

Глава 10

КАДРОВАЯ ПОЛИТИКА И УПРАВЛЕНИЕ ЧЕЛОВЕЧЕСКИМИ РЕСУРСАМИ

...Подход [классической экономической теории] к трудовым контрактам и управлению рабочей силой отличается весьма высокой степенью абстрагирования — настолько высокой, что практически оставляются без внимания очевиднейшие эмпирические наблюдения за ситуацией в реальном мире.

Герберт Саймон

В высокоразвитых экономиках заработки наемных работников, как правило, составляют примерно две трети национального дохода. В сфере услуг, доля которой в экономической деятельности возрастает, этот показатель находится на еще более высоком уровне. В то же время доля непосредственных расходов на рабочую силу в общих издержках современных фирм в обрабатывающей промышленности ниже, чем она была в прошлом. Тем не менее усилия, квалификация, знание, творчество и преданность работников имеют сегодня для промышленных фирм, возможно, даже более существенное по сравнению с прошлым значение. К числу наиболее важных задач, стоящих перед менеджерами фирм, относятся разработка и осуществление эффективных политик привлечения и сохранения хороших работников, оказание им помощи в реализации своего потенциала, обеспечение их информацией, стимулирование и вознаграждение. Эти политики управления *человеческими ресурсами* и способы их реализации оказывают огромное влияние и на успехи организации, и на качество жизни ее членов.

Наш подход к вопросам управления человеческими ресурсами и оплаты труда тот же, что и на всем протяжении этой книги. Мы предполагаем, что поведение людей имеет рациональный и в значительной мере эгоистический характер, что люди ищут эффективные варианты решения стоящих перед ними проблем, что существующие институты и процедуры анализируются исходя из концепции эффективности, а также мы ищем идентифицируемые транзакционные издержки, которые считаем причиной отклонений от эффективности. Для значительной части анализа принимается еще одно упрощающее допущение — отсутствие эффекта богатства, что позволит применять принцип максимизации стоимости.

Этот чисто экономический подход в применении к проблемам человеческих ресурсов может показаться далеко не полным. В конце концов в данном случае речь идет о людях и их взаимоотношениях. Люди получают удовлетворение от работы и от ее успешного завершения. Зачастую они оценивают друг друга с точки зрения выполняемой ими работы, отождествляют себя

со своими работодателями, и успехи на рабочем месте становятся критерием самооценки. Отношения между людьми, работающими сообща, имеют не только экономический, но и социальный характер. С учетом этого изображение их отношений как основанных на хладнокровных экономических расчетах может показаться злобной карикатурой, и использование такого подхода может серьезно исказить реальную картину трудовых отношений и привести к выработке неверных политик.

Все эти возражения могут быть правильными, но, как мы убедимся и в этой, и в последующих главах, экономический подход весьма полезен: он помогает сформулировать вопросы, понять природу явлений и внести строгость в наш анализ.

КЛАССИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ, ЗАНЯТОСТИ И ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА

Исследование рынков труда, занятости и заработной платы является важнейшим элементом стандартной неоклассической экономической теории. Хотя она сталкивается с серьезными трудностями при объяснении множества случаев из реальной практики, все же стоит уделить внимание некоторым из основных ее положений.

Заработные платы и уровни занятости

В рамках классического экономического анализа уровни занятости и заработной платы в любой момент определяются балансом спроса и предложения. В этой модели фирмы не имеют возможности самостоятельно определять ставки заработной платы своих работников. Вместо этого они принимают те ставки заработной платы различных категорий работников, которые заданы конъюнктурой рынка, и решают, какое количество работников каждой категории следует нанять. Как показано на рис. 10.1, оптимальная стратегия фирмы заключается в том, чтобы нанимать дополнительных работников любой категории до тех пор, пока предельная выручка от предельного продукта последнего работника — прирост дохода фирмы, который обеспе-

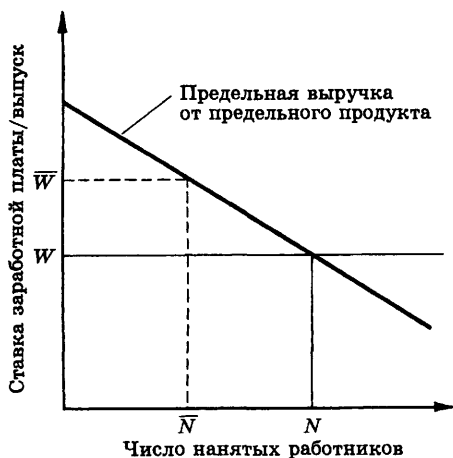


Рис. 10.1. Предельная выручка фирмы и наем работников. В классической экономической модели фирма нанимает работников до тех пор, пока выплачиваемая последнему работнику заработная плата не станет равной предельной выручке от предельного продукта данного работника. Более низкие заработные платы побуждают фирмы нанимать больше работников.

чивается в результате найма этого работника, — не окажется в точности равным ставке заработной платы. До тех пор пока этот уровень занятости не достигнут, доходы от найма дополнительных работников превышают соответствующие издержки, и это делает оправданным увеличение числа работников.

Совокупность решений о найме, принимаемых всеми покупателями рабочей силы, определяет кривую спроса на труд каждого вида. Решения работников, выбирающих, искать ли им работу при текущих рыночных ставках или же вместо этого пойти учиться, остаться дома воспитывать детей, отправиться в путешествия, открыть собственное дело и т. д., определяют кривую предложения рабочей силы. Рыночные ставки заработной платы для каждой категории работников определяются обычным образом — взаимодействием спроса и предложения.

В мире, описываемом этой моделью, работники отличаются высокой мобильностью, они остаются у работодателя только в том случае, если он предлагает им наиболее предпочтительную комбинацию заработной платы, режима и местонахождения работы и т. д.; в противном случае они переходят туда, где их квалификация и усилия оцениваются выше, и могут совершать такие переходы каждый день. Фирмы часто увеличивают и уменьшают уровень занятости — по мере того как сдвиги в спросе на их продукцию меняют предельную выручку от предельного продукта работников. Ставки заработной платы и уровень общей занятости также колеблются в соответствии с изменениями рыночной конъюнктуры, и оба показателя непрерывно изменяются таким образом, чтобы предельная выручка от предельного продукта работника каждой категории оставалась всегда равной ставке заработной платы работника данной категории.

Человеческий капитал

Производительность труда работников зависит не только от их приращенных силы, ловкости, интеллекта, количества и качества используемого ими физического капитала, но и от их *человеческого капитала*. Под человеческим капиталом подразумеваются те знания и навыки индивида, которые увеличивают его возможности осуществлять деятельность, имеющую экономическую ценность. Примерами человеческого капитала могут служить умение соорудить лестницу, которым обладает плотник; связи и знание о работе правительственных учреждений, которыми обладает лоббист. Чаще всего человеческий капитал приобретает благодаря опыту работы или путем учебы у других людей, уже обладающих необходимыми навыками. Именно этот фактор, обуславливающий различие между неквалифицированной рабочей силой и квалифицированным специалистом, в решающей степени определяет производительность труда.

Будет полезным провести различие между *специфическим для данной фирмы* и *универсальным* (или *неспецифическим*) человеческим капиталом. К первой категории относятся навыки и знания, имеющие ценность только при работе в данной конкретной фирме, ко второй — те навыки и знания, которые повышают производительность труда данного индивида при работе у любого из нескольких работодателей. Образцом специфического человеческого капитала может служить знание слабых мест оборудования конкретной фирмы или ее системы бухгалтерского учета, особой терминологии и процедур принятия решений, используемых в данной фирме, или потребностей

клиентов фирмы. Примерами универсального человеческого капитала является умение работать с определенным типом оборудования или вести бухгалтерскую документацию, знакомство с общеделовой терминологией и процедуры и общие навыки работы в сфере сбыта и маркетинга.

В условиях рынка труда без специфического человеческого капитала ни одна фирма никогда не стала бы осуществлять инвестиции в подготовку работников, обеспечивающие улучшение их универсального человеческого капитала. Такая подготовка привела бы только к повышению определяемых рынком ставок заработной платы работников, что отразило бы возросшую производительность их труда и их большую ценность для других работодателей. Инвестиции, осуществленные фирмой, не принесли бы ей никакой отдачи. Для работников же, напротив, имелся бы смысл увеличивать свой универсальный человеческий капитал — это повышает производительность их труда, их ценность для множества потенциальных работодателей и в конечном счете увеличивает их заработки. Таким образом, сельскохозяйственный рабочий может осваивать в процессе работы более эффективные способы сбора фруктов, но при этом не может рассчитывать на всестороннюю подготовку за счет фермера. Аналогичным образом молодой менеджер мог бы по вечерам готовиться к получению степени магистра делового администрирования, но его нынешний работодатель едва ли стал бы помогать оплачивать учебу.

Работодатель может счесть оправданными инвестиции в специфический человеческий капитал работников, т. е. в те знания и навыки, которые имеют ценность только в данной конкретной фирме. Рынок не требует доплачивать работникам за овладение этими навыками, поскольку они не увеличивают ценности этих работников для других работодателей. Для самих работников осуществление таких инвестиций не имеет особого смысла, однако если они не будут работать в фирме длительное время, то и фирма получит лишь небольшую часть потенциальных выгод от данных инвестиций. Например, временный сельскохозяйственный рабочий не имеет особых причин изучать специфику полей или техники одного из своих нанимателей-фермеров, а фермер не извлечет особой выгоды для себя, если познакомит работника с этой спецификой. В условиях высокой мобильности работников объемы инвестиций в специфический человеческий капитал имеют тенденцию быть очень низкими.

Дефекты классической модели

Некоторые рынки труда, по-видимому, функционируют в значительной мере именно так, как это описывает классическая модель. Примером может служить рынок временных сельскохозяйственных рабочих, переходящих от одного работодателя к другому, когда наступают сроки сева или уборки различных сельскохозяйственных культур. Однако для многих других профессий — в особенности тех, где требуется высокий уровень подготовки работника, — реальные рынки, по-видимому, функционируют с весьма значительными отклонениями от этой модели. Уровни заработной платы колеблются гораздо в меньшей степени, чем предсказывает классическая модель; в частности, снижение заработной платы представляет собой достаточно редкое явление. Фактическая текучесть кадров и мобильность работников меньше предсказанных моделью: средний работник демонстрирует высокую мобиль-

ность лишь в начале своей карьеры, после чего зачастую следует многолетняя работа у одного и того же работодателя. Фирмы не меняют численность работников так часто, как позволяет предположить классическая теория, и зачастую с энтузиазмом финансируют программы повышения квалификации работников, увеличивающие их человеческий капитал, как универсальный, так и специфический. Со своей стороны работники осуществляют инвестиции в приобретение навыков и знаний, которые имеют ценность только в той фирме, где они трудятся в данный момент, и при этом рассчитывают на вознаграждение. Проще говоря, элементарная классическая модель малопригодна для описания отношений занятости, существующих в высокоразвитой экономике.

ТРУДОВЫЕ КОНТРАКТЫ И ТРУДОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ

Чтобы понять некоторые характерные особенности реальных рынков труда и политик управления персоналом, полезно вначале рассмотреть саму природу отношений между работодателем и наемным работником.

Наем как отношение

Вывод, согласно которому заработная плата в каждый момент времени равна предельной производительности, основан на представлении о том, что труд покупается и продается на рынках наличного товара, где за определенную величину заработной платы приобретается определенное, поддающееся наблюдению количество конкретной, четко определенной работы, которая должна быть проделана в заданном месте, в заданное время и при заданных условиях. Такие рынки действительно существуют. Однако подавляющее большинство сделок, предусматривающих оказание трудовых услуг, осуществляется посредством заключения сложных контрактов, охватывающих длительные, зачастую неопределенные периоды времени. Эти контракты часто не увязывают оплату труда с его производительностью. Они не являются полными, содержат подразумеваемые составляющие и предоставляют работодателю значительные полномочия. В большинстве случаев наем представляет собой не простую, одномоментную рыночную сделку между покупателем и продавцом, а сложное долговременное *отношение* между работодателем и работником. В этом разделе мы постараемся понять некоторые причины и последствия таких отношений.

Трудовые контракты

Типичный трудовой контракт имеет достаточно неопределенный характер. Наемные работники соглашаются относительно того, что в пределах, которые редко бывают до конца определены и которые лишь частично осознаны сторонами, они будут использовать свои мозги и мускулы для выполнения задач, возложенных на них нанимателем, причем работники, возможно, будут использовать те методы, которые он для них установит. Работодатель соглашается оплачивать труд работников. Диапазон действий, которые могут быть выполнены работниками по просьбе или по требованию работодателя, определяется недостаточно четко. Контракт не дает точного определения бу-

дущих вознаграждений работников и даже критериев, на основании которых будут определяться размеры вознаграждений. Не установлены механизмы, используемые для разрешения конфликтов, а также санкции за большинство возможных нарушений контракта. Тем не менее эти контракты относятся к числу наиболее важных контрактов, заключаемых нами на протяжении нашей жизни.

Контракты, заключаемые профсоюзами с работодателями, отличаются большей определенностью во всех перечисленных выше аспектах, однако в некоторых странах, включая США, профсоюзы объединяют лишь часть работающих по найму. Это обстоятельство еще более усиливает интерес к вопросам о том, почему большинство трудовых контрактов оказываются неполными, в значительной мере имплицитными и почему они предоставляют работодателям столь широкие полномочия.

Неполнота и имплицитность трудовых контрактов и другие их особенности обуславливаются невозможностью полных контрактных отношений. Факторы, определяющие эту невозможность, рассматривались в предыдущих главах. Коротко напомним о них: трудности предвидения всех событий, которые могут иметь место в течение срока действия контракта и соответствующих мер, принимаемых в связи с этими событиями; трудности однозначного описания этих событий и действий даже в том случае, если бы их можно было предвидеть; издержки, связанные с переговорами относительно четко определенных, приемлемых для сторон соглашений даже тогда, когда их описание было бы возможно. Профсоюзы, заключая свои соглашения с работодателями, пытаются определять их условия более полно и четко. Эти соглашения печально известны высокими издержкам их достижения, а их жесткие условия часто отмечаются как источник неэффективности. В противоположность этому обычные трудовые контракты в гораздо в большей мере представляют собой *отношенческие контракты*: они устанавливают рамки отношений, определяют в общей форме условия и цели и описывают некоторые механизмы выработки решений в случае наступления непредвиденных событий.

Власть в трудовых отношениях. Механизм принятия решений, предусматриваемый трудовым контрактом, состоит, в сущности, в том, что хозяин может приказать работнику сделать все что угодно, за исключением тех действий, которые недвусмысленно запрещены условиями контракта или законодательством. Если исключить из рассмотрения забастовки и формализованные процедуры разрешения трудовых конфликтов, то единственной реальной ответной мерой, к которой может прибегнуть недовольный работник, является уход с данной работы; как правило, работник может свободно уволиться в любой момент. В то же время — по крайней мере в США и во многих других индустриальных странах — работодатель, по существу, имеет полное право уволить работника, когда пожелает сделать это: отношения найма являются добровольными.

Обычное марксистское объяснение такого характера трудовых отношений заключается в том, что во время переговорного процесса все преимущества находятся на стороне работодателя и складывающиеся контрактные отношения попросту отражают такое распределение сил, при котором максимизируется выгода работодателя за счет эксплуатации слабости работника. Однако многие детали трудового контракта могут быть лучше поняты, если рассматривать их как попытки увеличить общую стоимость отношений.

Во-первых, при любых обстоятельствах эффективным решением зачастую оказывается недвусмысленное предоставление права принятия конечных решений одной стороне. В противном случае при возникновении любой ситуации, не оговоренной напрямую в контракте, будут иметь место издержки переговорного процесса. Эти издержки, принимающие форму задержки выработки соглашения или невозможности его достижения, могут оказаться фатальными для успеха организации. Представьте себе, что произойдет, если работодатель и работник должны будут заново договариваться друг с другом всякий раз, когда поступает новый заказ, задерживаются поставки или ломается какая-либо машина. Если предоставление всех полномочий одной стороне связано со слишком сильной угрозой опасного оппортунизма при некоторых обстоятельствах, тогда эффективный контракт обеспечит наличие альтернативных процедур регулирования, либо иных процессов выработки решений с участием большего числа сторон, либо ограничений круга вариантов, доступных для стороны, принимающей решение. Однако в большинстве случаев эффективное решение заключается в передаче всех полномочий одной-единственной стороне: кто-то должен быть начальником.

Отметим, что этот аргумент применим даже тогда, когда работодатель имеет дело с единственным работником. В тех случаях, когда задействуется множество работников, чьи действия должны быть скоординированы, выявляется второе преимущество принятия решений одним лицом. Даже если на практике для координации действий работников не требуется начальник — план действий может быть выработан самими работниками — для достижения желаемой координации полезно иметь человека, обладающего правом определять и осуществлять план действий в случаях, когда работники не могут договориться друг с другом, и несущего ответственность за успех этого плана.

Во-вторых, часто желательным является такое положение, когда одна и та же сторона обладает правом принятия конечных решений во всех ситуациях, не оговоренных явно в контракте. В противном случае становится необходимым давать достаточно точные описания ситуаций с тем, чтобы определить, кто и в каких случаях имеет такое право. Не исключена возможность, что ситуации могут быть описаны с соответствующей степенью точности, хотя контракт тем не менее не будет указывать, какие действия должны быть приняты в этих ситуациях. Действительно, такую форму, по сути дела, имеют законы о банкротстве: в любой ситуации, когда имеет место банкротство, право принятия окончательных решений переходит к назначенному судебными органами управляющему. Тем не менее есть преимущества в том, когда правом принимать окончательные решения в любой момент обладает единственное лицо.

Третий вопрос заключается в следующем: кто должен иметь власть и принимать окончательное решение? Существуют две точки зрения на эту проблему, каждая из которых связана с определенной теорией природы фирмы.

Фирма как совокупность контрактов. Одна из этих теорий рассматривает фирму как юридическую условность: фирма — это заключающее контракты юридическое лицо, назначение которого — уменьшить число двусторонних контрактов, необходимых для координации деятельности людей. Фактическая работа и решения осуществляются отдельными людьми, которые полагаются друг на друга. Однако система, при которой каждая пара работников имела

бы собственный контракт и отдельные контракты заключались бы между каждым работником, поставщиком и потребителем, была бы слишком дорогостоящей и расточительной. Вместо этого каждая из данных сторон заключает единственный контракт с условным юридическим лицом, каким является фирма, что обеспечивает экономию расходов на сбор информации и заключение контрактов. Если для достижения потенциальных выгод необходимо скоординировать действия N различных индивидов, то для установления непосредственных связей между всеми сторонами понадобится заключить $N(N-1)/2$ отдельных двусторонних контрактов. При создании фирмы оказывается необходимым заключить всего лишь N контрактов — по одному контракту между каждым индивидом и фирмой. Разница в числе необходимых контрактов весьма стремительно возрастает по мере увеличения N . При $N = 5$ эта разница составляет $10 - 5 = 5$, при $N = 50$ разница равна 1175, а при $N = 500$ она достигает 124 250. При наличии несовершенных и неполных контрактных отношений и высоких издержек коммуникации предоставление права принятия решений в возникающих непредвиденных ситуациях представителю фирмы дает преимущество в координации, поскольку фирма является единственной стороной, участвующей во всех контрактах.

