

УСИЛЕНИЕ СТИМУЛИРУЮЩИХ ВОЗДЕЙСТВИЙ ПРИ ПОСТРОЕНИИ ТРУДОВЫХ КОНТРАКТОВ КАК РИСКОВАННАЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ТРАНСПЛАНТАЦИЯ¹

ДЗАГУРОВА НАТАЛИЯ БОРИСОВНА,

*доцент, кандидат экономических наук,
кафедра экономического анализа организаций и рынков,
Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики,
e-mail: ndzagourova@gmail.com*

Обсуждение трудовых контрактов высших менеджеров частных компаний в нашей стране часто сопровождается призывами к созданию такой системы компенсации, которая обеспечивала бы задание материальных стимулов, достаточно сильных для того, чтобы обеспечить некую неоппортунистическую модель их поведения. При этом частыми являются рекомендации по заимствованию западного, особенно американского, опыта построения стимулирующих контрактов, которые зачастую порождают негативные контрактные экстерналии, оказывающиеся не менее опасными, чем сама проблема, решению которой они призваны способствовать. В статье описываются причины и последствия изменения принципов построения контрактов американских высших менеджеров в конце XX века. В ней также обсуждаются факторы, затрудняющие построение эффективных стимулирующих контрактов.

Ключевые слова: моральный риск; множественные цели; стимулирующие контракты; институциональная трансплантация.

High-powered incentives are still often considered in Russia as an undoubtedly efficient tool to overcome moral hazard problem. This point of view remains popular despite the failure of incentive contracts in the motivation system of the US CEO and the recent theoretical advancements which help to explain the reasons for this failure by so called negative contract externalities. The causes and consequences of high-powered motivation system which became widespread in the USA at the end of the twentieth century are described in the paper. It cautions against its thoughtless institutional transplantation totally inspired by the desire to create incentives which are strong enough to prevent the opportunistic behavior and calls attention to the danger to create incentives which are excessively strong.

Keywords: moral hazard; multitasking; incentive contracts; institutional transplantation.

Коды классификатора JEL: D02.

Обсуждение трудовых контрактов высших менеджеров частных компаний в нашей стране часто сопровождается призывами к созданию такой системы компенсации, которая обеспечивала бы задание материальных стимулов, достаточно сильных для того, чтобы

¹ Статья подготовлена в рамках программы фундаментальных исследований ГУ–ВШЭ, проект «Оценка эффектов антимонопольной политики».

обеспечить некую неоппортунистическую модель их поведения. Лозунг «incentivization» становится все более популярным и при формировании компенсаций чиновников, занятых в российских государственных структурах управления. Собственно, это признание целесообразности усиления стимулов, задаваемых агенту,

- непосредственно связано с традиционными теоретическими представлениями о действенности стимулирующих контрактов как инструмента ослабления проблемы «принципал-агент»;
- предполагает копирование американского опыта построения стимулирующих контрактов высших менеджеров (если не по форме выстраиваемых стимулирующих контрактов, то по силе задаваемых стимулов).

Грядущие результаты этого заимствования затруднительно признать многообещающими. Дело не только и не столько в специфике институциональной среды, сколько в том, что применяемые в США схемы компенсации высших менеджеров имеют весьма неоднозначную оценку при их функционировании на «материнской почве» и в силу этого заведомо не могут претендовать на роль «лучших практик», рекомендуемых к институциональной трансплантации.

Действительно, в 80-90-ые годы XX века в США шел процесс активного расширения доли стимулирующих выплат. К их числу относились бонусы и выплаты в соответствии с «долгосрочным мотивационным планом (long-term incentive plan - LTIP)». Но особенную роль играло предоставление CEO опционов на покупку акций по фиксированной цене, соответствующей рыночной стоимости акций на момент предоставления опциона (иногда используются аналогичные по сути, но более простые и дешевые в реализации схемы предоставления менеджерам прироста курсовой стоимости с оговоренных в опционе (cashless exercise programs) или фантомных (т.е. им не принадлежащих) пакетов акций и пр.).

Однако практический опыт применения стимулирующих контрактов в целом и стимулирующих контрактов высших менеджеров, в частности, свидетельствует о значимости так называемых негативных контрактных экстерналий, сопутствующих их применению, которые в ряде случаев оказываются не менее опасными, чем сама проблема, решению которой они призваны способствовать.

Последствия усиления стимулов, задаваемых высшим менеджерам, в полной мере проявили себя уже в самом начале XXI века.

В статье описываются причины и последствия изменения принципов построения контрактов высших менеджеров в США конце XX века, а также обсуждаются факторы, затрудняющие построение эффективных стимулирующих контрактов.

