондовата борса). В този

смисъл, мениджърите, които притежават сравнително малък дял в компанията или не притежават дял, оптимизират краткосрочно между вероятността да останат дълго в компанията и възнаграждението си. От друга страна, за миноритарните акционери не е целесъобразен разхода за мониторинг върху дейността на мениджърите.

III. Структура на собствеността на компанията

Милър и Модилиани доказват, че при липса на разходи за банкрут и данъчни субсидии върху лихвените плащания, стойността на компанията не зависи от капиталовата структура. По-късно, Модилиани и Милър демонстрират, че съществуването на данъчни субсидии за лихвените плащания води до увеличаване на стойността на компанията със сумата на дълговото финансиране. Поради този аргумент, компанията може да бъде изцяло финансирана с дълг. Съществуването на данъчни привилегии за дълговото финансиране не означава непременно, че компанията трябва задължително да търсят максимален процент дълг в капиталовата си структура. Една от причините за това са изискванията, налагани от заемодателите.

Предположението, върху което е основана теоремата на Модилиани и Милър, е, че вероятностното разпределение на паричните потоци на компанията не зависи от капиталовата структура. Дженсън и Меклинг обаче твърдят, че именно съществуването на разходите за представителство доказват, че вероятностното разпределение на паричните потоци на компанията не са независими от капиталовата структура.

За разлика от теоремата на Модилиани и Милер (ММ), която игнорира ролята на предприемача (причината за това е, че според тяхната теория решенията на предприемачите, свързани със съотношението дълг/собствен капитал не оказва влияние върху стойността на фирмата), Дженсън и Меклинг представят зависимостта между дълговата политика на фирмата и нейната стойност. Според тяхната теория, пазарната стойност зависи от поведението на мениджърите спрямо риска (и по-конкретно съотношението риск – доходност, т.е. от инвестиционните и финансовите решения на мениджмънта на компанията).

Анализът на зависимостта между стойността на компанията и дела на мениджърите в компанията се допълва от изследването на Morck (1988)³. Според това изследване, се наблюдава положителна връзка между стойността на компанията при ситуация, в която мениджърите притежават между 0% и 5% и негативна зависимост, когато мениджърите притежават между 5% и 25%. При ситуации, в които мениджърите притежават над 25% от компанията, се наблюдава положителна връзка между стойността на компанията и дела на мениджърите в компанията. Причината за този факт е в различната мотивация на мениджърите, в случаите, когато не притежават дял, притежават малък дял или сравнително голям дял от компанията.

Изследването на Дженсън и Меклинг “Теория на фирмата: поведение на мениджърите, разходи за представителство и структура на собствеността” може да прочете [тук](#).

³ Davis; J.R.; David Hillier; Patrick McColgan; “[Ownership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value](#)”; Department of Accounting and Finance, University of Strathclyde, Glasgow, October 24, 2002