При этом остается открытым вопрос: кто должен назначить этого начальника? Приведенные в главе 9 аргументы относительно эффективного распределения прав собственности позволяют предположить, что во многих случаях целесообразно предоставлять право принятия окончательных решений собственникам капитала (или их исполнителю). Однако какой капитал при этом имеется в виду? Решения, принимаемые в рамках трудового контракта, будут отражаться на стоимости как человеческого, так и физического капитала, используемого в фирме. Если большому риску подвергается человеческий капитал работников фирмы, то эффективное решение заключается в том, чтобы наделить их правом принятия окончательных решений. Именно это эффективно осуществляется во многих организациях, где интенсивно используется человеческий капитал. Например, университетские профессора обладают правом принятия окончательных решений в своих учреждениях, а многие бухгалтерские, консультационные, архитектурные и медицинские фирмы организованы в форме товариществ, и соответственно право принятия окончательных решений в них принадлежит владельцам человеческого капитала. Однако в большинстве случаев трудовых отношений большую часть риска — что можно доказать — несут собственники физического капитала, и тогда эффективно наделить их правом принятия окончательных решений.

Фирма как носитель репутации. Вторая дополняющая первую теория рассматривает фирму как носителя репутации. Важнейшей потенциальной мотивацией для честного отношения к другим сторонам служит желание создать и поддержать хорошую репутацию, которая будет способствовать успешному ведению дел. Как было показано в главе 8, ценность хорошей репутации возрастает с ростом числа возможностей ее использования. Таким образом, если у одной из сторон соответствующий временной горизонт больше, чем у другой, то эта первая сторона, получив властные полномочия, будет в большей степени заинтересована в создании и поддержании репутации добросовестного партнера. Отсюда следует, что право принятия окончательных решений должно принадлежать тому участнику отношений, который имеет более продолжительный временной горизонт.

Как правило, фирма может продолжать свою деятельность в течение длительного времени, после ухода со сцены всех ее основателей. Так, «Hudson's Bay Company» существует уже более 300 лет. Поэтому представляется разумным говорить, что репутация принадлежит не столько отдельным лицам, сколько фирмам. Существуют справочники, перечисляющие фирмы, работа в которых считается престижной. Фирмы также обладают репутациями производителей качественной или некачественной продукции, а оценки кредитоспособности отдельных фирм частично основаны на их прошлых финансовых показателях. В результате фирма, срок существования которой потенциально безграничен, должна быть в значительно большей степени заинтересована в создании и поддержании хорошей репутации, чем любая смертная личность. Эта заинтересованность должна усиливаться тем обстоятельством, что в любой отдельно взятый период фирма совершает большее число деловых операций, чем большинство физических лиц. Добросовестная фирма приобретает хорошую репутацию, обеспечивающую ей приток рента; недобросовестная приобретает плохую репутацию, и ее стоимость уменьшается.

Разумеется, фирма как таковая не совершает тех действий, которые приводят к формированию репутации, а также не использует те ренты, которые приносит хорошая репутация. От имени фирмы действуют отдельные люди, и они же оценивают образующиеся ренты. Таким образом, мы вновь сталкиваемся с достойными сожаления малыми временными горизонтами, в пределах которых действуют отдельные смертные индивиды. Однако, если люди, способные повлиять на репутацию фирмы, будут иметь возможность продать свои права на получение ренты, приносимой хорошей репутацией фирмы, у них появится стимул для заботы о ее незапятнанной репутации. Это относится и к тем, кто непосредственно влияет на репутацию фирмы своими действиями, и к тем, кто оказывает на нее косвенное влияние путем стимулирования людей, действующих от имени фирмы. Следовательно, как право принятия решений, так и права собственности на ренты должны принадлежать тем, кто способен наиболее легко и эффективно передать свои права по их полной стоимости.

В большинстве случаев такими людьми, по-видимому, окажутся инвесторы, вложившие в фирму свои капиталы, чьи права оформлены в виде ликвидных ценных бумаг, в отличие, скажем, от наемных работников, которым для передачи своих прав понадобилось бы продавать свои рабочие места. Это обстоятельство является еще одной причиной, объясняющей, почему в очень многих случаях начальником, обладающим правом принятия решений в непредвиденных ситуациях, должен быть представитель собственников физического капитала, а не поставщиков труда.

Имплицитные контракты

Хотя закрепленный на бумаге трудовой контракт является в высокой степени неполным, он подкрепляется неписаными, зачастую совершенно неявными договоренностями. Эти неявные условия контракта регулируют многие из наиболее важных аспектов трудовых отношений, включая оплату труда, распределение работ и взаимные обязательства работодателей и работников по отношению друг к другу. Никто не ожидает, что осуществление этих договоренностей будет обеспечиваться судебными органами или какими-либо другими третьими сторонами. Они скорее рассчитаны на *самореализацию*:

они построены таким образом, что стороны заинтересованы в их соблюдении, так как опасаются тех последствий, которые повлечет за собой нарушение соглашения. Как отмечалось в главе 8, для стимулирования участников самореализующихся соглашений необходимо, чтобы каждая сторона получала бы от данных отношений какие-то ренты и соответственно предпочитала бы воздерживаться от действий, ставящих под угрозу продолжение отношений.

Для того чтобы выполнение соглашений могло быть обеспечено судебными органами или иными третьими сторонами, эти третьи стороны должны быть в состоянии понять суть соглашения и проверить поведение участников контракта с тем, чтобы иметь возможность точно определить, имело ли место нарушение контракта. Для самореализации соглашения необходимо лишь, чтобы соответствующие стороны осознавали свои обязательства друг перед другом, чтобы они могли наблюдать за действиями друг друга и чтобы каждая из сторон получала бы благодаря осуществлению контракта достаточно крупные ренты. Менее жесткие информационные требования, предъявляемые к самореализующимся контрактам, вызывают тенденцию к преобладанию имплицитных контрактов над эксплицитными, рассчитанными на использование юридических механизмов реализации соглашений.

Чтобы представить себе возможный механизм действия имплицитного контракта, рассмотрим несложный пример. Предположим, что фирма и ее работники хотели бы заключить соглашения на следующих условиях: работники станут трудиться с особым усердием, а фирма при соблюдении ими этого условия в конце каждого периода будет выплачивать им премиальные. Работники всегда могут нарушить этот контракт, не проявив обещанных усилий; фирма, со своей стороны, может нарушить его, выступив с ложным обвинением работников в нерадивости и отказавшись выплатить заработанные премии. Даже если фактический уровень усилий может быть проконтролирован и работниками, и фирмой, для реализации соглашения в судебном порядке требуется, чтобы работники были в состоянии доказать, что они действительно работали на согласованном уровне, в то время как фирма будет утверждать, что они отлынивали от работы. Аналогичным образом и фирма должна быть в состоянии доказать, что работники отлынивали от работы, в то время как они будут это отрицать.

Для того чтобы имплицитный самореализующийся контракт был действенным, достаточно того, чтобы ни одна из сторон не могла бы извлечь выгоду из нарушения своих обязательств. Главное оружие работников — угроза уволиться или отказаться от усердной работы в дальнейшем. Для того чтобы эти угрозы могли удержать фирму от нарушения соглашения, необходимо, чтобы это соглашение было выгодным и для самой фирмы; т. е. благодаря этому соглашению фирма должна получать ренты или квазиренты, которых она лишится в случае разрыва соглашения. Что касается работников, то для них реализация стратегии отлынивания, вызывающая лишение премии, должна быть менее привлекательным вариантом, чем усердная работа с получением вознаграждения, поэтому премия должна по крайней мере покрыть те издержки, которые они несут, проявляя больше усилий на работе. Более того, у работников всегда имеется возможность уволиться из данной фирмы и устроиться на другую работу; соответственно соблюдение условий соглашения должно приносить им больший доход, чем осуществление указанной альтернативы (или хотя бы не меньший). Таким образом, в целом соглашение должно

обеспечивать строго положительный общий результат и каждая из сторон должна получить его долю.

Отметим, что именно перспектива будущих выгод от соблюдения договоренности обеспечивает стимулы для участников данного имплицитного контракта. Это обстоятельство само по себе делает целесообразным долговременный и стабильный характер трудовых отношений.

Роль специфического человеческого капитала. Для такой договоренности требуется существование рент или квазирент. В любых долгосрочных отношениях ренты, скорее всего, будут сведены на нет конкуренцией, однако квазиренты, представляющие собой нормальные доходы от прошлых инвестиций, могут существовать постоянно. Источником необходимых квазирент могут служить доходы от инвестиций в специфический для данной фирмы человеческий капитал. Работники, которые приобрели в фирме специфические навыки, будут иметь для нее большую ценность, чем новички, которые могли бы быть набраны вместо них. Следовательно, пока оплата труда этих опытных работников не поглощает всей дополнительной стоимости, создаваемой их специфическим человеческим капиталом (отметим, что рынок не требует передачи им этой дополнительной стоимости), фирма будет получать квазиренту за счет наличия в ее штате таких работников, и эта квазирента может оказаться достаточной для того, чтобы удерживать фирму от нарушения соглашения, которое привело бы к уходу данных работников. В то же время, до тех пор пока усердный труд с получением премий по меньшей мере не менее выгоден для работников, чем работа вполсилы или переход к другому работодателю, у них не будет причин для нарушения данного имплицитного контракта.

Разделение риска в трудовых отношениях

В классической модели рынков труда доходы работника могут быть подвержены существенным колебаниям во времени. Работники всегда оплачиваются по их предельным продуктам, которые постоянно изменяются в зависимости не только от их личных способностей, но и от состояния спроса на продукцию фирмы, от уровня цен и производительности других ресурсов. В обычных условиях, когда работники склонны избегать риска, такой вариант является неэффективным. Субъективный риск и ухудшающий отбор препятствуют переносу этих рисков на стороны, не участвующие в трудовых отношениях, и — в некоторой степени — на самих участников этих отношений. Тем не менее такое разделение риска возможно, и оно действительно имеет место.

Страхование занятости и доходов. Во многих случаях владельцы фирм имеют возможность принять на себя часть этого риска, застраховав доходы работников от произвольных колебаний. Действительно, один из основоположников теории фирмы Фрэнк Найт утверждал, что передача работодателю риска и полномочий является определяющей характеристикой фирмы. Предприниматель принимает на себя риск, связанный с доходами, выплачивает работникам фиксированную заработную плату, а затем использует свое право принятия решений для того, чтобы обезопасить себя от субъективного риска.

Если фирма может считаться нейтральной по отношению к риску (например, на том основании, что ее владельцами являются инвесторы, облада-

ющие хорошо диверсифицированными инвестиционными портфелями), то при прочих равных условиях она будет стремиться полностью избавить своих работников от риска, связанного с доходами. Эта услуга создает дополнительную стоимость для работников и в то же время не накладывает какие-либо издержки или доплаты за риск на фирму, нейтральную по отношению к нему. Ожидаемый уровень выплаты может быть снижен без причинения ущерба работникам, если фирма берет на себя часть риска, с которым в противном случае им пришлось бы столкнуться, и, таким образом, обе стороны могут оказаться в выигрыше.

Если фирма является нейтральной по отношению к риску, а предпочтения работников в выборе между доходами и свободным временем не связаны с эффектами богатства, то данная фирма также должна обезопасить работников от воздействия такого фактора, как безработица (поскольку при отсутствии эффектов богатства риск любого типа тождествен некоторому уровню риска, связанного с доходом, а, как мы уже убедились, фирма платит, чтобы полностью застраховаться от связанных с доходами рисков). В данном специфическом случае полезности работников сделаны независимыми от любых изменений их производительности и от состояния дел фирмы. Связь между заработком и производительностью почти полностью исчезает: в момент найма заработок работника увязывается с его ожидаемой производительностью, однако впоследствии не предпринимается никаких попыток привести заработок работника в соответствие с его фактической производительностью.

Даже в этом особом случае полное страхование не означает, что все работники всегда имеют работу и не производится никаких увольнений. Если фактическая производительность оказывается низкой, то и оптимальное количество задействованного труда (определяемое путем уравнивания предельного продукта труда и его отрицательной предельной полезности для работника) также невелико. Поддержание высокого уровня занятости приведет к потерям, поскольку стоимость произведенного продукта не компенсирует издержек его производства. В этом случае не все желающие получают возможность трудиться, а если фирма столкнется с постоянным сокращением своей потребности в рабочей силе, некоторых работников придется отстранять от работы. Однако временно освобожденные работники по-прежнему будут получать плату от фирмы. Эта плата обеспечит им уровень благосостояния не меньший, чем тот, который они имели бы, продолжая работать и неся сопряженные с этим издержки. Далее, все отстраненные от работы получают компенсационные выплаты за потерю рабочих мест. Таким образом, этот идеальный контракт обеспечивает равное благосостояние и работающим, и уволенным работникам.

Проблемы стимулирования и частичное страхование. Очевидно, что в реальной практике трудовых отношений вариант полного избавления работников фирмы от риска, связанного с доходами, не реализуется. Страхование существует, но оно является частичным. Важно понять причины такого положения вещей.

Гипотеза, согласно которой фирмы являются почти полностью нейтральными по отношению к риску, в наибольшей степени применима в отношении тех разновидностей случайных событий, которые затрагивают отдельно взятых работников, а не весь трудовой коллектив. В отношении таких индиви-

дуальных коллизий фирма способна выступать в роли страховой компании, компенсируя убытки, понесенные некоторыми работниками за счет выигрышей, получаемых другими работниками. Однако, как было показано в главе 7, страхование не может быть действенным в отношении всех возможных рисков. В частности, изменения в таких факторах, как общая экономическая ситуация, процентные ставки или цены на энергоносители, обладают столь обширным воздействием, что по отношению к этим факторам фирма не может быть нейтральной к риску. Более того, если фирма имеет ограниченный доступ к финансовому капиталу, то возможность банкротства или потери ценных инвестиций делает для нее дорогостоящим страхование работников от тех рисков, которые связаны с общими перспективами фирмы. В рамках эффективных договоренностей работники будут вынуждены принять на себя по крайней мере часть рисков данного типа.

Этот факт, однако, создает проблемы в тех случаях, когда фирма лучше информирована о своем финансовом положении и перспективах, чем ее работники или их профсоюзные организации. У администрации фирмы появится искушение преувеличивать финансовые трудности с тем, чтобы оправдать оплату работников по более низким ставкам. Чтобы предотвратить такую ситуацию, необходимо разрабатывать контракты или вести переговоры таким образом, чтобы подобное поведение фирмы вынуждало бы ее нести какие-то издержки.

Если в фирме действует профсоюз, то одним из возможных вариантов может стать проведение забастовки с целью проверки истинности утверждений фирмы. Примерами могут служить забастовки, имевшие место в некоторых находившихся в затруднительном положении авиакомпаниях США после того, как руководители компаний выдвигали требования об уменьшении заработной платы работников. Зачастую при неблагоприятных прогнозах спроса на продукцию фирм они более спокойно относятся к забастовкам, поскольку в этом случае издержки прекращения деятельности фирмы оказываются меньшими, чем в благоприятные для фирмы периоды. Следовательно, такое спокойное отношение к забастовке может служить достоверным сигналом о том, что фирма действительно находится в тяжелом положении. Альтернативный вариант состоит в том, что фирма может приступить к временному сокращению персонала с целью убедить работников в том, что она переживает трудное время и работникам необходимо пойти на уступки, касающиеся уровня заработной платы. Опять-таки, если в действительности прогнозируется высокий спрос на продукцию фирмы, сокращение численности работников в целях преодоления финансовых затруднений может обойтись фирме слишком дорого; соответственно временные сокращения могут быть достоверным сигналом о низком уровне прогнозируемого спроса.

В каждом из этих случаев фирма обеспечивает лишь частичное страхование работников от колебаний уровней доходов и занятости. Однако даже тогда, когда какое-либо нейтральное к риску правительственное учреждение обеспечивает страхование от безработицы, полному страхованию могут воспрепятствовать проблемы, связанные с субъективным риском. Как показано на рис. 10.2, фирма может вступить в сговор с работниками, временно отстраняя их от работы и позволяя получать пособия по безработице, что увеличивает их общую стоимость, хотя при иных обстоятельствах такие временные увольнения не имели бы места.

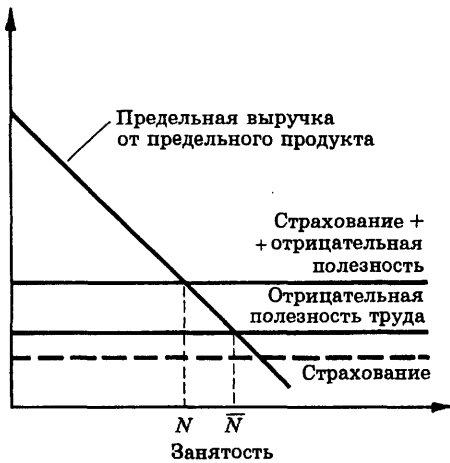


Рис. 10.2. Занятость в условиях страхования по безработице. Эффективный уровень занятости равен \bar{N} , но при наличии страхования по безработице фирма и работник могут выбрать более низкий уровень занятости, равный N .

Еще одной возможной причиной неполноты страхования является желание создать стимулы для работников. Как отмечалось в главах 6 и 7 (и будет еще раз продемонстрировано в главах 12 и 13), для стимулирования усилий работников может потребоваться переложить на них некоторую долю риска. Это обстоятельство также может воспрепятствовать полному страхованию от последствий изменений производительности, если не имеется возможности четко различать влияние этих изменений на измеряемые результаты работы фирмы и влияние на них изменений уровня усилий самих работников. Иной подход состоит в том, что усилия стимулируются путем установления для работников эффективных ставок заработной платы, превышающих их альтернативные возможности заработка на других фирмах; в случае же выявления недобросовестности со стороны работников они увольняются. Если технология контроля не является совершенной и усердный работник порой может быть несправедливо обвинен в недобросовестности и уволен, то страхование очевидно будет неполным.