1. СТИМУЛИРУЮЩИЕ КОНТРАКТЫ И НЕГАТИВНЫЕ КОНТРАКТНЫЕ ЭКСТЕРНАЛИИ

Заметное воздействие на теорию контрактов, представляющую собой одно из наиболее динамично развивающихся направлений неинституциональной теории, в последние десятилетия оказал переход от рассмотрения простейшей схемы «принципал–агент», в которой два контрагента взаимодействуют по поводу выполнения некоторой (единственной) задачи, к ее более сложным модификациям, предполагающим множественность как задач, так и взаимодействующих сторон. Соответственно этому различают постановки, в которых присутствует

- множественность задач (multitasking);
- множественность принципалов (common agency);
- множественность агентов (moral hazard in teams).

Этот переход сопровождался переоценкой представлений о роли и последствиях применения стимулирующих контрактов, традиционно рассматривавшихся как основной инструмент преодоления морального риска. Беспокойство по поводу того, что стимулы могут оказаться недостаточно сильными, сменило понимание того, что стимулы могут оказаться избыточными и/или искаженными, в результате чего поведение агента, активно реагирующего на задаваемые ему стимулы, будет разительным отличаться от исходных ожиданий и интенций принципала.

Собственно, именно об этом писал еще в 1975 г. С. Керр в своей уже признанной классической работе «On the folly of rewarding A, while hoping for B». В этой работе он привел множество примеров того, как стимулы, задаваемые в самых разных областях (политика, спорт, медицина и пр.), приводят к результатам, отличным от предполагаемых. С. Керр призывал тщательно анализировать возможные нежелательные последствия использования стимулирующих контрактов - «негативные контрактные экстерналии». Эта статья внесла заметный вклад в теорию мотивации и во многом предвосхитила выводы теории морального риска в условиях множественности целей. В частности, Б. Холмстром и Р. Милгром (*Holmstrom and Milgrom 1991, 24-52*) связали возможную нецелесообразность задания агенту сильных стимулов по отдельным задачам (даже в тех случаях, когда достигаемый результат легко измерим, а агент является весьма восприимчивым к задаваемым стимулам) с множественным характером задач, выполняемых агентом, а именно - объяснили её опасностями отвлечения внимания агентов от выполнения иных задач, оценка выполнения которых может быть сопряжена со значительными трудностями.

Предположив, что принципал поручает агенту выполнение некоторого набора задач, Б. Холмстром и Р. Милгром дополнили

² Типичную для анализа проблем морального риска со скрытым действием.

исходную гипотезу ненаблюдаемости усилий, прилагаемых агентом², предположением о различной степени наблюдаемости **результатов** реализации этих задач. В частности, как пример ими рассматривался крайний случай, когда до принципала доходит лишь искаженный «белым шумом» сигнал о результате выполнения только одной из двух предписанных агенту задач (задачи 2).

Характер взаимосвязи задач с точки зрения принципала детерминируется видом функции его валового выигрыша, аргументами которой являются усилия, прилагаемые агентом по реализации каждой из задач: $V^P(e_1, e_2, \dots, e_N)$. В частности, предполагается (Holmstrom and Milgrom 1991), что, несмотря на отсутствие какой бы то ни было информации об итогах реализации первой задачи, наниматель крайне заинтересован в приложении агентом усилий по её выполнению: $V^P(0, e_2) = 0$ (например, задачи совершенно комплементарны с точки зрения принципала).

Характер взаимосвязи задач с точки зрения агента определяется видом функции издержек $C(e_1, e_2, \dots, e_N)$, характеризующей субъективную денежную оценку усилий агента при реализации им множественных целей. Формальное разграничение задач как замещающих друг друга или же комплементарных по функции издержек агента обуславливалось направлением перекрестных эффектов, т.е. знаком второй смешанной производной функции издержек агента $\frac{\partial^2 C(e)}{\partial e_i \partial e_j}$. Её положительность, т.е. возрастание предельных издержек одного усилия при увеличении усилия по реализации иной задачи, предполагала замещаемость усилий, а отрицательность – их комплементарность. В общем случае, т.е. с учетом возможной недифференцируемости функции речь шла об её супермодулярности или же субмодулярности³.

Учет взаимосвязи, существующей между задачами по функции издержек агента, вынуждает отказаться от рассмотрения стимулирующих воздействий лишь под углом зрения возложения на агента части риска с целью заставить его прилагать дополнительные усилия (сверх минимально возможных). Как совершенно справедливо отметили Холмстром и Мигром, при множественности целей, выполняемых агентом, стимулы, задаваемые принципалом по отдельным видам работ (задачам), влияют не только на общий уровень прилагаемых агентом усилий, но и на их распределение между отдельными задачами. Если задачи являются

³ Супермодулярность (субмодулярность) функции предполагает, что ее приращение при одновременном увеличении аргументов превышает сумму (оказывается меньше суммы) «изолированных» приращений. Рассмотрим функцию издержек агента, аргументами которой являются усилия, прилагаемые агентом по реализации первой второй задачи. Пусть, например, $C(e_1, e_2) = C(4, 10) = 30$ и единичное приращение первого усилия увеличивает общие издержки на 3 единицы, т.е. $C(5, 10) = 33$, в то время как единичное приращение второго усилия увеличивает общие издержки на 2 единицы, т.е.: $C(4, 11) = 32$. Если $C(5, 11) > (30 + 3 + 2) = 35$, то функция $C(e_1, e_2)$ супермодулярна, а если $C(5, 11) < 35$, то субмодулярна).