Однако одной из крупнейших проблем, возникающих при любой попытке полностью избавить работников от риска, является возможность оппортунистического поведения с их стороны. Полное исключение риска означает не только то, что заработная плата работника не уменьшается в трудные для фирмы времена, но также и то, что она не увеличивается в периоды благоприятной конъюнктуры или в том случае, если он обнаружит способности выше среднего уровня. Однако в последнем варианте возникает опасность, что способный работник уволится с целью поискать более высокий заработок у других работодателей. На практике легче защитить работников от риска неблагоприятной конъюнктуры и низких способностей, чем изъять ту долю выгод, которую они могут получить в периоды благоприятной конъюнктуры или в том случае, если их способности оказываются выше ожидавшихся. Это также ограничивает возможности работодателей в отношении страхования доходов работников.

Частичное страхование и связь между возрастом и заработной платой. Изложенные выше соображения позволили дать еще одно объяснение наблюдаемой положительной корреляции между возрастом или стажем работы работника и его заработком. Предположим, что способности отдельных работ-

ников первоначально неизвестны ни им самим, ни всем их потенциальным работодателям, но при этом высокопродуктивные работники, скорее всего, будут обеспечивать больший выпуск (в любом исчислении). В этом случае в течение срока работы данных работников показатели, характеризующие результаты их труда, будут содержать информацию об их способностях. Каждый случай, когда были зафиксированы хорошие показатели, увеличивает вероятность того, что данные работники действительно обладают хорошими способностями, а плохие фактические результаты ухудшают оценку их талантов. Если бы работникам всегда платили в соответствии с их производительностью (ожидаемой), тогда их заработки то увеличивались бы, то уменьшались соответственно изменениям оценки их способностей, основанной на фактических результатах работы. Принятие такого риска означает для работников значительные издержки, и в интересах эффективности целесообразно перенести весь риск на фирму, если она нейтральна по отношению к нему. Это означало бы, что заработки работников становятся независимыми от их ожидаемых способностей и производительности.

Этот вариант с полным переносом риска осуществим лишь в том случае, если и работодатель, и работники могут принять его на себя. Работодатель должен иметь возможность пообещать работникам, что он не уволит их и не понизит им заработную плату, если их производительность окажется низкой; работники должны быть в состоянии гарантировать, что они не перейдут на более высокооплачиваемую работу, если их производительность окажется высокой. На практике фирма, скорее всего, будет иметь лучшие возможности для предоставления такой гарантии, используя в качестве «залога» свою репутацию. Работникам обычно бывает сложнее предоставить сколько-нибудь убедительные гарантии, поскольку репутация работника, не меняющего работодателей, не имеет особой ценности в его деловых связях. Иногда эффективным способом обеспечения гарантий является заключение связывающего стороны юридического контракта. Однако долгосрочный трудовой контракт, предусматривающий невозможность ухода работников из фирмы, не может быть признан судебными органами, которые могут трактовать его как противозаконный договор о рабстве.

Прогнозы. Если работники по каким бы то ни было причинам не могут гарантировать выполнение своих обязательств, то вариант с полным переносом риска становится невозможным. Наиболее полный перенос риска, который может быть достигнут в этом случае, сводится к тому, что работодатель обязуется не увольнять работников и не понижать им заработную плату. Если бы в реальной действительности применялись имплицитные контракты такого типа, то какие изменения уровня заработной платы мы могли бы ожидать?

Во-первых, фактический уровень заработной платы работников никогда бы не снижался. Он мог бы, однако, повышаться в случае особо успешной работы работников и увеличения рыночной оценки их способностей. Эти повышения заработной платы могли бы сопровождаться сменой места работы, если бы высоко оцененные работники получили предложение от других работодателей, но в таких переходах не было бы надобности, если бы их работодатели вовремя предлагали работникам условия не хуже тех, что предлагают конкуренты. Таким образом, уровень заработной платы имел бы тенденцию к повышению в течение карьеры работников, даже если их производитель-

ность (реальная, но измеряемая несовершенным образом) оставалась бы неизменной на протяжении всей их жизни.

Кроме того, при повышении заработной платы работникам или при переходах на новые места новые ставки заработной платы работников будут ниже их ожидаемой предельной производительности на данный момент. Этот вывод требует довольно сложного объяснения. Наличие конкуренции между работодателями означает, что при найме работника его ожидаемая будущая заработная плата за весь период работы должна быть равна его ожидаемому предельному продукту. У работников, которые окажутся особенно производительными, заработная плата в будущем соответствующим образом возрастет. Однако заработная плата работников с низкой производительностью уменьшаться не будет, и фирма будет платить им больше, чем стоит их предельный продукт. Следовательно, согласно данной модели, фирма будет в среднем переплачивать своим старшим по возрасту, дольше работающим работникам. Поскольку заработок за все время работы должен быть равен предельному продукту работника, то отсюда вытекает, что фирма в среднем платит своим более молодым работникам с меньшим стажем работы меньше, чем стоит их предельный продукт. По существу эта разница между расчетным предельным продуктом и заработной платой представляет собой страховую премию, выплачиваемую более молодыми работниками с тем, чтобы обезопасить себя от уменьшения заработной платы в будущем.

Еще один прогноз сводится к тому, что для любого данного возраста и ожидаемого уровня способностей будет существовать тенденция к выплате более высокой заработной платы работникам с большим опытом работы и в особенности с большим стажем работы в данной фирме. Это объясняется двумя причинами. Одна из них заключается в том, что чем больше общий трудовой стаж работника, тем меньше степень неопределенности в оценке его производительности и тем меньше величина страховой премии, которая вычитается при определении заработной платы, предлагаемой работнику на любом новом месте работы. Вторая причина, усиливающая первую, состоит в том, что для работника с большим стажем работы в данной фирме более высока вероятность того, что его фактическая производительность получила завышенную оценку по сравнению с моментом последней смены им работы и, следовательно, более высока вероятность того, что его заработок превышает величину его предельного продукта на данный момент.

Наконец, для любой данной величины трудового стажа и ожидаемого уровня способностей или производительности будет иметь место тенденция к выплате более высокой заработной платы старшим по возрасту работникам, находящимся ближе к моменту ухода на пенсию. Причина опять-таки заключается в том, что для старших по возрасту работников упомянутая скрытая страховая премия имеет меньшую величину ввиду меньшего числа оставшихся лет, в течение которых работодателю, возможно, придется переплачивать работнику в том случае, если он окажется относительно непроизводительным.

Эти спрогнозированные тенденции нашли подтверждение в статистических данных об оплате труда в США и нескольких других странах. Случаи снижения заработной платы являются редкостью в отличие от ее повышения. Заработная плата действительно возрастает по мере увеличения возраста и трудового стажа работника — даже при установлении контроля за произво-

дительностью. Наконец, с увеличением трудового стажа работников увеличиваются и различия в размере их заработков.¹

Управление системой гарантий занятости и доходов. Данный анализ свидетельствует о том, что, застраховавав (хотя бы частично) доходы своих работников, фирма может извлечь выгоду в форме снижения ожидаемого уровня заработной платы для любого требуемого от работников уровня нагрузки. Эти выгоды необходимо сопоставить с издержками обеспечения такого страхования. Издержки могут быть значительными, если фирма не является полностью нейтральной к риску, особенно болезненными они оказываются в тех случаях, когда дела фирмы идут плохо, но она не может сократить свои издержки за счет урезания заработной платы или сокращения числа работников. Страхование доходов работников превращает расходы на оплату персонала в постоянные издержки, которых невозможно избежать в периоды экономического спада. Кроме того, страхование доходов может привести к разрыву связи между заработками работников и их фактической производительностью, что будет иметь отрицательные последствия для стимулирования. Более детально эти проблемы будут рассмотрены в главе 12.

Несмотря на сказанное, многие фирмы все же стремятся в какой-то степени застраховать своих работников. Например, «большая тройка» автомобильных фирм США — «General Motors», «Ford» и «Chrysler» — в 80-е гг. достигла соглашения с Объединенным союзом автомобилестроителей об изменении режима работы, увеличивавших гибкость производства и производительность труда. В обмен на согласие профсоюза с этими изменениями фирмы обещали обеспечить беспрецедентное страхование доходов работников в результате дополнения государственных пособий пособиями из фондов фирмы. Уволенные с почасовой оплаты работники могли получать до 85% своей чистой заработной платы в течение периода до трех лет, если они не получали приглашения вернуться на работу или не находили себе другую работу. Поскольку любая, даже самая приятная, работа подразумевает определенные издержки, например расходы на проезд, питание вне дома, покупку одежды, оплату ухода за детьми и т. д., это 85%-ное пособие, по существу, полностью компенсировало потерю заработной платы. В первые месяцы экономического кризиса, разразившегося в середине 1990 г., более 100 000 работников автомобильных предприятий «большой тройки» были отправлены за ворота — временно или на неопределенный срок — и начали получать это пособие.

Разумеется, готовность работников согласиться на снижение ставок заработной платы в обмен на гарантию дохода в очень значительной степени зависит от того, насколько они могут доверять обещаниям работодателя. Это в свою очередь зависит и от готовности фирмы выполнить свои обещания, и от ее способности сделать это. Так, во время экономического спада в начале 80-х гг. «большая тройка» не выполнила до конца свои обещания относительно выплаты уволенным работникам дополнительных пособий по безработице, поскольку сформированные фирмами для этих выплат фонды были исчерпаны, а отыскать другие источники средств для этих расходов фирмы не желали или не смогли. К началу спада 1990 г. эти автомобильные фирмы

¹ Medoff J. L., Abraham K. G. Experience, Performance and Earnings // Quart. Journ. Econ. 1980. Vol. 95. P. 703-736.

сформировали значительно большие резервные фонды, предназначенные для выполнения своих новых договорных обязательств. Однако имелись сомнения относительно их способности осуществлять такие выплаты в случае, если экономический спад окажется особенно глубоким или продолжительным: в последнем квартале 1990 г. убытки одной лишь «General Motors» составили 1.4 млрд дол., а за первые три месяца 1991 г. общие убытки фирм «большой тройки» составили 2.33 млрд дол.²

Некоторые фирмы пытаются вообще избегать увольнений. Такой практики в отношении своих постоянных работников (как рабочих, так и служащих) придерживаются крупные фирмы в Японии, а японские автомобильные компании уже распространили эту политику и на рабочих-повременщиков своих предприятий в США. Когда ввиду низкого спроса на продукцию возникает необходимость сократить производство, фирма освобождается от временных и работающих неполную неделю работников, но постоянные работники остаются на своих местах, хотя фирма может поощрять досрочный уход на пенсию. Чтобы обеспечить загрузку персонала, увеличивается объем профилактических работ и технической учебы, а в случае необходимости фирма может увеличить собственное производство деталей за счет отказа от их закупок у поставщиков со стороны. Еще одним примером фирмы, придерживающейся политики отказа от увольнений, может служить «Lincoln Electric Company» — самый преуспевающий производитель сварочного оборудования в США. Во время тяжелого кризиса в начале 80-х гг. эта фирма сохранила свои кадры, однако для этого ей приходилось занимать производственных рабочих такими работами, как покраска фабричных стен. Подобная демонстрация надежности обязательств фирмы может иметь решающее значение для формирования у работников доверия к ее обещаниям.

Займы и ссуды в трудовых отношениях

Подобно тому как фирма может использовать свою более высокую способность к несению риска для выгодного страхования доходов работников, она может использовать в интересах работников свой более широкий доступ к рынкам капитала и другим рынкам, что принесет взаимную выгоду фирме и ее работникам. Если фирма способна осуществлять более крупные заимствования и под менее высокий процент, чем ее работники, то эффективным решением может стать предоставление работникам денежных ссуд на нужды потребления в счет их будущих доходов. Например, Стэнфордский университет предоставляет своим преподавателям ссуды на покупку жилых домов, которые в окрестностях университета стоят весьма дорого. Еще один пример дают товарищества специалистов — юридические фирмы и объединения практикующих врачей. В этих фирмах новые партнеры обязаны оплатить свой пай, однако, как правило, товарищество предоставляет выбранному в партнеры ссуду на оплату пая. В юридических фирмах эта ссуда обычно имеет форму простого займа. В медицинских товариществах новый партнер имеет возможность оплачивать свою долю в счетах дебито-

² Более подробно см.: *Patterson G. A. Hourly Auto Workers Now on Layoff Have a Sturdy Safety Net // Wall Street Journ. 1991. 29 Jan. A-1.*

ров в течение пяти лет, так что остальные партнеры, по существу, предоставляют ему кредит на этот период. В тех городах, где господствующее положение занимал единственный работодатель, магазины, принадлежавшие этой фирме, обычно отпускали ее работникам продукты и одежду в кредит, удерживая впоследствии соответствующие суммы из заработной платы работников. В рассказах об этой системе акцент делается на тяжелое положение работника, обремененного долгами за покупки в магазине компании. Тем не менее, поскольку эти работники, вероятно, не имели доступа к иным источникам кредита, такие ссуды вполне способствовали повышению уровня эффективности.

Примеры осуществления фирмами инвестиций для своих работников — с использованием более широкого доступа фирмы на рынки капитала — встречаются не столь часто. Во многих странах, однако, действует льготный налоговый режим для пенсионных доходов: суммы, вносимые фирмой в пенсионные фонды, не подлежат обложению подоходным налогом, так же как и доходы самих этих фондов, хотя выплаты из пенсионного фонда после ухода на пенсию подлежат налогообложению. Эти положения налогового кодекса поощряют фирмы выплачивать часть компенсации работнику в форме взносов фирмы в пенсионный фонд — по сути, осуществлять сбережения от его лица. Отсроченная компенсация, при которой часть суммы, заработанной работником в данном году, выплачивается в последующие годы, также содержит в себе элементы осуществления фирмой сбережений от имени своих работников. Обе эти системы способствуют упрочению связей между работодателем и работниками.

НАБОР, УДЕРЖАНИЕ И ВЫСВОБОЖДЕНИЕ РАБОТНИКОВ

Поскольку трудовые отношения чаще всего представляют собой не простую рыночную сделку, а сложные, долгосрочные, многогранные взаимоотношения, обе стороны с особой осторожностью относятся к выбору партнера для этих отношений, а вступив в них, заинтересованы в их сохранении и увеличении их ценности. Тем не менее и работодатели, и работники будут ошибаться при первоначальном выборе партнера, а обстоятельства могут приводить к изменению ценности отношений для одной из сторон или для обеих сторон. Поэтому обе стороны должны быть озабочены проблемой прекращения этих взаимоотношений, причем тогда и только тогда, когда это необходимо.

Для работодателя эти проблемы составляют ядро сферы *управления человеческими ресурсами*. Управление трудовым коллективом организации и поддержание ценности отношений с работниками — центральная задача менеджмента, причем не только тех менеджеров, кто работает непосредственно в отделе по работе с персоналом, но и всех остальных. В последующих главах рассматриваются два центральных вопроса управления человеческими ресурсами: распределение работ и продвижение работников по служебной лестнице (глава 11), мотивация и оплата труда (главы 12 и 13). Здесь мы прежде всего рассмотрим проблемы, связанные с набором новых работников, с удержанием уже нанятых работников и с прекращением в случае необходимости отношений найма.

Для изложения данных вопросов в полном объеме может понадобиться несколько полных аспирантских учебных курсов. Ясно, что здесь мы не можем дать такое изложение. Вместо этого мы сосредоточимся на рассмотрении тех трудностей, которые возникают вследствие неизбежных различий в той информации, которой могут располагать работодатели и работники (потенциальные и реальные). Такая информационная асимметрия представляет собой особо острую проблему при наборе работников, когда каждая из сторон располагает информацией относительно самой себя, которой нет у другой стороны, но которая имеет важное значение для оценки качества потенциальных отношений.

Набор работников

Организациям присуща непреходящая потребность в привлечении новых членов. Решение о количестве и качестве привлекаемых людей зависит от стратегии организации, ее технологии и прогнозов на будущее.

Прогнозируются как предложение, так и спрос. Прогнозирование спроса имеет достаточно очевидный характер: фирма, ожидающая быстрого роста спроса, будет нуждаться в дополнительных работниках. Так, в первой половине 80-х гг. в США наблюдалось стремительное расширение инвестиционных банков: ожидалось, что новые виды услуг, которые они могут разрабатывать и предлагать в разгар дерегулирования финансовых рынков, а также растущие деловые возможности, связанные с враждебными поглощениями и реструктуризацией корпораций, приведут к росту потребности в специалистах соответствующего профиля. Крах фондового рынка в 1987 г. и сокращение числа слияний и враждебных поглощений в 1989 г. привели к значительному сокращению найма специалистов этими банками, а многие из них фактически сократили численность своего персонала.

Важное значение имеют и прогнозы предложения. Например, в конце 80-х—начале 90-х гг. некоторые университеты начали интенсивный набор преподавателей, хотя непосредственная необходимость в увеличении штатов могла и отсутствовать. Такие действия объяснялись прогнозами, согласно которым ввиду неизбежного выхода на пенсию большого числа преподавателей, принятых на работу во время расширения вузов в конце 50-х—начале 60-х гг. и отсутствия заметного роста в сфере подготовки преподавательских кадров на рынке преподавательского труда в середине 90-х гг. возникнет напряженная ситуация.

Стратегия и технология деятельности организации также оказывают достаточно очевидное влияние на прием кадров. Например, танцевальной труппе вряд ли понадобятся инженеры-электрики, в то время как фирме, принявшей на вооружение то, что мы называли «современной стратегией обрабатывающей промышленности», нужны работники производственной сферы, которые способны справляться с разнообразными задачами и которые могут взять на себя персональную ответственность в распознавании проблем и реагировании на них.

Издержки, связанные с наймом или увольнением работников, представляют собой важный фактор, учитываемый при определении числа нанимаемых работников. Величина этих издержек зависит и от стратегии фирмы, и от политики государства (см. соответствующую врезку «Общественная политика по отношению к увольнениям»).

ОБЩЕСТВЕННАЯ ПОЛИТИКА ПО ОТНОШЕНИЮ К УВОЛЬНЕНИЯМ

В различных странах Западной Европы увольняющая работников фирма обязана выплачивать им значительные выходные пособия. Например, во Франции, Израиле и Норвегии работник с десятилетним стажем имеет право на годовые выплаты после увольнения, в Италии их продолжительность составляет 20 месяцев. В Швеции введение новых законодательных ограничений на увольнения в конце 70-х гг. сопровождалось увеличением как доли вакантных мест, так и безработицы внутри фирм. В другом относящемся к Западной Европе исследовании установлено, что аналогичные законы снизили занятость и участие работников в управлении, а также выразились в тенденции к увеличению безработицы. Исследование также содержит предположение, что требования увеличения выходных пособий в значительной степени были ответственны за произошедший в 70–80-х гг. рост безработицы в ряде западноевропейских стран. Хотя ни одно из исследований не изучало воздействия этих законов и правил на образование новых фирм, однако можно предположить, что, увеличивая издержки в случае неудачи, они дестимулировали их появление.

В США имели место бурные общественные дебаты относительно ответственности фирм перед наемными работниками в процессе массовых увольнений и закрытия заводов, подобных тем, которые последовали вслед за враждебными поглощениями в 80-е гг. Это явилось толчком для разработки федерального законопроекта, который требовал от намеревающейся закрыть завод фирмы известить об этом работников за шесть месяцев до закрытия. Работодатели успешно сопротивлялись, и проект не стал законом. Их аргументом было то, что такие публичные заявления о стратегических намерениях очень дорого обойдутся, так как конкуренты узнают об их планах. Аналогично покупатели, опасаясь за жизнеспособность фирмы, получают стимулы искать альтернативные источники снабжения. Затем, как утверждали фирмы, если бы такие уведомления представляли ценность, то работники могли бы отстаивать их в переговорах между отдельной фирмой и ее персоналом.

Источник: Kazamaki E. Firm Search, Sector Shifts and Unemployment. Stockholm : Swedish Institute for Social Research, 1991; Lazeur E. Job Security Provisions and Employment // Quart. Journ. Econ. 1990. Vol. 105. P. 699–726.

Фирма, придерживающаяся политики пожизненной занятости персонала, будет менее охотно привлекать новых работников, потребность в которых может оказаться временной, чем фирма, не придерживающаяся такой политики. Можно предположить, что эта тенденция должна проявляться при найме постоянных работников в крупнейших фирмах Японии, известных своей приверженностью политике пожизненного найма. Однако стремительный рост японской экономики, имевший место в последние несколько десятилетий, возможно, приглушал эту тенденцию, поскольку у фирм было мало оснований беспокоиться по поводу возможной необходимости сокращения штатов.

В то же время гарантии долгосрочной занятости или социальной защиты в случае увольнения привлекательны для склонных избегать риска работников и содействуют привлечению персонала в фирму. Гарантии сохранения рабочих мест были важнейшей составляющей коллективных договоров, заключавшихся между автомобильными фирмами США и Объединенным союзом автостроителей в ходе их переговоров в 80-е гг. Практика отказа от сокращений штатов, принятая такими фирмами, как IBM, «Hewlett—Packard» и «Lincoln Electric», помогала им осуществлять привлечение новых работни-

ков. Однако в некоторых сферах деятельности готовность к риску представляет собой немаловажный актив, и фирмы, действующие в таких сферах, не заинтересованы в привлечении людей с сильной склонностью избегать риска. В этих случаях возникает проблема привлечения кандидатов необходимого типа.

Привлечение кандидатов. Первый шаг по привлечению кандидатов — это адресованная потенциальным сотрудникам информация организации о своем существовании, своих потребностях. Иногда проблема заключается в том, чтобы они осознали сам факт существования организации и возможности, которые она предоставляет. Например, в 80-е гг. школы бизнеса во всем мире столкнулись с продолжительной нехваткой преподавательских кадров. В Северной Америке среднегодовое число соответствующих вакантных мест вдвое превышало число выпускников вузов, выбиравших данную карьеру. Это соотношение оставалось неизменным, несмотря на то что школы бизнеса предлагали новым преподавателям, казалось бы, чрезвычайно привлекательные оклады и условия работы. Начальные оклады новых преподавателей в ведущих школах бизнеса США в 1990 г. составляли около 7000 дол. в месяц (во время учебного года), а для некоторых специальностей (например, бухгалтерский учет и финансы) эти оклады были еще выше. Нагрузки были невысокими (порой всего 4 академических часа в неделю при 30 учебных неделях в год), обеспечивалось щедрое финансирование исследовательской работы, и существовали хорошие перспективы зачисления на штатную должность. Представляется, что школы бизнеса не делали всего, что необходимо для того, чтобы проинформировать потенциальных кандидатов о предлагаемых ими возможностях. Однако в других случаях проблема может заключаться в чрезмерном количестве кандидатов, о чем свидетельствует пример с соискателями степени MBA, приводимый во врезке.

ДОПУСК СТУДЕНТОВ К ПОЛУЧЕНИЮ СТЕПЕНИ MBA

В конце 80-гг. в США ведущие магистерские программы в области бизнес-образования получили больше заявок от людей с хорошей квалификацией, чем они могли принять. Например, Гарвард постоянно получал 8 заявок на одно место, Стэнфорд получил около 12 заявок на место. Различные школы испытывали чувство гордости от привлечения такого числа выдающихся кандидатов, и они использовали число получаемых заявок как показатель, свидетельствующий об экономической целесообразности такого числа выпускников. Тем не менее в определенном смысле столь огромное число претендентов на одно место есть свидетельство не лучшей работы школ по набору студентов!

Обработка такого количества заявок и их отбор представляют собой для школ сложнейшую задачу. Каждая заявка должна быть зарегистрирована, проверена на полноту, прочитана и оценена несколькими людьми, а также сравнена с другими. Допущенные кандидаты должны быть определены и извещены о приеме, в то время как другие информированы об отказе. Это не только издержки: для большей части претендентов время и усилия, а также прилагаемые к заявлениям рекомендации превращаются в ничто.

Идеальным решением для каждой школы в целях минимизации этих издержек было бы такое исчерпывающее предоставление информации о том, что она требует от каждого претендента, которое привело бы к ситуации, когда все те, кто в действительности подал заявку, были отобраны и приняли предложе-

ние поступить. Конечно, передача всей этой информации была бы чрезвычайно дорогостоящей, в особенности потому, что каждая школа хочет набрать лучший состав из возможных, который не обязательно состоит из людей с большим количеством набранных в тестах очков и высшими оценками. Вступительные критерии многих школ включают не только академическую успеваемость и способности, но также управленческий опыт, перспективы и индивидуальный вклад в разнообразии состава учащихся.

Слабая сторона заключается в том, что даже если идеальный самоотбор мог бы быть реализован в указанном выше смысле, то школы все равно нуждались бы в проведении экзаменов для всех претендентов. Если бы экзамены не проводились, но вместо этого просто полагались на самоотбор и студентов принимали по мере подачи заявлений, то тогда у студентов не было бы стимулов к самоотбору.

В таких случаях может оказаться целесообразным стимулирование самоотбора среди кандидатов, благодаря которому претендовать на данную работу будут только те люди, которые обладают необходимыми фирме качествами.

Самоотбор и просвещение при наборе работников. Уже само информирование потенциальных кандидатов о том, что предлагает фирма и чего она ожидает от своих работников, может до некоторой степени способствовать осуществлению самоотбора в этой группе индивидов. Порой данный процесс может быть побочным следствием других действий фирмы. Длительное время создававшийся фирмой IBM образ своего работника — белая рубашка, темный костюм, строгий галстук — весьма эффективно информировал потенциальных работников о данной фирме; соответственно люди, привлеченные этим образом, были именно теми, кого хотела привлечь фирма. Однако возможна и разработка специальных мероприятий, рассчитанных на то, чтобы стимулировать самоотбор в среде потенциальных кандидатов.

Напомним, что основная идея просвещения состоит в том, что относительно неинформированная сторона разрабатывает также механизмы или процедуры, которые побуждают информированную сторону сделать выбор, позволяющий эффективно выявить частную информацию о себе. В данном контексте информированными сторонами являются потенциальные кандидаты: они лучше, чем фирма, осведомлены о своем отношении к работе и риску, своих способностях и интересах, долгосрочных планах и различных других личных факторах, представляющих интерес для фирмы как для потенциального работодателя.³ Стоящий перед ними выбор прост: претендовать на данную вакансию или нет. Идея заключается в том, что фирма должна строить свою политику и структуру таким образом, чтобы привлекать претендентов из числа людей с необходимыми ей качествами и отсеивать тех, с кем она не хочет иметь дело.

³ Несомненно, и работодатель обладает частной информацией о своих особенностях, неизвестных претендентам: людей какого типа он ищет, какие должностные обязанности, подготовку и оплату он предложит претенденту, каковы возможности служебного роста, какой опыт потребуется для работы в этой фирме. Однако, как правило, претендент имеет возможность получить эту информацию путем наблюдения за деятельностью фирмы, бесед с ее бывшими и нынешними работниками, изучения публикаций, а забота фирмы о своей репутации может ограничить любые стимулы к сокрытию или искажению информации, которые она может иметь.

С примерами такого подхода мы уже встречались в предыдущих главах. Тесная связь между результатами работы и заработком будет наиболее привлекательной для тех людей, которые знают о том, что их производительность выше обычного уровня (или верят в это), — они ожидают, что такая система оплаты труда обеспечит им наивысшее вознаграждение. Еще одним примером просвещения является система доплат за выслугу лет, используемая для того, чтобы избавиться от претендентов, не рассчитывающих работать в данной фирме в течение длительного времени. При использовании фирмой такой стратегии работники сначала зарабатывают меньше, чем они могли бы заработать в других фирмах, однако это компенсируется тем, что на более поздних стадиях карьеры их заработки превышают их рыночные возможности. Поступить на работу в фирму, придерживающуюся такой политики, захотят лишь те, кто намерен остаться там надолго.

Другие аспекты кадровой политики также могут способствовать осуществлению самоотбора. В этих целях может использоваться, например, политика предоставления льгот: магазин, торгующий одеждой, предлагает своим работникам скидки при покупке одежды. Эти скидки, как правило, наиболее привлекательны для людей, особо интересующихся одеждой, а из таких людей в свою очередь могут получиться хорошие продавцы модной одежды. Еще один пример можно найти в материале о военных академиях, приведенном во врезке.

САМООТБОР В ВОЕННЫЕ АКАДЕМИИ

Три военные академии в США (Вест-Пойнт, Аннаполис и Колорадо-Спрингс) требуют от своих студентов отслужить срок военной службы после окончания. Обычное объяснение такой практики следующее: это наиболее простой способ заставить студентов расплатиться за понесенные правительством затраты на их образование. Если бы подобное объяснение было правильным, то можно было бы ожидать, что выпускникам академии платят за службу меньше, чем тем, кто поступил в вооруженные силы после завершения университетского образования за свой счет. Однако это противоречит фактам.

Альтернативное объяснение состоит в том, что военные нуждаются в привлечении кандидатов, которые имеют истинный интерес к военной карьере, независимо от их способностей платить за образование. Опасность предоставления бесплатного образования без обязательства военной службы заключается в том, что некоторые претенденты могут подать заявки только ради его получения, даже если у него отсутствует действительный интерес к военной карьере. Претенденты без такого интереса, скорее всего, воздержатся от подачи заявлений, опираясь на регламент академий и требования обязательной военной службы.

Критерии отбора и сигнализация. После того как выявлены кандидаты, встает проблема выбора лучших среди них. Этот процесс опять-таки может столкнуться с таким препятствием, как информационная асимметрия. Если фирма как следует проинформировала потенциальных кандидатов о том, что ей нужно и что она предлагает, то всем обратившимся к ней соискателям действительно нужна данная работа. Однако не все претенденты одинаково подходят фирме, и работодатель должен отобрать лучших из них. Для преодоления этих информационных затруднений и выработки качественных решений по найму персонала могут использоваться продуманные собеседования и

тесты, позволяющие выявить информацию, которой обладают претенденты и которая необходима фирме. Полезную роль может сыграть и сигнализация.

Пример сигнализации на рынке труда, осуществляемой посредством приобретения определенного уровня образования, рассматривался в главе 5. Он позволяет понять, почему фирмы могут отбирать работников исходя из их уровня образования или предыдущего опыта работы, даже если эти характеристики не имеют непосредственного отношения к данной работе, при условии, что они коррелируют с факторами, интересующими фирму. Так, хотя конкретные навыки и знания, приобретаемые в последний год обучения в средней школе, редко оказываются непосредственно необходимыми для работы, на которую претендует выпускник школы, многие работодатели будут рассматривать кандидатуры только выпускников школ, поскольку отсутствие школьного аттестата чаще всего воспринимается как свидетельство лени, недисциплинированности или слабых способностей данного индивида. Сигналами могут служить даже такие незначительные факторы, как стиль одежды и поведение во время собеседования. До тех пор пока лица, обладающие необходимыми для фирмы качествами, находят сигнализацию более выгодной или менее обременительной для себя, чем лица, не обладающие такими качествами, сигнализация будет иметь место и приносить пользу фирме.

Сигнализация возникает вследствие наличия связи между наблюдаемым выбором и ненаблюдаемыми характеристиками. Так, высокопроизводительные работники могут сигнализировать о своем статусе при помощи своих достижений в сфере образования. Однако просвечивание может осуществляться и при помощи иных, не являющихся критериальными признаками, параметров, если они являются (или считаются) связанными с теми ненаблюдаемыми характеристиками, которые ценятся работодателем. Например, если принято считать, что некая престижная школа особо преуспела в отборе талантливых учеников, то работодатели могут вполне логично уделять особое внимание тем кандидатам, которые в свое время были приняты в эту школу.

Просвечивание и дискриминация в сфере трудовых отношений. Схожая идея выдвигалась для объяснения дискриминации в сфере трудовых отношений, основанной на признаках, не имеющих непосредственного отношения к профессиональной пригодности: внешний вид, национальность, пол, этническая и расовая принадлежность.

Популярное объяснение существования такой дискриминации заключается в том, что работодатели — это фанатики, опасющиеся или презирующие представителей дискриминируемых ими групп. Одно из возражений против такого объяснения состоит в том, что наем талантливых представителей дискриминируемых групп создает возможности для получения дополнительных прибылей. Эти люди имеют более ограниченные возможности и, таким образом, могут быть привлечены более легко, чем члены привилегированных групп. Следовательно, работодатели, практикующие дискриминацию, должны оказываться в менее выгодном положении по сравнению со своими конкурентами, не прибегающими к дискриминации; при достаточно острой конкуренции дискриминация должна была бы попросту отмереть. Схожее возражение применимо для версий, объясняющих наличие дискриминации предрассудками, существующими у большей части наемных работников. Такими предрассудками можно объяснить существование сегрегации в трудовом коллективе, когда дискриминируемые работники трудятся вместе, отделенные от прочих,

однако они не объясняют систематическое занижение заработной платы представителям дискриминируемых групп.

Одно из возражений на эти критические замечания состоит в том, что даже если работодатель лично лишен предубежденности по отношению к той или иной группе работников, такая предубежденность может существовать у потребителей. В этом случае с экономической точки зрения может оказаться целесообразным подстраиваться под вкусы потребителей. Однако если широко распространенная дискриминация объясняется именно этим фактором, то соответствующие предрассудки должны быть очень широко распространены среди населения — иначе потворствование им не было бы выгодным. Такая ситуация, несомненно, может иметь место, однако данное объяснение плохо увязывается с той широкой поддержкой, которую встречают шаги, предпринимаемые государством с целью борьбы с дискриминацией на рабочих местах.

Альтернативное объяснение дискриминации основано на концепции просвещения. Допустим, что работодатели верят в то, что некоторые важные, но не поддающиеся свободному наблюдению качества, необходимые для хорошей работы, встречаются у мужчины чаще, чем у женщины. Тогда при идентичных наблюдаемых характеристиках работодатели будут отдавать предпочтение кандидатам-мужчинам. Если работодатели уверены в том, что вероятность успеха для мужчин в значительной степени выше, чем для женщин, и если точное определение реальной квалификации кандидата требует крупных затрат, они могут вообще отказаться от серьезного рассмотрения кандидатур женщин.

Такой образ действий может быть подвергнут моральному осуждению. Однако он является рациональным, если подразумеваемая корреляция между полом кандидата и вероятностью успеха достаточно велика. Вероятность обнаружения действительно конкурентоспособной претендентки-женщины считается настолько малой, что не оправдывает издержек, связанных с индивидуальным рассмотрением кандидатур женщин. К сожалению, если таких взглядов придерживаются все работодатели соответствующей сферы, то женщины никогда не будут приниматься на данные должности. В этом случае, *даже если указанные взгляды совершенно безосновательны*, они не могут быть опровергнуты какими-либо доказательствами, поскольку у женщин нет никаких шансов проявить себя на данной работе. Таким образом, необоснованные убеждения продолжают благополучно существовать, а вместе с ними сохраняется и непосредственная дискриминация.

Эта дискриминация не просто несправедлива; она еще и неэффективна, поскольку способности отвергнутых женщин не используются лучшим образом. Данный анализ указывает на потенциальную ценность программ «равных возможностей», требующих доброжелательного отношения ко всем претендентам на имеющуюся вакансию, а также программ «действий по утверждению», требующих от работодателя особых усилий по выявлению и рассмотрению претендентов из дискриминируемых групп.

Хотя дискриминация такого рода может быть рациональной, если исходить из убеждений, которых придерживаются работодатели, но сами эти убеждения могут не соответствовать действительности. Поэтому может показаться, что такая дискриминация не переживет хотя бы небольшой экспериментальной проверки. Предположим, однако, что потенциальные работники должны осуществить инвестиции в повышение своей квалификации и что работодате-

ли не могут без труда проконтролировать эти инвестиции. В этом случае при наличии дискриминации заинтересованность работников в осуществлении инвестиций будет различной. Представители дискриминируемой группы не могут рассчитывать на получение в полном объеме тех выгод, которые приносит повышение квалификации, и соответственно будут осуществлять инвестиции менее охотно, чем представители привилегированной группы. В результате квалификация работников этих двух групп действительно окажется неодинаковой, что послужит оправданием для сохранения дискриминации: предвзятый подход сам по себе порождает доказательства своей целесообразности.

Сохранение персонала

Издержки, связанные с набором работников, представляют собой достаточно вескую причину, побуждающую работодателя заботиться о сохранении своего персонала. Более того, при прочих равных условиях опытные работники, как правило, являются более ценными для работодателя.