комплементарными с точки зрения агента, то принципалу достаточно будет задать агенту стимулы по тем из них, которые относятся к категории наиболее легко измеримых. Однако несовпадение характера взаимосвязи задач с точки зрения агента и принципала (в частности, замещаемость задач по функции издержек агента в сочетании с их предполагаемой комплементарностью для принципала⁴), может быть чревато для нанимателя крайне неприятными последствиями.

В частности, в рассмотренной ими модели построение системы оплаты труда исключительно на основании наблюдаемого сигнала о результатах реализации второй задачи повлечет за собой нежелательное для принципала сокращение усилий агента по выполнению первой задачи. Невозможность противодействия этому процессу за счет создания сильных стимулов по первой задаче (ввиду ненаблюдаемости ее результата), предполагает нецелесообразность использования сильных стимулов и при оплате второй задачи, результат выполнения которой легко может быть оценен принципалом.

Альтернативное объяснение нецелесообразности задания агенту сильных стимулов было предложено Дж. Бейкером (*Baker 2002, 728-751*), который акцентировал внимание не на возможной «конкуренции» задач по функции издержек агента, а на так называемой «коррумпируемости» стимулов: даже тесно коррелированные с «истинной» продуктивностью агентов наблюдаемые сигналы могут привести к негативным контрактным экстерналиям, если они начинают использоваться в качестве базы для построения стимулирующих контрактов.

Теория Дж. Бейкера имеет непосредственное отношение к обсуждению того, каким образом складывались события в области наиболее широкого применения стимулирующих контрактов, каковой была и остается оплата труда американских высших менеджеров.

Значительная доля такого рода стимулирующих выплат в общем объеме компенсации часто полагается типичной чертой американской системы корпоративного управления чуть ли не с момента ее формирования в 20-30-х годах XX века, чуть ли не данью традиционному американскому индивидуализму. Но, это мнение, во многом, ошибочно, поскольку на самом деле эти значительные стимулирующие выплаты являются продуктом изменений, которые совсем недавно (а именно, в 80-90-х годах XX века) были внесены в систему вознаграждения высших менеджеров в США, прежде отличавшуюся и более низким уровнем компенсаций и существенно более слабыми стимулирующими воздействиями. (*Halland Liebman 1998*).

⁴ Собственно, внимания заслуживает и диаметрально противоположная ситуация - комплементарность задач с точки зрения агента в сочетании с их замещаемостью для принципала.

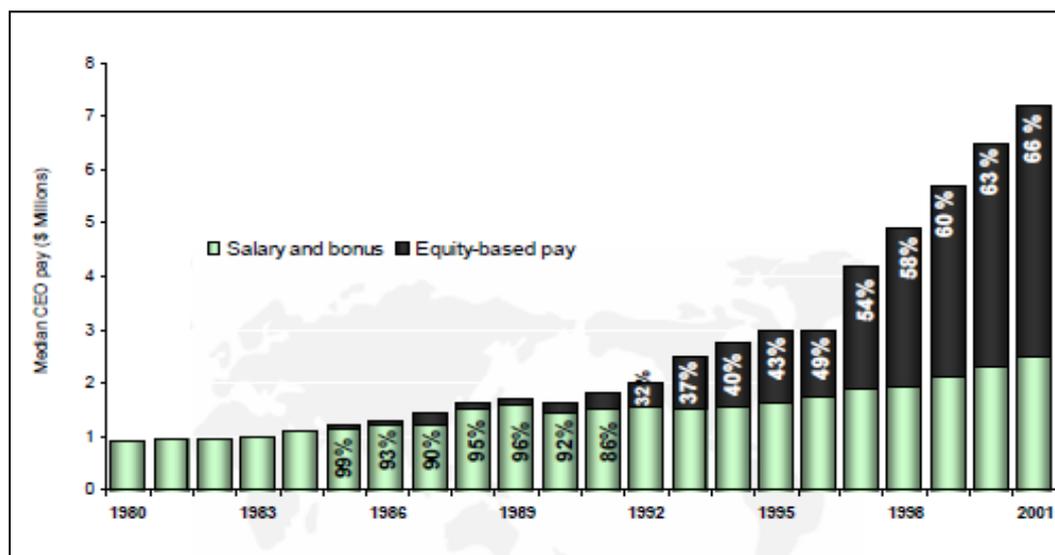


Рис. 1. Изменение медианного значения вознаграждения американских CEO в 1980-2001 гг. (млн. долл.). (нижняя часть столбца – оклад и бонусы, черным выделена часть доходов, получаемая в виде стимулирующих выплат, привязанных к акциям компании (equity-based pay).