Человеческий капитал и текучесть кадров. Опытные работники обладают человеческим капиталом — как универсальным, так и специфическим, — приобретенным либо благодаря целенаправленной подготовке, либо просто благодаря длительному пребыванию в данной фирме. Универсальный человеческий капитал имеет ценность для самых разных трудовых отношений, и поэтому работник должен быть полностью вознагражден за увеличение приносимой этим капиталом производительности. Таким образом, универсальный человеческий капитал увеличивает ценность работника, но одновременно увеличивает и связанные с ним издержки; в результате в целом наличие у работников этого капитала не приносит каких-либо особых выгод. Напротив, специфический человеческий капитал имеет ценность только в данных конкретных трудовых отношениях. Он может принимать многочисленные формы: знание механизмов деятельности фирмы, источников местной информации, диалекта, поставщиков, потребителей, коллег по работе и особенностей оборудования; специальные навыки решения задач, характерных лишь для данной фирмы; участие в общественных связях внутри фирмы, а также между фирмой, ее поставщиками и потребителями. Все это увеличивает производительность работника в данной фирме. Тем не менее, поскольку этот капитал не имеет особой ценности за пределами фирмы, нет необходимости полностью вознаграждать работника за приобретение им данного капитала, вследствие чего работники, обладающие специфическим человеческим капиталом, как правило, будут приносить фирме дополнительный доход.⁴ Теряя этих работников, фирма теряет и обеспечиваемые ими ренты и квазиренты. Наконец, переход квалифицированного работника к конкурентам может быть воспринят (как внутри фирмы, так и вне ее) как сигнал о том, что данный работник получил какую-то неблагоприятную информацию о фирме, ее перспективах и шансах в конкурентной борьбе. Это может затруднить привлечение новых работников и сохранение имеющегося персонала.

⁴ Разумеется, фирма должна была оплатить ранее создание этого капитала, в период осуществления инвестиций, так что получаемые ею в настоящее время доходы не обязательно являются результатом эксплуатации.

Один из важнейших способов решения этой проблемы состоит попросту в том, чтобы оплачивать работникам (по крайней мере частично) их специфический для данной фирмы человеческий капитал, даже если соображения конкуренции непосредственно к этому не вынуждают. Когда заработки работников превышают их альтернативные возможности, происходит не только снижение сопровождающейся издержками текучести кадров; у работников появляется стимул для приобретения ценного специфического человеческого капитала, что может обеспечить основу для введения эффективной системы оплаты труда, заставляющей работников ценить свои места и стимулирующей усердный труд (см. главу 8).

Предложения со стороны. Важный вопрос, связанный с проблемой сохранения персонала, заключается в следующем: должен ли работодатель реагировать на предложения со стороны, которые могут получать работники, и какой должна быть его реакция? Если работодатель способен определить, насколько ценно для работника предложение со стороны, он имеет возможность выбирать: либо предложить работнику аналогичные условия, если работник заслуживает этого, либо расстаться с ним. До тех пор пока работодателям известна реакция работника, конкуренция между работодателями, желающими иметь у себя данного работника, будет приводить к максимизирующему общую стоимость результату.

Однако в реальной действительности выполнение этого информационного условия маловероятно. Любое рабочее место имеет определенные неденежные выгоды и издержки; их оценки носят субъективный характер и известны только самому работнику. Кроме того, у людей могут возникать личные привязанности к своим коллегам или региональным сообществам; они могут гордиться своей работой, находить в ней удовлетворение и желание довести до конца начатые дела; они могут иметь собственное мнение относительно перспектив фирмы и их влияния на свое собственное будущее; они могут ценить стиль фирмы, ее престиж и корпоративную культуру; наконец, они могут попросту считать одну работу более или менее приятной, чем другую. С учетом всех этих неопределенностей фирме очень трудно оценить предложение, полученное одним из ее работников, и соответственно определить свою реакцию на такое предложение. В связи с этим у работника появляется стимул для «охоты» за предложениями и распространения дезинформации по поводу привлекательности этих предложений. Такое поведение работника может повлечь за собой довольно крупные издержки для фирмы.

Вариант отказа от конкуренции. Если рассматривать противоположную теоретическую крайность — фирме известна производительность данного работника при его работе на этом месте, но она не имеет никакой информации относительно ценности предложений ему со стороны, то наилучшая стратегия состоит в том, чтобы попросту платить данному работнику фиксированную заработную плату и никогда не реагировать на предложения со стороны. Эта фиксированная заработная плата должна быть выше той, на которую мог бы рассчитывать работник при отсутствии угрозы его перехода к другому работодателю; данная надбавка по существу представляет собой страховой взнос, призванный уберечь фирму от издержек, связанных с потерей работника. Надбавка будет тем больше, чем крупнее потери фирмы в случае ухода работника.

Наибольшее затруднение, связанное с осуществлением этой стратегии, состоит в том, что она требует надежности. Предположим, что ценный работ-

ник получает предложение, которое сулит ему заработок, превышающий его нынешнюю заработную плату, но значительно меньший, чем ценность работника для данной фирмы. Работник дает понять, что он не искал этот вариант и что он предпочел бы остаться на прежнем месте, если только фирма несколько увеличит его заработную плату. Отказаться от сделки при таких обстоятельствах очень трудно, поскольку вариант, при котором работник получает прибавку и остается на своем месте, очевидно выгоден и для работника, и для фирмы. Однако такая сделка лишает какого-либо доверия политику нереагирования на предложения. Единственная надежда заключается в том, что реакция фирмы может быть «засекречена». Идея состоит в том, чтобы разъяснить работнику, какие издержки несет фирма в случае провала политики нереагирования, сообщить ему, что он тем не менее слишком ценен для фирмы, чтобы расстаться с ним, и попросить его не говорить коллегам о том, что он остается из-за получения прибавки. Независимо от возникающих при этом этических проблем политика, при которой фирма сама обманывает работников и просит их обманывать друг друга, таит в себе опасность.

Другая похожая стратегия заключается в реакции в форме ценной недельной компенсации. Во многих университетах, например, профессорам, получившим предложения со стороны, обещают предоставить большие возможности в плане влияния на решения, принимаемые на кафедрах, предлагают возглавить престижные исследовательские работы и предоставить лучшие условия для лабораторных работ и т. д. Для тех, кто недоволен только размером оклада, такие действия работодателя не создают никаких опасных прецедентов; зато они могут оказаться весьма эффективными с точки зрения сохранения ценного персонала. В то же время административные должности и возможности для исследований в силу своей природы не могут быть предоставлены всем; соответственно их предоставление одному профессору не создает очевидного прецедента для остальных.

Поощрение предложений со стороны. Другие организации придерживаются диаметрально противоположной стратегии. Обычно они дают всем своим работникам лишь минимальные прибавки к заработной плате, и единственный способ добиться существенного увеличения заработка состоит в том, чтобы предъявить предложение от другого работодателя. Эта стратегия используется некоторыми экономическими факультетами и школами бизнеса, где исследовательская работа ценится особенно высоко по сравнению с преподаванием.

Полезность такой стратегии опять-таки зависит в первую очередь от информационной обстановки. Оценка научных исследований — задача весьма затруднительная, и труднее всего в этом плане приходится администраторам. Тем не менее ценность научной работы одного преподавателя вуза, скорее всего, будет примерно одинакова для всех вузов сопоставимого уровня. Первоначально вуз, где работает исследователь, располагает лишь очень приблизительной информацией относительно ценности данного работника. Любое предложение от конкурирующего вуза позволяет установить, насколько высоко конкуренты оценивают работу данного профессора. Если собственная оценка вуза-работодателя подтверждает мнение конкурента, то адекватной реакцией может стать предоставление профессору таких же условий, какие предлагает конкурент. В то же время отсутствие привлекательных предложений от конкурентов свидетельствует о том, что профессор уже получает больше, чем он стоит, и не заслуживает никаких особых поощрений.

Недостаток этой системы состоит в том, что она вынуждает талантливых людей тратить время на поиски предложений со стороны. Это дорого обходится как работодателю, так и делающему предложение; и такой вариант может привести к тому, что профессор действительно примет сделанное ему предложение и покинет свой университет.

Издержки мобильности. Человек, меняющий место работы, несет издержки нескольких типов: поиск и оценка другого рабочего места, выработка нового трудового договора, разрыв социальных связей, ущерб семейной жизни, поиск нового жилья и новых школ для детей. Возможно и применение к нему финансовых санкций со стороны прежнего работодателя. Работник может находиться в *золотых наручниках*, т. е. иметь значительные суммы отсроченных вознаграждений и пенсионных отчислений, которых он лишится в случае ухода из фирмы. Иногда с работника открыто взимается залог, утрачиваемый им в случае ухода. Смена места работы будет оправданной для работника лишь в том случае, если преимущества нового места над старым будут достаточно велики, чтобы компенсировать эти транзакционные издержки, связанные с переходом.

Может показаться, что такие санкции выгодны работодателю, поскольку помогают ему сохранить свои кадры: работника можно удержать при более низком уровне заработной платы, чем это было бы при отсутствии санкций. Однако принцип максимизации стоимости и теорема Коуза приводят к иному выводу. Для работодателя и работника было бы неэффективным заключать какой-либо контракт, условия которого препятствуют уходу работника в тех случаях, когда стоимость, создаваемая им на новом месте, превышает ту, что он создает у данного работодателя. Санкции за уход с работы сделали бы предложение применяющего их работодателя менее привлекательным для работника, в связи с чем потребовались бы дополнительные компенсационные выплаты. Эта система оправдывает себя лишь тогда, когда санкции препятствуют переходу работника туда, где он будет создавать меньшую стоимость.

ОТЛОЖЕННАЯ ОПЛАТА И СОХРАНЕНИЕ ПЕРСОНАЛА В «BELLSOUTH»

«BellSouth» (или «Baby Bells») — наиболее быстрорастущая и прибыльная из региональных телефонных компаний, которые возникли в результате разделения по решению суда AT&T/«Bell», доминировавшей в телефонной связи США в 80-е гг. «BellSouth» обеспечивает местные телефонные услуги на юго-востоке США, а также является участником волоконно-оптической телефонной индустрии в национальных масштабах.

«BellSouth», как известно, использует интересную схему отложенной оплаты, с тем чтобы поощрять работников оставаться на фирме и видеть перспективы. Согласно этой схеме, работники могут поместить до 25% оплаты на специальный счет. Затем компания нарачивает вклад работника. Если работник увольняется из компании либо вследствие наступления пенсионного возраста, либо в результате заранее согласованного более раннего ухода на пенсию, тогда сумма по этому счету выплачивается с процентом, вдвое превышающим рыночный. С другой стороны, если работник увольняется, процент начисляется по рыночным ставкам. Разница может быть огромной, особенно для более пожилых людей: она может достигать сотен тысяч долларов.

Создаваемые этой схемой издержки перехода представляются эффективным средством ограничения текучести персонала, особенно в отношении людей, участ-

вующих в ней длительный период. Заметим, что эта схема дает фирме возможность снизить оплату более пожилых работников по сравнению с тем, что ей пришлось бы платить при ее отсутствии. Использует фирма данную возможность или нет и как ей удастся обходиться без этого, представляет интересный для изучения вопрос.

Расторжение трудовых отношений

Точно так же, как фирма может испытывать потребность в привлечении новых работников, у нее иногда возникает необходимость снизить численность работников — либо навсегда в связи с долгосрочными изменениями ее потребности в рабочей силе, либо временно в связи с какими-либо преходящими изменениями, влияющими на производительность фирмы. Кроме того, фирма может оказаться заинтересованной в том, чтобы освободиться от каких-то конкретных работников, которые не оправдывают свое содержание, даже если они сами хотят остаться в этой фирме. В то же время работники, считающие, что данная работа плохо соответствует их способностям и интересам, могут захотеть покинуть фирму. Такие случаи *расторжения* трудовых отношений имеют важное значение для обеспечения эффективного функционирования рынка труда, даже при общем преобладании долговременных трудовых отношений.

Эффективные расторжения и раздел выгоды. Важнейшее препятствие эффективному расторжению трудовых отношений состоит в том, что сторона — инициатор расторжения может не иметь надлежащих стимулов полностью учитывать все издержки и выгоды этого решения. Как мы уже отмечали, успешные трудовые отношения, как правило, требуют, чтобы и работодатель, и работник получали от данных отношений выгоду, как минимум не меньшую, чем в ближайших по выгодности альтернативных вариантах, и чтобы в целом существовала несомненная чистая выгода от данных отношений. Однако предположим теперь, что обстоятельства изменились и одна из сторон больше не считает данные отношения выгодными для себя. Например, работник может найти для себя лучшую работу в другом месте. В этом случае он захочет уйти с данной работы лишь тогда, когда дополнительные выгоды, которые он получит на новом месте работы, превышают его личные издержки, связанные со сменой работы. В этом рассуждении, однако, упускается из виду тот факт, что в результате ухода работника исчезает та чистая выгода, которую получает от данных отношений его нынешний работодатель. Аналогичным образом решение работодателя об увольнении работника учитывает только выгоды и потери работодателя, но не работника.

Можно прийти к мысли о том, что данные трудности могут быть преодолены при помощи правильно построенной системы расчетов между сторонами в связи с расторжением трудовых отношений. Сторона — инициатор расторжения должна была бы выплачивать другой стороне компенсацию за утрачиваемую выгоду или понесенные потери, и таким образом обеспечивался бы полный учет издержек и выгод. Однако осуществлению такого варианта мешают несколько препятствий информационного характера.

Одна из проблем связана с определением размеров соответствующих платежей. Каждая из сторон едва ли сможет свободно узнать, какую ценность имеют для противоположной стороны их отношения, следовательно, возник-

нут проблемы ведения переговоров в условиях наличия частной информации. Даже если исключить эти проблемы путем установления каких-то стандартных норм выплат, не зависящих от индивидуальных оценок, возникает вторая проблема. Если различие в выплатах будет зависеть от причины расторжения отношений — добровольный уход работника или его увольнение работодателем, то оно вскоре может сойти на нет. Любой работодатель часто имеет возможность устроить своему работнику такую трудную жизнь на работе, что тот будет просто вынужден уволиться; со своей стороны, работник может вести себя столь скверно, что у работодателя не останется иного выхода, помимо увольнения данного работника. При этом в обоих случаях третьей стороны не смогут определить виновного. Поэтому введение системы расчетов в связи с расторжением отношений представляется весьма проблематичным: будет попросту неясно, кто кому должен платить.

Старшинство и увольнения. Многие фирмы в том, что касается увольнений, придерживаются политики «последним принят — первым уволен». В первую очередь высвобождаются те работники, которые имеют наименьший стаж работы в данной фирме. Это часто записано в договорах с профсоюзами, но некоторые фирмы и при их отсутствии также следуют такой политике.

Фирмы могли бы добровольно избрать подобную политику, если бы более опытные работники обладали более высокой производительностью относительно своей заработной платы, чем их менее опытные коллеги. Однако, как уже отмечалось ранее, имеющиеся данные свидетельствуют о том, что в действительности имеет место противоположная тенденция: с увеличением стажа заработная плата возрастает быстрее, чем производительность работника, и соответственно заработки начинающих работников меньше, чем их предельные продукты, в то время как заработки их старших коллег превышают их предельные продукты. Таким образом, может показаться, что существует непосредственный стимул для первоочередного увольнения старших по возрасту и более опытных работников.

Хотя такой стимул и существует, последовать ему означало бы подрывать политику зависимости уровня заработной платы от стажа работы. Мы уже познакомились с рядом причин, в силу которых фирмы придерживаются такой системы оплаты труда; к их числу относится необходимость стимулирования усилий работников и ограничение текучести кадров. Обе эти цели достигаются за счет того, что в начале карьеры работник получает заработную плату меньшую, чем его предельный продукт, но впоследствии это компенсируется выплатой заработной платы, превышающей предельный продукт работника. Если работники будут опасаться перспективы быть уволенными, как только их заработки превысят стоимости их предельных продуктов, они не станут заключать такие имплицитные контракты. Таким образом, фирмы заинтересованы в поддержании своих репутаций и в связи с этим предпочитают сохранять старших по возрасту, более опытных работников, даже если им приходится переплачивать по сравнению с увольняемыми более молодыми работниками.

Угрозу для такой стратегии представляет то обстоятельство, что фирма может поддаться искушению незаметно для всех остальных выживать пожилых работников, побуждая их к уходу. Разумеется, такая тактика в конце концов будет разоблачена, что нанесет урон репутации фирмы, однако этой угрозы все же недостаточно для того, чтобы полностью обезопасить работни-

ков. Данное обстоятельство может служить одной из причин, побуждающих профсоюзы так часто требовать строгого соблюдения принципа старшинства — не только при увольнении работников, но и при распределении работ, а также при решении других производственных вопросов, находящихся в ведении работодателя и оказывающих влияние на благополучие работников на рабочих местах.

Сложные случаи расторжения трудовых отношений и инвестиции в человеческий капитал. Допустим, что имеется возможность осуществить инвестиции в универсальный (неспецифический) человеческий капитал, но сами работники не в состоянии принять на себя издержки, связанные со своей подготовкой.⁵ Очевидное решение проблемы состоит в том, что работодатель финансирует обучение работников, но затем возмещает эти расходы, выплачивая в течение некоторого периода этим работникам заработную плату меньшую, чем стоимость их предельного продукта. Положение осложняется тем, что работники могут получить привлекательное предложение от других работодателей и нарушить достигнутую ранее договоренность. В связи с этим целесообразно предусмотреть финансовые санкции, размеры которых не позволят работнику уйти из фирмы лишь ради того, чтобы присвоить себе стоимость приобретенной квалификации, но в то же время сохранят за ним возможность ухода в том случае, если для другого работодателя он действительно имеет более высокую стоимость.

Так, например, некоторые фирмы, оплачивая обучение своих работников в вузах, оформляют эту оплату как ссуды, предоставленные работникам. Если работник по окончании учебы отработывает в фирме заранее определенный срок, фирма аннулирует его задолженность. Однако если он уходит из фирмы до истечения установленного срока, от него могут потребовать полного погашения ссуды.

Этот вариант сопряжен с опасностью того, что он может ограничить возможность осуществления повышающих эффективность переходов работников до тех пор, пока работник не накопит денег на покрытие штрафных санкций или же новый работодатель не «выкупит» работника у прежнего работодателя. Такие случаи, разумеется, имеют место, но после этого новому работодателю приходится заботиться о возмещении своих издержек. Еще одной потенциальной проблемой является присущий этой системе субъективный риск — со стороны либо первоначального работодателя, либо работника — в тех случаях, когда третьим сторонам трудно установить, кто же в действительности был инициатором расторжения отношений.

Для того чтобы проанализировать это осложнение, предположим, что санкции устанавливаются до осуществления инвестиций, что работник дал согласие отработать после окончания обучения определенный срок с сохранением прежней заработной платы и что инвестиции оказались неудачными, так как фактическая продуктивность работника после обучения не возросла. Проблема здесь была бы очевидной, если бы работодатель мог уволить работника и взыскать с него штраф, поэтому мы будем исходить из того, что штраф может быть взыскан с работника только в случае его добровольного ухода из фирмы. У фирмы все же может иметься возможность побудить работника к уходу незаметным для посторонних образом. В этом случае фирма может либо по-

⁵ Данное условие не обязательно исключает отсутствие эффектов богатства в момент заключения первоначального трудового договора.

нести убытки от неудачных инвестиций в том случае, если работник остается на своем месте, либо получить компенсацию в случае его ухода. Очевидно, что фирма будет заинтересована в том, чтобы выжить работника. Разумеется, опасение такого результата может удержать работника от инвестиций в приобретение человеческого капитала.

Аналогичным образом, если работник после успешного осуществления инвестиций сможет побудить фирму уволить его, причем третьи стороны будут не в состоянии определить, что увольнение, по существу, было добровольным, он получит все выгоды от осуществления данных инвестиций в форме более высокой заработной платы на новом месте работы и ему не придется выплачивать компенсацию прежнему работодателю. Это удерживает фирму от финансирования соответствующих инвестиций.

АНАЛИЗ СИТУАЦИИ: УПРАВЛЕНИЕ ЧЕЛОВЕЧЕСКИМИ РЕСУРСАМИ В ЯПОНИИ

Должным образом организованная политика управления человеческими ресурсами представляет собой гармоничную систему, отдельные составляющие которой должны быть совместимыми и поддерживать друг друга. Кроме того, она должна отвечать стратегии и структуре данной организации. Анализ некоторых характерных особенностей кадровой политики преуспевающих крупных корпораций Японии позволяет продемонстрировать взаимодополняющие элементы этой политики.

Наем и сохранение персонала

При обсуждении политики управления человеческими ресурсами крупнейших японских фирм чаще всего отмечают две особенности: гарантии долговременной занятости для так называемых постоянных работников и прием постоянных работников только на ранних стадиях их карьеры. Хотя в действительности эти две особенности отмечаются не только в Японии (в чем мы убедимся в главе 11), в этой стране они, по-видимому, получили наиболее полное воплощение. Ведущие фирмы Японии исключительно редко увольняют постоянных работников и столь же редко нанимают работников со стороны, за исключением тех, кто впервые приходит на работу на низшие ступени иерархии в фирме.

Первым очевидным результатом такой политики является меньшая текучесть кадров. Широко распространенная политика найма только начинающих работников означает, что опытный работник, находящийся на среднем этапе своей карьеры, едва ли способен найти для себя привлекательные варианты трудоустройства в других крупных фирмах. В более мелких фирмах заработки обычно ниже, чем в крупных. Кроме того, в таких фирмах меньше возможностей для служебного роста, менее солидные гарантии занятости и работа в них менее престижна. Эти ограниченные возможности ухода с работы из ведущих фирм упрощают задачу сохранения персонала и одновременно уменьшают издержки, которые в противном случае несли бы работники в связи с изучением рынка труда в поисках лучших вариантов трудоустройства. Однако такая система подвергла бы работников слишком большому риску на рынке труда в случае отсутствия гарантии занятости: уволенный работник не только теряет работу, но и практически лишается возможности найти

работу, сравнимую с прежней. Политика постоянной занятости уменьшает эту опасность и тем самым увеличивает эффективность описанной политики найма: эти стратегии являются комплементарными в том смысле, в котором данный термин определяется в главе 4.

Защита интересов постоянного персонала

Тем не менее ограниченные возможности постоянных работников крупнейших фирм Японии в плане перехода на другую работу, сравнимую с прежней, означают, что немалую часть их доходов составляют квазиаренды: работодатель способен изымать значительную часть вознаграждения работников, не уменьшая их зарплаты ниже уровня следующих по выгодности альтернатив и, следовательно, не опасаясь их ухода. Такая возможность представляла бы собой постоянное искушение для фирмы, управляемой исключительно в интересах инвесторов, и страх работников перед таким потенциальным оппортунизмом подрывал бы их лояльность по отношению к фирме. Однако структура управления японских фирм, предоставляющая трудовому коллективу значительные полномочия, позволяет работникам защищать ценные ими права на занятость.

Действительно, во многих случаях создается впечатление, что работники японских фирм являются претендентами на остаточные активы этих фирм и обладают правом принятия конечных решений — по крайней мере наравне с инвесторами фирм. Совет директоров типичной фирмы состоит почти исключительно из старших менеджеров, всю жизнь проработавших в данной фирме. Высшие руководители считают интересы работников не менее важными, чем интересы инвесторов, и убеждены в том, что политика фирмы фактически в очень значительной степени должна определяться интересами ее работников. Полномочия по принятию решений распределены сверху вниз между различными уровнями управленческой иерархии — вплоть до уровня цеха, где бригады рабочих самостоятельно определяют способы выполнения поставленных перед ними заданий, где предложения работников с нетерпением ищут и внедряют и где любой работник имеет право и обязанность остановить сборочный конвейер в случае возникновения каких-либо проблем. Политика фирмы формируется на самых низких уровнях и продвигается по ступеням иерархии только после одобрения ее по принципу консенсуса. Значительную часть доходов работников составляют премии, размеры которых зависят от общих результатов деятельности фирмы. Вместе с тем лишь небольшая часть денежных поступлений фирмы выплачивается инвесторам в виде дивидендов, в то время как основная часть этих поступлений реинвестируется в фирму в целях обеспечения ее постоянного роста и гарантирования выживания.

Обучение работников. Система, при которой работники не опасаются за свои рабочие места, ожидают получить свою долю от успехов фирмы, не собираются переходить к другим работодателям и имеют право голоса при принятии фирмой решений, поощряет осуществление ими инвестиций в специфический для фирмы человеческий капитал. Этому еще более способствует система, при которой рабочим платят не за конкретную работу, порученную им в настоящее время, а за их квалификацию в соответствии с установленной фирмой шкалой. В то же время невысокая мобильность рабочей силы позволяет фирме финансировать приобретение работниками даже универсального человеческого капитала; при этом фирма не опасается, что работники

воспользуются этим, чтобы перейти на лучше оплачиваемую работу у другого работодателя. Этим можно объяснить тот факт, что японские фирмы часто оплачивают получение своими работниками дипломов в бизнес-образовании и юриспруденции, в то время как европейские и североамериканские фирмы редко решаются на такой шаг.

При большом объеме специфического человеческого капитала принимаемые фирмой решения подвергают человеческий капитал работников риску, сравнимому с тем, которому подвергается физический капитал инвесторов. В результате задача сохранения стоимости человеческого капитала требует, чтобы интересы работников присутствовали в процессе выработки решений фирмой. Это обстоятельство является еще одной причиной вовлечения работников в принятие решений, а также в определении стратегий выживания и роста организации.

Распределение работ, продвижение по службе и консенсус. Экономические и технологические изменения приводят к изменению потребности фирмы в рабочей силе. В этих условиях гарантии долгосрочной занятости обходились бы чрезвычайно дорого для фирмы, если бы она не могла поручать имеющимся работникам решение новых задач по мере возникновения необходимости. Таким образом, система постоянной занятости благоприятствует внедрению гибких систем организации труда, которыми славятся японские фирмы. Более того, в той степени, в которой значительные величины человеческого капитала способствуют внедрению таких систем, инвестиции в обучение работников выступают как еще один элемент их формирования.

В крупнейших корпорациях Японии продвижение работников по служебной лестнице в очень значительной мере основывается на принципе старшинства. Вновь принятый в фирму служащий должен ожидать, что ему понадобится отработать в ней примерно десять лет, прежде чем его кандидатура начнет рассматриваться (наряду с кандидатурами других служащих, поступивших в фирму одновременно с ним) при решении вопросов о заполнении вакантных должностей более высокого уровня. Члены любой возрастной группы опытных работников становятся кандидатами на более высокие должности лишь после того, как будут рассмотрены кандидатуры их более старших коллег. Зарботки работников также зависят от стажа работы, надбавки за индивидуальные заслуги или результаты работы встречаются редко. Кроме того, различия между зарботками работников различных рангов, как правило, меньше, чем в европейских фирмах, и намного меньше, чем в Северной Америке. Эта система не могла бы существовать при наличии активного внешнего рынка труда, который позволил бы поднять оплату выдающимся работникам. Таким образом, в основе данной системы продвижения по службе и оплаты труда лежит практика найма исключительно начинающих работников.

Система принятия решений методом консенсуса требует участия в выработке решений большого числа лиц, причем все заинтересованные стороны должны иметь возможность сообщить о своих мнениях, интересах и тревогах. Эта система могла бы привести к возникновению в организации чрезвычайно крупных издержек влияния, если бы зарботки и карьеры работников в меньшей степени зависели от стажа работы и в большей степени — от очевидной квалификации и заслуг. Кроме того, политика поощрения роста организации — даже ценой уменьшения доходов инвесторов — помогает гарантировать работнику хорошие возможности для повышения по службе в соответ-

ствующее время, и это обстоятельство также помогает контролировать деятельность по оказанию влияния и способствует эффективному принятию решений методом консенсуса. Политика реинвестирования большей части денежных поступлений ограничивает конкурентную борьбу различных групп и подразделений фирмы за ресурсы, необходимые для реализации их проектов. Если бы ресурсы были более ограниченными и приходилось бы выбирать между осуществлением внутрифирменных проектов и выплатой доходов инвесторам, внутри фирмы велась бы более интенсивная борьба за интересы различных групп. Наконец, типичная для японских фирм практика, когда работник не строит всю свою карьеру на осуществлении какой-либо одной функции или работе в одном и том же подразделении, а переводится с места на место внутри корпорации, также способствует формированию у работника более широких интересов, лучше совмещаемых с общими задачами организации, что в то же время помогает контролировать деятельность по оказанию влияния.

Для того чтобы координировать эту сложную систему и управлять ею, отдел по работе с персоналом должен быть в состоянии осуществлять эффективный контроль над работниками, обеспечивать надлежащее развитие их карьер и направлять их туда, где они имеют наибольшую ценность. Это ответственная и сложная работа, связанная с управлением важным и ценным ресурсом и оказывающая непосредственное влияние на благосостояние важной группы претендентов на остаточные активы фирмы. В связи с этим в крупнейших японских корпорациях функция управления персоналом пользуется очень большим уважением и способна привлекать к своему исполнению лучших работников.

В главе 4 мы утверждали, что наличие сильно выраженных явлений комплементарности среди элементов системы является одной из характерных особенностей любой согласованной стратегии. Политика управления персоналом японских фирм представляет собой прекрасную иллюстрацию этого общего принципа.

РЕЗЮМЕ

В классической экономической теории работники рассматриваются как один из ресурсов производства: ставки заработной платы определяются рынком точно так же, как цены всех остальных ресурсов; работники часто меняют место работы. Хотя это описание дает приблизительно верную характеристику рынка труда для некоторых категорий неквалифицированных работников, оно неприемлемо для большинства остальных рынков рабочей силы. Там, где важное значение имеет специальная подготовка работников или где высоки издержки перемены места работы, ставки заработной платы уже не предопределяются рынком и могут быть установлены таким образом, чтобы способствовать решению различных задач, связанных с человеческими ресурсами: привлечение и удержание нужных работников, эффективная подготовка рабочей силы, стимулирование работников и защита их от чрезмерного риска.

Трудовые отношения имеют сложный характер, и определяющие их контракты являются весьма неполными. Детали предстоящей работы чаще всего определяются начальником, которому делегируются соответствующие полномочия. В большинстве случаев этот начальник назначается владельцами физического капитала. Одно из возможных объяснений этого состоит в том, что

материальные активы более уязвимы с точки зрения присвоения, чем человеческий капитал, и наделение правами собственности владельцев физического капитала устраняет угрозу шантажа. Второе возможное объяснение заключается в том, что от способов принятия решений начальниками зависит репутация фирмы и важно, чтобы создатели этой репутации имели возможность получить часть создаваемой ими стоимости, продав фирму, когда они решат отойти от дел. Поскольку человеческий капитал в отличие от физического капитала обычно не передается, то эффективно закрепить властные полномочия и стоимость репутации за долями передаваемого физического капитала.

Политика управления человеческими ресурсами способна создавать стоимость путем избавления работников от рисков, связанных с колебаниями деловой конъюнктуры и неопределенностью в отношении их собственных способностей. Любая такая защита ослабляет заинтересованность работников в осуществлении инвестиций в развитие собственных способностей, а сама фирма может оказаться не в состоянии принять на себя все риски, связанные с колебаниями деловой конъюнктуры. Кроме того, работники зачастую не могут гарантировать, что они не станут присваивать себе выгоды, создаваемые благоприятной конъюнктурой. Если работодатель принял на себя обязательство не увольнять работников и не урезать их заработную плату и в то же время выплатить им за время их работы в фирме суммы, равные в среднем их ожидаемым предельным продуктам, то: 1) заработная плата никогда не будет понижаться, она будет оставаться неизменной или возрастать с течением времени; 2) работники с большим стажем в среднем будут получать больше, чем их коллеги, имеющие одинаковую с ними производительность, но меньший стаж работы, в особенности при выполнении ими одинаковой работы; 3) более старшие по возрасту работники будут в среднем получать больше, чем их более молодые коллеги, имеющие такую же производительность и такой же стаж работы. Работодатели могут также иногда создавать стоимость, делая сбережения или займы для своих работников.

Деятельность фирм по набору работников представляет собой функцию как прогнозируемой потребности фирмы в рабочей силе, так и оценок доступности в будущем работников с соответствующей подготовкой. Как только фирма решит, сколько и каких именно работников ей необходимо, она информирует об этом потенциальных кандидатов, привлекает претендентов нужного ей типа и затем нанимает отобранных. Численность претендентов и их качества зависят от характеристики предлагаемых рабочих мест, которая включает в себя ставки заработной платы, должностные обязанности и возможности для служебного роста. Собрав заявки претендентов, фирма, используя разнообразные показатели, определяет тех, кто заслуживает более пристального внимания, и тех, кто должен быть принят на работу. Наличие на этой стадии дискриминации некоторых групп работников (опознаваемых, например, по полу или расовой принадлежности) может приводить к тому, что представители дискриминируемых групп отказываются от приобретения квалификации или от попыток получить работу, где требуется определенная квалификация, а это в свою очередь ведет к «самоусилению» дискриминации.

После найма работников перед фирмой встает задача сохранения тех из них, кто лучше всего подходит для выполняемой ими работы, и одновременно содействия расставанию (путем добровольного ухода работника или его

увольнения), когда оно приводит к возрастанию стоимости. Здесь проблема заключается в том, что, если ренты или квазиренты, создаваемые данными трудовыми отношениями, распределяются между фирмой и работником, ни одна из сторон не будет должным образом заинтересована в том, чтобы учитывать потери другой стороны от расторжения отношений. Принципы старшинства могут оказаться полезными с точки зрения защиты старших по возрасту и более опытных работников от оппортунистических увольнений, в особенности в тех случаях, когда стратегия оплаты труда данной фирмы основана на том, что работники старшего возраста оплачиваются выше их предельного продукта, в то время как младшего — ниже. В любой системе расчетов в связи с расторжением трудовых отношений важнейшим усложняющим фактором является то обстоятельство, что третьи стороны могут столкнуться с трудностями при определении реального инициатора расторжения отношений. Эта проблема может усугубляться тем обстоятельством, что фирма финансирует инвестиции работника в его человеческий капитал.

Своеобразная кадровая политика крупнейших японских фирм вызвала значительный интерес в Европе и Северной Америке. Эта политика, по сути, представляет собой взаимосвязанное целое, важнейшие элементы которой укрепляют друг друга, а также другие составляющие структур и стратегий фирм.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Применение стандартной микроэкономической теории к рынкам труда рассматривается в учебниках микроэкономики среднего уровня. Гэри Беккер внес наибольший вклад в развитие теории человеческого капитала, многие авторы признали ее значение, и концепция в настоящее время является краеугольным камнем экономики труда. Герберт Саймон ввел идею занятости как отношения в экономику и объяснил важнейшие характеристики отношений в сфере занятости как реакцию на необходимые ограничения на заключение контрактов, что следует из концепции ограниченной рациональности. Оливер Уильямсон, Майкл Уотчер и Джеффри Харрис развили эти идеи дальше. Смотри также работы Уильямсона. Концепция фирмы как совокупности контрактов была выдвинута Арменом Алчианом и Хэролдом Демзецем, тогда как Дэвид Крепс развил трактовку фирмы как носителя репутации.

Идея имплицитных контрактов была введена Костасом Азариадесом, Маргином Бэйли и Дональдом Гордоном в связи с попытками объяснить негибкость заработной платы в рамках макроэкономических исследований. С тех пор эта теория развилась далее, причем особое внимание уделяется возможностям фирмы страховать доходы работников и занятость при различных предположениях относительно юридического принуждения к соблюдению контрактов. Многие из ключевых статей были опубликованы в специальном выпуске «Quarterly Journal of Economics» (1983. Vol. 98). Относительно не изобилующий специальными методами анализ представлен Шервином Роузеном, тогда как Оливер Харт рассматривал имплицитные контракты при наличии информационных различий между работниками и фирмами. Харт и Бенгт Холмстром предлагают другой полезный обзор, который охватывает как модели агентских отношений, так и модели неполных контрактов. Модель имплицитных контрактов частичного страхования и динамики заработной платы создана Милтоном Харрисом и Холмстромом.

Ссылки на просвещение, сигнализацию и самоотбор даны в главе 5. Анализ дискриминации, основанной на просвещении, был развит Кеннетом Эрроу, Джорджем Акерлофом и Майклом Спенсом. Развитие трактовок инвестиций в человеческий капитал принадлежит Шелли Лундберг, Ричарду Стартзу, Шарон Остер и Полу Милгрому. Милгром также показал условия, при которых оптимально не отвечать на предложения со стороны.

Масахико Аоки представил великолепное обсуждение политики японских фирм, их практики, а также множество примеров. Джеймс Бэйрон обеспечил конструктивную критику экономического анализа отношений в сфере занятости с позиции социологии и социальной психологии.