Источник: (Hall 2003).

Результаты резкого увеличения доли стимулирующих выплат, которое, как обычно полагается в теории контрактов, должно было способствовать согласованию интересов менеджеров и акционеров и ослаблению остроты проблемы морального риска, оцениваются преимущественно негативно. Например, высказывается мнение, что именно усиление стимулов CEO, начавшееся в США в конце XX в., послужило одной из основных причин массовых злоупотреблений менеджеров, вскрытых во время волны американских корпоративных скандалов начала XXI в. (Enron, Global Crossing, Tyco, Adelphia Communications, WorldCom и др.).

2. АМЕРИКАНСКИЕ КОРПОРАТИВНЫЕ СКАНДАЛЫ НАЧАЛА XXI ВЕКА

Для американских корпоративных скандалов 80-х годов XX века типичными были злоупотребления, вызванные сделками с заинтересованностью⁵. Новая волна американских корпоративных скандалов, датируемая началом XXI века, имела качественное отличие: одной из важнейших форм злоупотреблений высших менеджеров стало искажение истинного состояния дел в компании (завышение прибылей, занижение банковской задолженности и пр.). Однако эти злоупотребления высших менеджеров, выглядящие относительно невинно на фоне прямого и откровенного воровства,

⁵ The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer.

сопутствующего заключению сделок с заинтересованностью, в ряде случаев имели для руководимых ими компаний много более сокрушительные последствия, чем те, которыми потенциально могло бы быть чревато присвоение менеджерами части акционерной собственности.

В период, предшествовавший широкому применению сильных стимулов при построении компенсации высших менеджеров, последние обычно использовали политику создания «запасов на черный день» («rainy day reserves»), при которой часть доходов от особо успешных периодов не оглашалась. Тем самым создавался резерв, позволяющий маскировать краткосрочные спады в доходах, негативно воспринимаемые рынком. К концу 1990-х поведение менеджеров в США кардинально поменялось – они, напротив, стали фиксировать в текущей отчетности доходы будущих периодов, выстраивая своего рода пирамиды.

Масштабы приписок, которые были вскрыты в ходе расследования отдельных корпоративных скандалов не могут не впечатлять: «Enron завысила прибыль более чем на \$1 млрд. и скрывала долги на \$8 млрд. Объем выявленных в 2003 г. нарушений в компании HealthSouth (один из крупнейших операторов больниц в США) составил \$4,6 млрд., Xerox в 2002 г. призналась в приписках на \$6,4 млрд., а Qwest Communications завысила свои доходы в 2000 - 2001 гг. на \$2,5 млрд.» (Оверченко и Сафин 2004). Приписки в финансовой отчетности корпорации Worldcom (крупнейшем в истории США мошенничестве) превысили \$ 11 млрд.

Однако сколь бы впечатляющим ни был масштаб злоупотреблений в отдельных компаниях (будь то американский энергетический гигант Enron или телекоммуникационная компания Worldcom), существенного внимания заслуживает и степень распространенности этих явлений. Косвенным ее индикатором могут служить данные о пересмотрах финансовой отчетности компаний, вызванных допущенными пропусками информации, которую следовало бы включить в отчетность, или ее прямыми искажениями (разумеется, речь при этом не идет о корректировках, вызванных техническими причинами, например, изменениями принципов и стандартов финансовой отчетности и пр.).

Собственно, довольно сложно отделить невольные ошибки от заведомого искажения финансовой отчетности, однако характерной чертой американского корпоративного ландшафта стало постоянно и чрезвычайно быстро растущее число пересмотров финансовой отчетности фирм, которое не может не настораживать, выступая своего рода индикатором неблагополучия. В начале 90-х годов случаи такого пересмотра исчислялись десятками. Но, начиная со второй половины девяностых годов прошлого века, произошел лавинообразный рост случаев пересмотра финансовой отчетности, вызванных как претензиями со стороны внешних аудиторов или

регулирующих органов, так и инициированных самими компаниями (менеджерами или же внутренними аудиторами).