ЛИТЕРАТУРА

- Akerlof G.* Discriminatory Status-Based Wages Among Tradition-Oriented, Stochastically Trading Coconut Producers // *Journ. Polit. Econ.* 1985. Vol. 92. P. 265–276.
- Alchian A., Demsetz H.* Production, Information Costs, and Economic Organization // *Amer. Econ. Rev.* 1972. Vol. 62. P. 775–795.
- Arrow K. J.* Models of Job Discrimination // *Racial Discrimination in Economic Life* / Ed. by A. H. Pascal. Lexington, Ma. : Lexington Books, 1972.
- Azsariadis C.* Implicit Contracts and Underemployment Equilibria // *Journ. Polit. Econ.* 1975. Vol. 83. P. 1183–1202.
- Baily M.* Wages and Employment Under Uncertain Demand // *Rev. Econ. Stud.* 1974. Vol. 41. P. 37–50.
- Baron J.* The Employment Relation as a Social Relation // *Journ. Jap. a. Intern. Econ.* 1988. Vol. 2. P. 492–525.
- Becker G. S.* Human Capital : A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education. New York : Columbia University Press, 1964.
- Goldberg V.* A Relational Exchange Perspective on the Employment Relationship // Working Paper N 208. Department of Economics, University of California, Davis, 1982.
- Gordon D. F.* A Neoclassical Theory of Keynesian Unemployment // *Econ. Inquiry.* 1974. Vol. 21. P. 431–449.
- Harris M., Holmstrom B.* A Theory of Wage Dynamics // *Rev. Econ. Stud.* 1982. Vol. 49. P. 315–333.
- Hart O.* Optimal Labour Contracts Under Asymmetric Information : An Introduction // *Ibid.* 1983. Vol. 50. Jan. P. 3–36.
- Hart O., Holmstrom B.* The Theory of Contracts // *Advances in Economic Theory : Fifth World Congress* / Ed. by T. Bewley. Cambridge : Cambridge University Press, 1987.
- Kreps D.* Corporate Culture and Economic Theory // *Perspectives on Positive Political Economy* / Ed. by J. Alt, K. Shepsle. Cambridge : Cambridge University Press, 1990. P. 90–143.
- Lundberg S., Startz R.* Private Discrimination and Social Intervention in Competitive Labor Markets // *Amer. Econ. Rev.* 1983. Vol. 73. P. 340–347.
- Masahiko Aoki.* Toward an Economic Model of the Japanese Firm // *Journ. Econ. Lit.* 1990. Vol. 28. March. P. 1–27.
- Milgrom P.* Employment Contracts, Influence Activities, and Efficient Organization Design // *Journ. Polit. Econ.* 1988. Vol. 96. P. 42–60.
- Milgrom P., Oster S.* Job Discrimination, Market Forces and the Invisibility Hypothesis // *Quart. Journ. Econ.* 1987. Vol. 102. Aug. P. 453–476.
- Rosen S.* Implicit Contracts : A Survey // *Journ. Econ. Lit.* 1985. Vol. 23. P. 1144–1175.
- Simon H. A.* A Formal Theory of the Employment Relationship // *Econometrica.* 1951. Vol. 19. P. 293–305.

- Spence A. M. *Market Signalling: Information Transfer in Hiring and Related Processes*. Cambridge, Ma. : Harvard University Press, 1973.
- Williamson O. *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*. New York : The Free Press, 1975.
- Williamson O. *The Economic Institutions of Capitalism : Firms, Markets, Relational Contracting*. New York : The Free Press, 1985.
- Williamson O., Wachter M., Harris J. *Understanding the Employment Relation : The Analysis of Idiosyncratic Exchange* // *Bell Journ. Econ.* 1975. Vol. 6. P. 250-278.

УПРАЖНЕНИЯ

Пицца для размышлений

1. Недавнее исследование обнаружило, что работники, которые были уволены, как правило, получают меньшую заработную плату, когда они вновь находят работу.⁶ Тем не менее разрыв между старым и новым заработком, возникавший в результате увольнения, систематически различался между группами. «Белые воротнички» испытывали относительно большее снижение заработка по сравнению с «синими воротничками», а для состоящих в профсоюзе «синих воротничков» это снижение было наименьшим. Также работники, которые работали на прежнем месте работы только короткий период времени, имели меньшие потери в зарплате, чем те, которые работали долго. Наконец, те, которые потеряли свою работу в результате закрытий предприятий, теряли в зарплате меньше, чем те, которые были уволены с действующих предприятий. Как вы можете объяснить все это?

2. Согласно одному исследователю в Бостонском университете,⁷ только 13 фирм в США с более чем 1000 занятых проводят официально провозглашенную политику исключения массовых увольнений: «Delta Airlines», «Digital Equipment», «Federal Express», IBM, «S. C. Johnson», «Lincoln Electric», «Mazda», «Motorola», «National Steel», «New United Motor», «Nissan», «Nucor» и «Херох». Как вы думаете, почему столь немного фирм приняла такую политику? Другие фирмы, хотя и не имеют официально провозглашенной политики в отношении увольнений, на практике следуют той же политике. Например, «Hewlett Packard» постоянно избегал увольнений, переводя каждого на неполный рабочий день в случае необходимости, когда дела шли особо плохо. Каковы преимущества и недостатки такой политики?

3. Используя данные 1980 г. о 250 крупнейших в США обеспечиваемых работодателями пенсионных программах, Эдвард Лейзер⁸ обнаружил, что приведенная стоимость пенсии, получаемой средним работником после ухода на пенсию в нормальном пенсионном возрасте, была 79 476 дол. Если тот же самый работник выбирал ранний выход на пенсию и уходил на 10 лет раньше наступления пенсионного возраста, то он получал пенсионные с чистой

⁶ Gibbons R., Katz L. *Layoffs and Lemons* // Working Paper. N 2968. National Bureau of Economic Research, 1989.

⁷ Цит. по: Moskowitz M., Levering R., Katz M. *Everybody's Business*. New York : Doubleday, 1990. P. 593.

⁸ Lazear E. P. *Pensions as Severance Pay* // *Financial Aspects of the U. S. Pension System* / Ed. by O. Ashenfelter, R. Layard. Chicago : University of Chicago Press, 1983.

приведенной стоимостью как минимум вдвое большей: 158 225 дол. Это несмотря на то, что в последнем случае он работал на фирме меньшее время и должен был бы заработать меньшую пенсию, а также на тот факт, что заработная плата работника перед уходом (к которой часто привязаны пенсионные выплаты) должна была бы быть меньшей. Эта политика поощряет ранний выход на пенсию. Как бы вы расценили это? При том, что сейчас в США работодатель не вправе принуждать к выходу на пенсию, ожидаете ли вы расширения или сокращения практики поощрения раннего ухода на пенсию?

4. Немецкие законы дают работникам большой корпорации право выбирать половину ее директоров, хотя они и не являются ее собственниками. Этот порядок получил название «кодeterminация», и его первоначальный смысл заключался в обеспечении гарантии того, что интересы работников, а не только инвесторов, учитываются при принятии решений в корпорации. При каких условиях интересы эффективности говорили бы в пользу такой системы? Очевидно, что интересы инвесторов тем не менее доминируют. Как вы объясните это?

5. Актуарии выполняют важнейшую задачу в страховании — оценивают временные отрезки и вероятность распределений расходов и доходов для различных договоров о страховании. Для того чтобы стать актуарием, надо сдать серию серьезных экзаменов, которые введены профессиональной ассоциацией актуариев. Обычно это занимает несколько лет. В течение данного периода начинающий актуарий работает на страховую компанию в отделе актуарных расчетов. Квалификация и знания, которые оценивают эти экзамены, есть универсальный человеческий капитал, который щедро вознаграждается рынком. Тем не менее страховые компании предоставляют своим работникам продолжительные отпуска для подготовки к этим экзаменам. Сдача экзаменов обычно означает существенное увеличение в зарплатке и часто продвижение по службе. Как вы оцениваете такие действия компании?

6. «Motorola», электронная фирма в США, как сообщают, проводит следующую политику: если работник проработал на фирме 10 лет и если его предстоит уволить, то это должен сделать лично президент компании. В чем смысл такой политики?

7. Ведущие японские фирмы значительно больше, чем компании в других странах, делают в области просвещения и тестирования кандидатов перед их приемом на работу. Какое вы можете дать объяснение этому? Японские фирмы, которые организовали производственные филиалы в США, продолжают такую практику. Отчасти потому, что используемые стандартные тесты на проверку способностей и интеллекта считаются пристрастными в пользу лиц европейского и восточноазиатского происхождения, обширно применяемое просвещение ведет к жалобам на расовую дискриминацию в сфере занятости. Какой в этой связи должна быть политика общества?

Глава 11

ВНУТРЕННИЕ РЫНКИ ТРУДА, НАЗНАЧЕНИЯ НА РАБОТУ И ПРОДВИЖЕНИЕ ПО СЛУЖЕБНОЙ ЛЕСТНИЦЕ

Подбор людей, способных эффективно управлять делами, и обеспечение их ответственными должностями — это, возможно, наиболее важная из отдельных проблем экономической организации с точки зрения эффективности.

Фрэнк Х. Найт

В развитых экономиках большинство людей состоят со своими работодателями в долгосрочных отношениях найма. Практика *ненко*, или пожизненного найма, в больших японских корпорациях всем хорошо известна, однако стабильные, почти пожизненные, трудовые отношения широко распространены и в других странах. Например, согласно некоторым оценкам, в начале 1980-х гг. типичный американский рабочий трудился на одном месте в течение примерно восьми лет, а четверть всех работающих по найму составляли люди, проработавшие на одной работе по 20 лет и более.¹ Среди рабочих в возрасте свыше 30 лет 40% проработали на своих местах не менее 20 лет. В действительности пребывание на одной работе свыше 15 лет является более распространенным явлением в Соединенных Штатах, чем в Японии,² а сроки работы в 20 лет и более в Великобритании встречаются чаще, чем в Соединенных Штатах.³ При таких долгосрочных трудовых отношениях работники рассчитывают сделать карьеру в тех фирмах, в которых они работают в данный момент, а многие из них надеются на служебный рост.

Их работодатели разделяют эти ожидания. Обычно они нанимают новых людей в фирмы только на ограниченное количество мест, зачастую на работы низкого уровня; замещаются вакансии, которые освободились вследствие другого назначения или повышения по служебной лестнице кого-либо из имеющихся работников; и работодатели предполагают, что работники будут оставаться в фирме на протяжении длительного срока, делая свою карьеру путем продвижения по четко определенной служебной лестнице внутри данной фирмы.

¹ *Hall R.* The Importance of Lifetime Jobs in the U. S. Economy // *Amer. Econ. Rev.* 1982. Vol. 72. Sept. P. 716–724.

² *Kazuo Koike.* Japan's Industrial Relations: Characteristics and Problems // *Jap. Econ. Stud.* 1978. Vol. 7. Fall. P. 42–90.

³ Цит. по: *Hall R.* The Importance...

ВНУТРЕННИЕ РЫНКИ ТРУДА

Долгосрочный характер отношений между работодателями и работающими, ограниченный набор нового персонала, возможность сделать карьеру в фирме и продвижения по внутрифирменной служебной лестнице — таковы ключевые характеристики *внутренних рынков труда*. Внутренний рынок труда состоит из работодателя и работников (какой-то конкретной их группы), связанных с ним долгосрочными отношениями. Внутри одной фирмы может быть более одного внутреннего рынка труда, на каждом из которых действуют различные группы работников. Например, работники-почасовики на нескольких отдельных заводах компании могут образовывать отдельный внутренний рынок труда, а управленческий аппарат фирмы в целом составляет еще один такой рынок. Каждый внутренний рынок труда взаимодействует с основным внешним рынком труда, но в ограниченном масштабе: мобильность вступления на внутренний рынок труда и выхода с него на практике является ограниченной, и условия на внешнем рынке оказывают лишь незначительное влияние на служебные назначения и условия оплаты труда на внутреннем рынке. Внутренний рынок труда не столько отражает — просто и непосредственно — общую рыночную конъюнктуру, сколько функционирует в значительной мере на основе собственных административных правил и взаимопонимания своих субъектов.

Сегментация рынка труда

Концепция внутреннего рынка труда впервые была разработана в начале 70-х гг. Питером Дорингером и Майклом Пиоре. С тех пор многочисленные экономисты, социологи, специалисты по трудовым отношениям и поведению организаций развили эту концепцию и использовали ее для изучения тенденций, имеющих место в сфере занятости, и различных вариантов кадровой политики.

Не все работники охвачены внутренними рынками труда. Для лучшего понимания различных тенденций в сфере занятости и причин наличия или отсутствия внутренних рынков труда в различных ситуациях Дорингер и Пиоре провели различие между *первичным* и *вторичным секторами* в экономике. В первичном секторе внутренние рынки труда представляют собой распространенное, хотя и не всеобщее, явление, в то время как во вторичном секторе они отсутствуют. Для вторичного сектора характерны краткосрочные трудовые отношения, не обещающие продвижения по служебной лестнице; уровень заработной платы здесь полностью определяется рыночными силами. Вторичный рынок труда охватывает рабочие места, не требующие квалификации, где используется ручной труд; «низшие» должности в сфере обслуживания, не требующие особой квалификации (дворники, клерки-контролеры, официанты); должности для служащих низкой квалификации (курьеры в учреждениях, регистраторы); работников-мигрантов, тех, кто работает неполную рабочую неделю, и сезонных работников. Другие рабочие места — рабочие специальности, требующие квалификации, большая часть должностей для служащих, должности техников, менеджеров и специалистов относятся к первичному сектору.

Не все рабочие места первичного сектора входят в состав внутренних рынков труда. Например, не имеет смысла относить к какому-либо из таких

рынков врача, занимающегося частной практикой. Хотя при этом не вызывает сомнения тот факт, что такой врач не относится к вторичному рынку труда, для которого характерны низкие уровни квалификации, невысокие заработки, легкость трудоустройства, нестабильность и низкая доходность образования и приобретенного ранее опыта. Тем не менее большинство квалифицированных рабочих, большинство служащих, специалистов и менеджеров действуют на внутренних рынках труда в первичном секторе.

Позднее ученые уточнили понятие первичного сектора, подразделяя его на различные подсекторы в соответствии с различиями в таких факторах, как уровень входных стандартов, темпы продвижения и уровень текучести, критерии продвижения и формы контроля. Так, Ричард Эдвардс выделил в этом секторе «независимый» и «подчиненный» подсекторы, причем к последнему относилось большинство рабочих мест для полуквалифицированных рабочих и служащих, а к первому — должности руководителей, менеджеров и специалистов, а также сфера ремесел, где работники обладают значительной степенью самостоятельности.

Как уже отмечалось, внутри отдельной фирмы может существовать несколько внутренних рынков труда. Производственные рабочие редко переходят на должности служащих, за исключением тех случаев, когда их выдвигают на должности бригадиров или мастеров. Нечасто встречаются и служащие низкого ранга, выдвинутые на руководящие должности, или менеджеры, перешедшие в разряд низших служащих. Однако внутри каждой из этих групп фирма может предлагать своим работникам весьма протяженные *служебные лестницы* с различными правилами и процедурами, определяющими размеры заработка и служебный рост работника, а также с различными механизмами контроля и мотивации работников.

Справедливость и эффективность. Очевидно, что большинство людей предпочтет работе во вторичном секторе одно из рабочих мест на рынке труда в первичном секторе; внутри же этого сектора место в независимом подсекторе обычно будет более привлекательным, чем место в подчиненном подсекторе. Следовательно, к распределению работников по различным секторам и подсекторам рынка труда можно подойти в первую очередь с позиции обеспечения справедливости или равенства в данной сфере. Может показаться попросту несправедливым тот факт, что некоторые рабочие места, например работа сельскохозяйственного рабочего-мигранта, являясь столь малопривлекательными с точки зрения оплаты труда, безопасности и перспектив роста, в то же время связаны с тяжелым, изнурительным трудом.

Однако требования, предъявляемые к работникам различных секторов, существенно отличаются друг от друга, и, к сожалению, не каждый человек обладает теми качествами, которые необходимы для получения по настоящему хорошей работы. Люди, не имеющие хорошей работы и, казалось бы, заслуживающие лучшей участи, возможно, будут работать очень плохо, попав на работу, для выполнения которой им не хватает ни навыков, ни способностей. Таким образом, речь должна идти не только о справедливости, но и об эффективности.

Более практический характер имеет другой вопрос: обеспечивает ли данное распределение работников между различными сегментами рынка труда достижение необходимого уровня эффективности, способствует ли оно росту этого уровня или, наоборот, сдерживает его, порождая одновременно ощущение

ние несправедливости. Если первоначальное распределение работников определяется их расовой и классовой принадлежностью, полом, личным влиянием или политическими связями, трудно поверить в то, что результат будет благоприятным с точки зрения эффективности. Далее, такое неэффективное распределение еще более усиливается ограничениями на перемещения работников между различными внутренними рынками труда. Однако если распределение отражает соответствующие навыки и способности людей, то оно по меньшей мере является эффективным.

Оплата на внутренних рынках труда

С наличием внутренних рынков труда обычно отождествляется некоторая степень независимости фирмы от внешних рыночных сил в вопросах оплаты труда. Разумеется, эта независимость не может быть абсолютной. Фирма должна как минимум быть способной конкурировать с другими фирмами в том, что касается привлечения новых работников. В более общем плане у ее работника в течение всей его карьеры будут иметься варианты трудоустройства за пределами данной фирмы. Кроме того, работодатель может захотеть нанять опытных работников из других фирм — в том случае, если заполнение соответствующих вакансий собственными работниками сопряжено со слишком большими издержками. Например, если фирме срочно требуются специалисты, знающие, как использовать некую новую технологию, она может предпочесть нанять таких специалистов на стороне, а не ждать, пока ее собственные работники приобретут необходимую квалификацию. Фирма, находящаяся в трудном положении, может пригласить со стороны нового управляющего высшего ранга, способного привнести новые идеи и новый стиль руководства, что улучшит положение этой фирмы. В таких случаях компании, желающей привлечь новых работников, придется предложить им заработную плату, соответствующую рыночному уровню. Тем не менее для многих работников уровень заработной платы в значительной степени не зависит от внешних рыночных сил, что способствует уменьшению рисков, связанных с доходами работников, и позволяет использовать политику оплаты труда для достижения других целей.

Классификация работ и оплата труда. В связи со сказанным часто встречаются утверждения о том, что на внутренних рынках труда «заработная плата назначается не человеку, а его месту». Смысл этой идеи заключается в том, что на внутреннем рынке труда для любого рабочего места устанавливается весьма узкий диапазон заработков. Величина заработка любого конкретного работника при этом определяется в первую очередь занимаемой им должностью, а не его фактической индивидуальной производительностью или альтернативными издержками. Имеются доказательства, подтверждающие такую точку зрения. Не вызывает сомнений тот факт, что многие фирмы устанавливают весьма жесткую шкалу заработков, по крайней мере для работников низшего уровня, и работник, достигший потолка, предусмотренного для данной работы, может добиться увеличения заработка только путем повышения в должности.