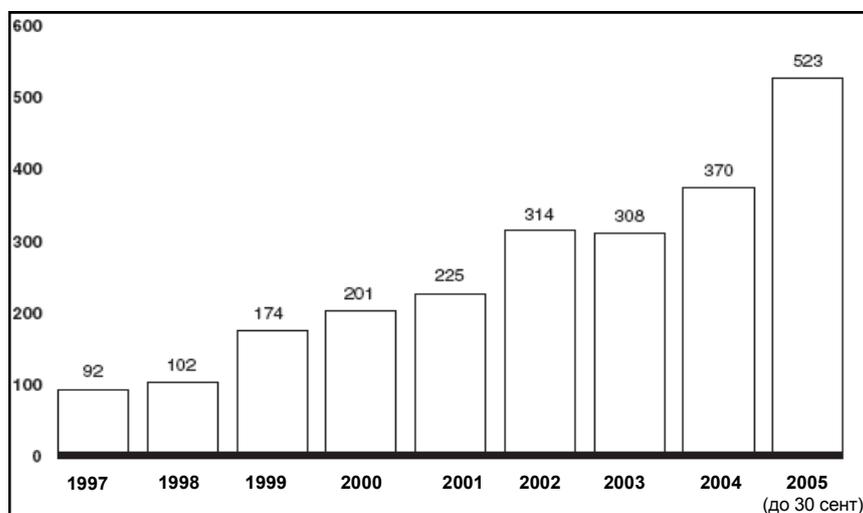


Рис. 2. Общее число объявленных пересмотров финансовой отчетности, 1997-2005 гг.

(данные исследований, проводимых US General Accounting Office - GAO).

Источник: GAO Report on Financial Accounting Restatements. 2007. 12.

3. СТИМУЛИРУЮЩИЕ ВЫПЛАТЫ И ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕЛЕПОЛАГАНИЯ СЕО

Что же стало причиной изменений в поведении высших менеджеров? Почему основные злоупотребления, вскрытые в ходе американских корпоративных скандалов начала XXI века, связаны именно с приукрашиванием реального положения дел в компании, т.е. нацелены, в конечном счете, на прирост курсовой стоимости акций компаний? Этот показатель является значимым для владельцев небольших пакетов акций которые, в подавляющем большинстве, и являются владельцами акций американских компаний. Однако в чем состоит причина того, что во имя достижения этих целей высшие менеджеры готовы рисковать своей репутацией и личной свободой? Кстати, перечень сроков тюремного заключения, полученных основными фигурантами дел компаний Enron и WorldCom, впечатляет не менее, чем размеры потерь, понесенных акционерами.

Одним из наиболее часто приводимых объяснений является указание на сильные финансовые стимулы к повышению курсовой стоимости акций, которые создаются системой вознаграждения, практикуемой в США при оплате высших менеджеров.

До 1980 г. менеджмент корпораций был нацелен не столько на максимизацию благосостояния акционеров, сколько на рост фирмы (или повышение ее стабильности). Иначе говоря, менеджмент выражал интересы фирмы в целом.

Введение стимулирующих выплат способствовало переориентации высших менеджеров на те самые цели, которые являются приоритетными для акционеров, а именно на рост курсовой стоимости. Значительное усиление стимулирующих выплат в 90-х годах создало ситуацию, в которой у менеджеров появилась серьезная заинтересованность в росте курсовой стоимости акций, т.е. в достижении тех же целей, которые являются приоритетными для акционеров американских корпораций. Однако далее в полной мере проявил себя часто обсуждаемый в организационной экономике принцип «вы получаете то, за что платите (you get that you pay for)».

Рост курсовой стоимости акций, действительно, как правило, сопровождает успешное развитие компании, однако в тот момент, когда компенсация, получаемая менеджерами, начинает быть тесно связанной с уровнем курсовой стоимости акций, возникает риск, что его прирост будет обеспечиваться, за счет фальсификации финансовой отчетности.

Вознаграждение Кеннета Лэя (Kenneth Lay), CEO Enron, включало опцион в виде заблокированных акций – он получал собственность на них только через 4 года, что по идее должно было ориентировать его на долгосрочный рост компании, защищая акционеров от краткосрочных манипуляций. Но согласно этому же плану Лэй получал право свободно распоряжаться своими акциями, если рост цен на акции Enron компании более чем на 20% превышал рост индекса S&P 500. Несложно догадаться, каким был темп роста курсовой стоимости акций Enron, обеспеченный г-ном Леєм.

4. ПРИЧИНЫ РАСШИРЕНИЯ СФЕРЫ ПРИМЕНЕНИЯ СТИМУЛИРУЮЩИХ ВЫПЛАТ В КОНЦЕ ХХ ВЕКА В США

Возможно связать резкое увеличение роли стимулирующих выплат в США со смещением акцентов при определении целей функционирования фирм в направлении повышения приоритетности интересов акционеров (о котором писали, в частности, Хансманн и Краакман) (*Hansmann and Kraakman 2000, 449-459*). Предполагалось, что предоставляемые CEO опционы, устанавливающие непосредственную зависимость между курсовой стоимостью акций и объемом вознаграждения, создадут, тем самым, для высших менеджеров «адекватные стимулы для менеджеров, нацеленные на повышение стоимости корпорации» (*Jensen and Murphy 1990, 143*).

Наряду с возросшим акцентом на максимизацию стоимости компании для акционеров (share holder value) расширение роли стимулирующих выплат (по крайней мере, отчасти) может быть обусловлено популярностью подходов, развиваемых в теории контрактов, где стимулирующие контракты рассматривались как эффективное решение проблем оппортунистического поведения управляющих в условиях слабой информированности акционеров (и/

или Совета директоров) о действиях СЕО (моральный риск со скрытыми действиями) или же их неспособности оценить адекватность поведения СЕО реально возникающим ситуациям (моральный риск со скрытой информацией).

Однако наряду с этими факторами, расширяющееся использование опционов в 80-90-ые годы подстегивалось и соображениями совершенно иного, как нельзя более практического характера.

Отчасти повышение удельного роста стимулирующих выплат в общем уровне компенсаций может быть объяснено так называемой концепцией «власти менеджеров» (*managerial power approach*), которая учитывает институциональные особенности взаимодействия между менеджерами и членами Совета Директоров. Наиболее подробным ее изложением является статья Бебчука, Фрайда и Волкера «Власть менеджеров и извлечение ренты при построении компенсации менеджеров» (*Bebchuk, Fried and Walker 2002, 751-846*).

Совет директоров или специализированный комитет по компенсациям, создаваемый при Совете Директоров рассматриваются в этой концепции не как органы, руководствующиеся в своем поведении исключительно интересами акционеров, а как лица, имеющие свои эгоистические интересы.. С одной стороны, несмотря на то, что члены Совета директоров, владеют некоторым пакетом акций данной компании, их собственные потери от роста компенсаций менеджеров можно счесть пренебрежимо малыми. С другой стороны, неговорчивость при обсуждении предстоящего повышения уровней компенсации высших менеджеров может быть чревата для них потерей места в Совете директоров, приносящим значимые доходы при крайней необременительности этой нагрузки.

Даже лишенные возможности непосредственно влиять на процессы назначения и отставки членов Совета директоров, высшие менеджеры все же в состоянии оказывать на них косвенное влияние, проводником которого могут быть иные «дружественные» члены Совета директоров. Более того, формирование у члена Совета Директоров репутации борца с избыточными компенсациями высших менеджеров может сопровождаться потерей реальных или потенциально доступных мест в Советах директоров прочих компаний. В результате, менеджеры получают в торге по поводу уровня своей компенсации значимые преимущества, позволяющие им добиваться значительных уступок от членов Совета директоров, раздираемых конфликтами интересов.

Тем самым, концепция «власти менеджеров» связывает процесс расширения доли стимулирующих выплат со стремлением членов Совета директоров выбрать наиболее приемлемую форму оформления уступок, которые они делают менеджерам, «закамуфлировав» при этом суть происходящего. Сделать это много легче, если речь идет не о повышении фиксированной части оклада высших менеджеров, а о

введении различного рода стимулирующих выплат, которые имеют много большее моральное оправдание, поскольку зависят от достижения результатов, выгодных акционерам (подобно достигнутому росту курсовой стоимости акций компании).

Наряду с большей легкостью получения согласия на введение стимулирующих выплат по сравнению с повышением фиксированных окладов высших менеджеров, по мнению Брайана Холла и Кевина Мерфи (*Hall and Murphy 2003, 49-70*), значимую роль, сыграли

1)налоговые льготы;

2)возможности, которые выдача опционов предоставляла в области занижения бухгалтерских издержек компаний.

Во-первых, «в соответствии с налоговыми нормами США выдача опциона не создает повода для взимания налога с обеих этих сторон. То, что происходит позднее, зависит от того, принадлежат ли эти опционы к категории (Incentive Stock Options (ISO). В случае ISO (qualified option) – получатель опциона не платит ничего в момент исполнения опциона и вынужден платить налог на прирост капитала (capital gains tax) только в случае последующей продажи этих акций, но компания, предоставившая опцион, не может списать эту сумму с величины своих расходов. В противном случае (non-qualified option) разница между рыночной ценой и ценой исполнения образуют налогооблагаемый доход для получателя опциона, но дают возможность на ту же сумму сократить расходы компании. Последнее в сочетании с ограничениями, обычно сопровождающими выдачу ISO имеет своим следствием то, что, как правило, подавляющее большинство опционов, выдаваемых сотрудникам компании принадлежат к категории «non-qualified»» (*Hall and Murphy 2003, 49-70*).

Дополнительным фактором, способствующим расширению практики стимулирующих выплат стало предпринятое в 1994 году изменение налогового режима: введенный запрет на причисление к издержкам компании вознаграждения менеджеров, превышающего \$1 млн. (что означало выплату этих сумм из прибыли) не касался выплат стимулирующего характера, включая выплаты по исполненным опционам (например, выплату разницы между оговоренной и рыночной ценой фантомного пакета акций).

Во-вторых, «поскольку корпорации в США по-разному учитывают одни и те же доходы и расходы, в зависимости от того, идет ли речь о налоговом или бухгалтерском учете, опционы были особенно выгодны в свете того, что правила GAAP US допускали неучет выданных опционов в издержках компаний как в момент их выдачи, так и в момент их исполнения. В 1995 году компаниям было рекомендовано учитывать опционы в составе своих издержек по справедливой рыночной цене («fair market value»), используя методику оценки Black-Scholes или сходную с ней. Но это не было обязательным требованием, и компании могли ограничиться простым

раскрытием размеров выданных опционов в приложениях к финансовой отчетности без учета этих сумм в своих издержках. Только очень немногие компании последовали (этим) рекомендациям до конца 2002 года. И лишь после череды корпоративных скандалов в 2003 году начался массовый добровольный переход к учету выданных опционов в составе издержек компаний» (*Hall and Murphy 2003, 49-70*).

Нормы, не предполагавшие учет выданных опционов в числе издержек компании, делали опционы выгодными высшим менеджерам не только, поскольку они сами являлись их получателями, но и потому, что их использование позволяло завышать фактический уровень получаемой прибыли.

Этот мотив был не менее значимым для распространения стимулирующих выплат, чем рассматриваемое в теории контрактов противодействие оппортунистическим устремлениям агента. Подтверждением его значимости может служить распространенность опционов не только как элемента вознаграждения высшего менеджмента, где она могла бы, по крайней мере, иметь некое теоретическое оправдание, но и опционов, использовавшихся как элемент оплаты сотрудников компаний, не входящих в группу 6 высших менеджеров. Характерно, что на их долю приходилось более 90% выдаваемых опционов (серая часть гистограммы на рис. 2, где приводится информация о стоимости опционов на момент их выдачи сотрудникам компаний, входящих в индекс S&P 500 (т.е. пятисот крупнейших корпораций США) в период с 1992 г. по 2002 г. Данные о стоимости выданных опционов отражены с учетом инфляции 2002 года в долларах. Они взяты из базы S&P ExecuComp. Из данных исключены компании, не предоставлявшие опционы хотя бы одному из пятерых наиболее высокооплачиваемых менеджеров.

Разумеется, в третью категорию получателей опционов («прочие сотрудники компании») в первую очередь входили менеджеры, занимавшие достаточно крупные посты, но, тем не менее, масштабы этого явления довольно значительны. В соответствии с данными Национального центра по собственности работников (National Center on Employee Ownership - NCEO), от 7 до 10 млн служащих американских компаний в 2000 году имели опционы (по сравнению с только 1 млн. – в 1992 году).

По оценкам компании Merrill Lynch, «если бы административные опционы расценивались бы как расходы, то совокупная прибыль компаний, входящих в индекс S&P 500, была бы ниже объявленной ими на 8 % в 2000 г., на 21% в 2001 г. и на 10 % - в 2002 г. ... Ситуация в технологическом секторе выглядит еще более печально: при включении стоимости опционов объявленная прибыль технологических компаний из S&P 500 сократилась бы на 39 % в 2001 году и на 71(!) % в 2002 году» (*Антонец 2002, 28-29*).

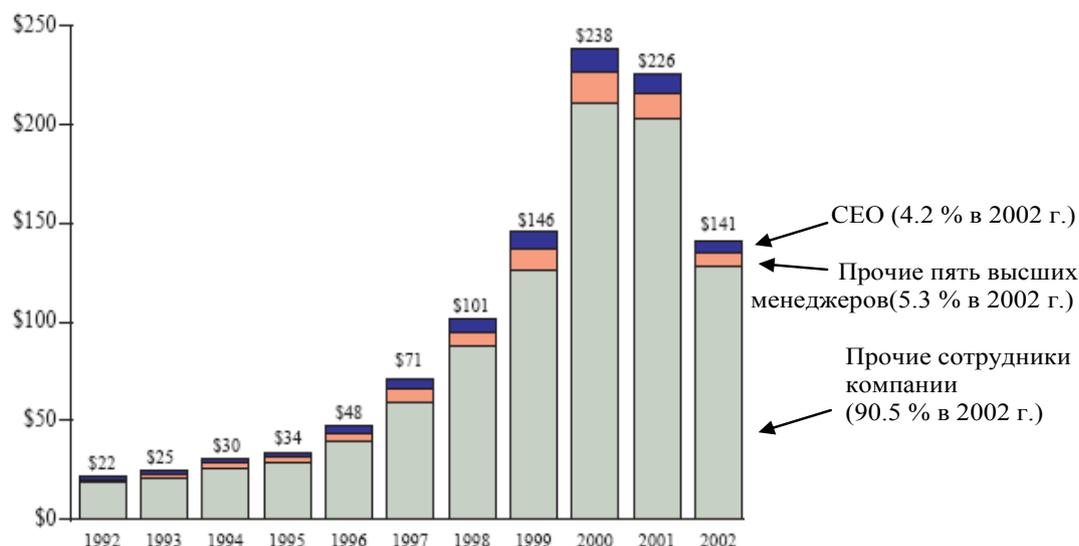


Рис. 3. Средний размер выпущенных компаниями, входящими в индекс S&P 500, опционов в млн. долларов (с разбивкой на опционы СЕО, пятерых наиболее высокооплачиваемых менеджеров и опционы, полученные прочими сотрудниками компаний) за период с 1992-2002 г.г.

Источник: (Hall and Murphy 2003).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Распространение стимулирующих выплат высших менеджеров в США, столь стремительно нараставшее в конце XX века, имеет сложные и многообразные объяснения, не сводимые к простому указанию на их высокую эффективность в преодолении проблемы морального риска. Оно явилось результатом сочетания целого ряда факторов: популярности теоретических представлений о приоритетности интересов акционеров и целесообразности согласования с ними интересов высших менеджеров, рентоориентированного поведения последних, получивших в лице опционов удобный инструмент для повышения уровня своих доходов, и пр.

Негативные контрактные экстерналии, сопряженные со стимулирующими контрактами высших менеджеров, уже в самом начале XX века активно проявили себя в череде американских корпоративных скандалов, явственно продемонстрировавших опасность увлечения сильными стимулами. Все это должно являться серьезным предостережением для тех, кто призывает к трансплантации этих институтов на российскую почву. Как свидетельствует американский опыт, выпустив этого джинна из бутылки, его практически невозможно загнать обратно. Ни шок от корпоративных скандалов, ни особые условия, созданные экономическим кризисом не привели к значимому сокращению силы

применяемых стимулов. Негативные контрактные экстерналии, сопряженные с применением стимулирующих воздействий, имеют вполне внятные теоретические объяснения, которые (наряду с негативными итогами практического применения последних) делают крайне резонными отказ от распространенного, но крайне опасного представления о том, что «хороший стимул – это сильный стимул».

ЛИТЕРАТУРА

Антонец О. (2002). Скандал в корпоративном семействе Директор info. 28-29.

Дзагурова Н.Б. (2006). Контрактный дизайн в условиях множественности задач, выполняемых агентом // *Экономическая школа. Аналитическое приложение*. № 3. (http://economicus.ru/ise/Pdf_Z3/z3_art2_p51-90.pdf).

Оверченко М. и Сафин А. (2004). «Нарисованные» \$74,4 млрд. WorldCom подвела итог махинаций своих руководителей «Ведомости». 15 марта.

Baker, G. (2002). Distortion and Risk in Optimal Incentive Contracts // *Journal of Human Resources*. Vol. 37. Issue 4. 728-751.

Bebchuk, L. and Grinstein Y. (2005). The Growth of Executive Pay // *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 21(2). Vol. 21. Issue 2. 283-303.

Bebchuk, L., Fried J.M. and Walker, D.I. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation // *University of Chicago Law Review*. Vol. 69. 751-846.

Block, S. «Stock options vs. restricted shares: A case of risk vs. reward».

Coffee Jr., J.C. (2005). A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ // *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 21. Issue 2. 198-211.

Hall, B.J. (2003). Six Challenges in Designing Equity-Based Pay // *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 15. Issue 3. 21-23.

Hall, B.J. and Liebman, J.B. (1998). Are CEOs Really Paid Like Burecrats? // *The Quaterly Journal of Economics*. Vol. 113. Issue. 3. 653-691.

Hall, B.J. and Murphy, K.J. (2003). The Trouble With Stock Options // *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 17. Issue 3. 49-70.

Hansmann, H.R. (2000). The End Of History For Corporate Law // *Georgetown Law Journal*. Vol. 89. 449-459.

Holmstrom, B. and Milgrom, P. (1991). Multitask Principal- agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design // *Journal of Law Economics and Organization*. Special issue. 24-52.

Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990). CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How // *Harvard Business Review*. (May/June). 138-153.

Kaplan, S.N. (1997). The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now // *Journal of Private Equity*. 7-14

Kerr, S. (1975). On the Folly of Rewarding A, While Hoping for B // *Academy of Management Executive*. Vol. 9. Issue 1. 7-14.