Классификация работ и заработков, практикуемая в Стэнфордском университете, является типичной для многих крупных работодателей. В Стэнфорде должности, занимаемые работниками, не состоящими в профсоюзах,

подразделяются на 27 категорий: В7–В24, С4–С10, С99 и N11. (Для работников, охваченных коллективными договорами, существует еще более обширная и сложная классификация рабочих мест). В соответствии с правилами, установленными правительством США, должности категории В считаются должностями с нормированным рабочим днем: работники, занимающие эти должности, ведут учет отработанного времени и должны получать доплату за время, отработанное сверх нормальной продолжительности рабочей недели. Должности категорий С и N относятся к числу ненормированных работ и не дают права на дополнительную оплату сверхурочно отработанного времени. Обычно к этим категориям относятся должности специалистов, менеджеров и администраторов. В табл. 11.1 приведены примеры должностей каждой из упомянутых категорий с указанием минимальной и максимальной месячной заработной платы.⁴

Рабочие места классифицируются в соответствии с квалификацией, необходимой для их выполнения, и сопряженной с ними ответственностью. Соответственно существуют, например, шесть разрядов работы секретаря: секретарь I, IS, II, IIS, III и III (с выплатой премии). Более высокий разряд подразумевает более высокий уровень квалификации и ответственности. Различные виды должностей относятся к одной категории, если к ним предъявляются сходные квалификационные требования, и они означают одинаковый уровень ответственности. Так, должности секретаря разряда III, младшего администратора разряда IV и помощника бухгалтера разряда III считаются сопоставимыми друг с другом по вышеуказанным характеристикам и в силу этого относятся к одной и той же категории (B14). Уровни оплаты труда для каждой категории определяются, по крайней мере частично, исходя из рыночной конъюнктуры и ежегодно корректируются. Однако разные условия спроса и предложения, с которыми сталкиваются кандидаты на различные вакансии, не должны оказывать влияние на классификацию работ (по крайней мере в краткосрочной перспективе). Этот фактор — рыночная конъюнктура — должен учитываться путем корректировки размеров выплат работникам, занимающим различные должности, в пределах установленного диапазона заработков.

Заняв те или иные должности, отдельные работники могут добиваться увеличения своих заработков до потолков, предусмотренных классификацией рабочих мест. Будучи занятыми на данной должности, отдельные работники могут получать прибавку к заработной плате, не превышающую ее максимального размера, установленного для рабочего места этой классификации. Как правило, общая сумма такого повышения заработной платы в любом году контролируется центральной администрацией, однако распределение этой суммы между работниками производится руководителями менее высоких уровней. Повышение заработной платы сверх установленного максимума может быть достигнуто только путем продвижения на более высокую должность или переоценки занимаемой должности. Так, ассистент-медик разряда I (B7) может быть повышен в должности и стать ассистентом-медиком разряда II (B9), а затем ассистентом-медиком разряда III (B11). Аналогичным образом менеджер разряда I может продвигнуться до должности менеджера разряда V. Та-

⁴ Для высших ненормированных категорий (В) примеры не приводятся ввиду отсутствия в настоящее время штатных должностей, относящихся к данным категориям.

Таблица 11.1

Классификация должностей и диапазоны месячных заработных плат в Стэнфордском университете в 1990 г. (в дол.)

Категория	Некоторые должности	Заработная плата	
		min	max
B7	Младший сотрудник, разряд I; ассистент-медик, разряд I	1414	2071
B8	Медсестра	1485	2174
B9	Секретарь, разряд I; младший сотрудник, разряд II; ассистент спорткафедры, разряд I; ассистент-медик, разряд II	1558	2285
B10	Секретарь, разряд IS; помощник бухгалтера, разряд I; специалист по библиотечному делу, разряд I	1639	2405
B11	Секретарь, разряд II; младший сотрудник, разряд III; ассистент спорткафедры, разряд II; ассистент-медик, разряд III	1717	2523
B12	Секретарь, разряд IIS; помощник бухгалтера, разряд II; специалист по библиотечному делу, разряд II	1807	2654
B13	Редактор, разряд I	2197	2789
B14	Секретарь, разряд III; младший сотрудник, разряд IV; помощник бухгалтера, разряд III; специалист по библиотечному делу, разряд III	1985	2929
B15	Секретарь, разряд III (с выплатой премии)	2088	3082
B16	Младший сотрудник, разряд I; секретарь юриста	2197	3231
B17	Начальник группы оформления	2304	3393
B18	» » »	2423	3560
B19	Техник медицинской лаборатории	2547	3745
B20	» » »	2673	3931
B21	Медик-технолог	2813	4122
B22	Старший медик-технолог	2950	4336
B23	» » »	3098	4553
B24	» » »	3252	4782
C4	Ответственный за обслуживание студентов, разряд I; редактор, разряд II; младший администратор, разряд II	2179	3302
C5	Помощник библиотекаря; бухгалтер, разряд I; младший администратор, разряд II	2406	3766
C6	Ответственный за обслуживание студентов, разряд II; помощник библиотекаря; бухгалтер, разряд II; редактор, разряд III; младший администратор, разряд III	2668	4225
C7	Ответственный за обслуживание студентов, разряд III; помощник библиотекаря; бухгалтер, разряд III; редактор, разряд IV; менеджер, разряд I	3043	5080
C8	Старший библиотекарь; бухгалтер, разряд IV; менеджер, разряд II	3550	5856
C9	Менеджер, разряд III	4280	6685
C10	Менеджер, разряд IV	5034	7797
N11	Менеджер, разряд V	6667	Не ограничена

кая система не является уникальной особенностью Стэнфордского университета, аналогичные системы существуют в большинстве крупных организаций, имеющих формализованные кадровые иерархии.

Различия в зарплатах и квалификация. Несмотря на все сказанное, идею о привязке заработной платы к занимаемой должности нельзя воспринимать чересчур буквально. Во-первых, даже при наличии системы классификации рабочих мест могут существовать значительные различия между зарплатами людей, выполняющих одну и ту же работу. Например, в Стэнфордском университете максимальный оклад работника той или иной категории больше его минимального оклада примерно на 50%; этот максимальный заработок превышает и минимальные оклады работников нескольких более высоких категорий. Благодаря этому любая классификация работ оставляет достаточно простора для увязки заработка с производительностью труда и для создания различий в величине зарплат, определяющихся стажем работы или иными факторами, например особыми индивидуальными потребностями или договоренностями.

Во-вторых, многие японские фирмы, в которых существуют внутренние рынки труда, используют «двойную иерархию».⁵ Величина заработной платы работника в данном случае определяется не порученными ему функциями или положением в обычной административной иерархии (т. е. его должностью), а приобретенными работником навыками и результатами его работы, т. е. его положением во второй, рейтинговой иерархии. Таким образом, два работника, выполняющих совершенно различные функции, могут иметь одинаковые зарплаты, если они занимают одинаковые места в рейтинговой иерархии, даже если один из них стоит выше другого в административной иерархии. Аналогичным образом два человека, выполняющих одну и ту же работу, но занимающих различные места в рейтинговой иерархии, могут иметь весьма различные зарплаты. Управление такой двойной иерархией представляет собой сложную задачу, и это обстоятельство позволяет объяснить тот факт, что в типичной японской корпорации отдел управления персоналом играет ведущую роль, пользуется высоким престижем и может привлекать наиболее талантливых работников. Все большее число североамериканских и европейских фирм, в которых существуют внутренние рынки труда, проводит соответствующие эксперименты и внедряет у себя аналогичные стратегии, предусматривающие оплату не столько фактически выполненной работы, сколько квалификации работника. Этот подход пользуется особенной популярностью в тех организационных системах, для которых важное значение имеет готовность и способность работников быстро и безболезненно приспосабливаться к изменениям выполняемых ими функций, когда этого требует обстановка.

ЛОГИКА ВНУТРЕННИХ РЫНКОВ ТРУДА

Долгосрочные трудовые отношения означают ограниченную мобильность работников, по крайней мере в том, что касается переходов из организации в организацию. Однако быстрота и легкость перемещения рабочей силы к ме-

⁵ Более подробно см.: *Masahiko Aoki. Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy. Cambridge : Cambridge University Press, 1988. Esp. ch. 3.*

стам ее наиболее производительного использования в последнее время часто рассматривается как важнейший фактор, определяющий темпы экономического роста и уровень экономической эффективности. Как же тогда объяснить преобладание в организациях внутренних рынков труда, для которых характерны более или менее постоянные трудовые отношения? И как можно объяснить другие характерные особенности этих рынков: ограниченное число вакансий, существование служебных лестниц и продвижение по ним ранее нанятых работников, заработную плату, величина которой — по меньшей мере частично — определяется должностью работника, а не его индивидуальной производительностью?

Долгосрочные трудовые отношения

По меньшей мере три отчетливо различимых фактора способствуют эффективности долгосрочных трудовых отношений того типа, который наблюдается на внутренних рынках труда. К ним относятся: возросшие возможности прибыльных инвестиций в человеческий капитал, специфический по отношению к конкретной фирме, большая действенность контрактов, предусматривающих стимулирующую оплату труда при долгосрочных отношениях, и возросшая способность производить точную оценку вклада работника в осуществление долгосрочных целей путем наблюдения за результатами работы на протяжении более длительного периода.

Специфический по отношению к фирме человеческий капитал. Специфический по отношению к фирме человеческий капитал представляет собой те знания, умения и межличностные отношения, которые увеличивают производительность работников при работе в данной фирме, но становятся бесполезными в случае перехода работников в другие фирмы. При прочих равных условиях работники, приобретшие такой человеческий капитал, будут трудиться в данной фирме с большей эффективностью, чем в любом другом месте. Следовательно, они будут в большей степени тяготеть к сохранению отношений со своим нынешним работодателем, чем работники, не обладающие таким капиталом. Далее, долгосрочные трудовые отношения *способствуют* развитию производительного специфического человеческого капитала: долгосрочные трудовые отношения и инвестиции в специфический по отношению к фирме человеческий капитал представляют собой взаимодополняемые явления. Если фирма и занятые в ней работники не могут рассчитывать на продолжение связывающих их друг с другом отношений, то у них не существует ощутимых стимулов для осуществления дорогостоящих инвестиций в приобретение знаний и навыков, специфических для данной фирмы. Более того, даже тот человеческий капитал, который является бесплатным «побочным продуктом» работы в данной фирме, например межличностные отношения, способствующие эффективному ведению совместной работы, будет формироваться лишь в том случае, когда отношения между работником и работодателем охватывают длительный период.

Контракты, предусматривающие эффективные ставки заработной платы. Действенность эффективных ставок заработной платы, репутационных механизмов и имплицитных неполных контрактов возрастает, когда люди учитывают в своих расчетах долгосрочные перспективы, и долгосрочные трудовые отношения способствуют этому. Рассмотрим в качестве примера систе-

му эффективных ставок заработной платы, при которой работники в случае выполнения порученных им обязанностей сохраняют свои места и получают более чем конкурентоспособную заработную плату, но, будучи уличенными в отлынивании от работы, теряют свои места. Такая система подразумевает возможность сохранения трудовых отношений в течение длительных сроков. Расширенный временной горизонт, кроме того, делает более весомыми соображения, связанные с репутацией, поскольку в этом случае существуют большие возможности извлечь выгоду из хорошей репутации или понести убытки из-за плохой репутации. Это обстоятельство может оказаться важным фактором, обеспечивающим выполнение имплицитных контрактов.

Оценка вкладов работников в достижение долгосрочных целей. Если речь идет о бригаде сборщиков фруктов, чья работа заключается в том, чтобы полностью собрать плоды с деревьев, то результаты работы могут быть измерены быстро и без каких-либо затруднений: необходимо сосчитать количество деревьев, с которых плоды собраны полностью. В данном случае ожидание получения результатов работы не дает никаких преимуществ с точки зрения оценки деятельности сборщика. В качестве прямо противоположного примера — очень трудно оценить работу менеджера по выбору новых технологий, в которые следует направить инвестиции, так как для этого необходимо время, иногда достаточно долгий срок. Трудно обеспечить стимулы, которые побуждали бы к достижению долгосрочных результатов тех работников, которые проработают в данном месте лишь непродолжительное время.

Такой разрыв во времени между выполнением работы и появлением показателей, свидетельствующих о наличии благоприятных результатов, может привести к возникновению двойной проблемы для некоторых менеджеров — тех, кто принимает участие в принятии инвестиционных решений и одновременно отвечает за принятие решений, которые оказывают влияние на краткосрочные результаты. Как нам уже известно, согласно принципу равного вознаграждения, если менеджер должен уделять внимание принятию как краткосрочных, так и долгосрочных решений, его предельные вознаграждения за эти работы должны быть равными. При краткосрочных трудовых отношениях стимулирование достижения краткосрочных результатов обостряет проблему стимулирования долгосрочной деятельности, поскольку у менеджеров появляется заинтересованность в том, чтобы сосредоточить усилия на достижении ближайших целей, пренебрегая долговременными перспективами. Чтобы смягчить эту проблему, фирма, возможно, будет вынуждена ослабить и стимулирование достижения краткосрочных результатов. Таким образом, невозможность измерения долгосрочных результатов может привести к ослаблению всех видов стимулирования.

Политика продвижения

В любой организации посредством продвижения работников решают две задачи. Во-первых, они помогают осуществлять такое распределение функций между работниками, при котором последние способны вносить наибольший вклад в успешную деятельность организации. Во-вторых, продвижения служат средством стимулирования и вознаграждения работников. Эти принципиально отличные задачи иногда вступают в противоречие друг с другом, что порождает сложные проблемы в сфере управления, но позволяет объяс-

нить многие явления, наблюдающиеся в практике деятельности различных организаций.

Политика продвижений и распределение рабочих мест. Как правило, в иерархических структурах более высокие должности требуют более высокого уровня знаний или квалификации и сопряжены с более высокой ответственностью: на этих должностях успехи имеют большее значение, а неудачи влекут за собой более крупные издержки. Очень важно назначать на такие должности людей, обладающих необходимой квалификацией и способностями. Однако зачастую бывает трудно сразу же определить, какие должности являются наиболее подходящими для вновь нанятого работника, хотя, после того как он проработает в фирме некоторое время, задача решается значительно проще. В этом случае выдвижение работников, занимающих в данный момент должности низшего уровня, становится эффективным механизмом заполнения специализированных и более ответственных должностей. В других случаях качества, необходимые для работы на более высоком уровне, могут быть приобретены только путем длительной работы в данной организации. Такая ситуация особенно вероятна там, где важное значение имеет знание оперативных процедур, технологии, квалификации и характеров других работников, характеристик потребителей и поставщиков. В этой ситуации продвижения работников опять-таки являются эффективным механизмом.

**ПРЕДВЗЯТОСТЬ ПРИ ПРОДВИЖЕНИЯХ: ПРЕДПОЧТЕНИЕ ОТДАЕТСЯ
«ЗВЕЗДНЫМ» ИСПОЛНИТЕЛЯМ**

Очевидной формой дискриминации при продвижении работников по служебной лестнице является предоставление преимущества тем работникам, которые добивались хороших результатов на ранних стадиях своих карьер. Таким работникам могут, например, предоставляться лучшие возможности для того, чтобы показать себя в выгодном свете, им могут выделять большее количество ресурсов, а при оценке результатов их работы сомнительные моменты будут истолковываться в их пользу. Люди, учившиеся в солидных колледжах и закончившие их с хорошими отметками, назначаются на те должности, где существуют наибольшие шансы отличиться, а затем те из них, кому удалось с самого начала произвести хорошее впечатление на своих начальников, получают прибавки при последующих продвижениях. Аналогичное явление наблюдается в тех спортивных соревнованиях, где применяется система отсева участников: игроки, имеющие наивысший рейтинг, в первых матчах встречаются со слабейшими соперниками. Применительно к служебному росту работников такая предвзятость может показаться проявлением несправедливого фаворитизма. Однако она имеет определенные достоинства с точки зрения выявления наиболее способных работников.

В качестве иллюстрации рассмотрим такую ситуацию: фирма пытается определить, какой из двух ее работников должен быть назначен на имеющую важное значение должность. Первоначально вероятность успешного выбора представляется одинаковой для каждого из этих работников. Фирма имеет возможность оценить результаты их работы либо один раз, либо дважды; каждый результат дает информацию о пригодности работников для данной должности. Наконец, допустим, что в каждом раунде наблюдения фирма может определить лишь одно: кто из этих работников работал лучше, а кто — хуже. В таком случае, если во втором раунде наблюдения фирма будет относиться к обоим

работникам одинаково, независимо от того, кто был лучшим в первом раунде, дополнительная оценка результатов их работы ничего не дает фирме!

Для того чтобы разобраться в этом, отметим сначала, что если фирма оценивает работу кандидатов только один раз, то оптимальным для нее решением будет назначение на должность того кандидата, который имеет лучшие результаты работы. Теперь предположим, что имеется возможность провести второе наблюдение и что во втором раунде победителю первого раунда не будет отдаваться никакого предпочтения. В этом случае, согласно правилу принятия оптимального решения, фирме следует проигнорировать информацию, полученную во втором раунде, т. е. назначить на должность победителя первого раунда. Очевидно, что такое решение будет верным в том случае, когда в обоих раундах побеждает один и тот же работник. Если же в первом раунде побеждает один работник, а во втором — другой, то у фирмы как минимум не меньше оснований для того, чтобы отдать предпочтение победителю первого раунда, чем для того, чтобы предпочесть победителя второго раунда: следовательно, назначение победителя первого раунда опять-таки является оправданным. Возможность сравнить претендентов еще раз — беспристрастно или с предвзятостью в пользу проигравшего в первом раунде — не имеет никакой информационной ценности.

Предположим теперь, что фирма способствует тому, чтобы победитель первого раунда одержал победу и во втором раунде. В этом случае оптимальным для фирмы решением будет продвижение победителя второго раунда; следовательно, второй раунд имеет информационную ценность. Если целью фирмы является определение лучшего кандидата, то, благоприятствуя во втором раунде победителю первого раунда, она действует оптимальным образом.

Источник: Meyer M. Learning from Coarse Information: Biased Contests and Career Profiles // Rev. Econ. Stud. 1991. Vol. 58. Jan. P. 15-41.

Управленческие иерархии. Структура должностных обязанностей в управленческих иерархиях такова, что принятие решений, контроль и руководство на высших уровнях имеют более важное значение, чем аналогичные функции на низших уровнях. Менеджеры и руководители низших уровней несут ответственность за решение наиболее рутинных задач. Предусматривается, что при решении нерутинных вопросов, выходящих за рамки их собственного опыта, они будут консультироваться со своими начальниками, в особенности если речь идет о решениях, которые могут существенно повлиять на результаты деятельности фирмы. По мере продвижения вверх по иерархической лестнице менеджеры наделяются большей ответственностью и большей свободой действий. Если влияние решений регионального менеджера в значительной мере ограничивается результатами деятельности регионального отделения фирмы, то решения высшего руководства фирмы влияют на общие результаты ее деятельности. Эта закономерность может отражаться на распределении людей с различным уровнем способностей по различным должностям. Главный вопрос здесь заключается в следующем: увеличиваются или уменьшаются при переходе с одного уровня иерархии на другой требования, предъявляемые к усилиям, опыту, способностям и талантам лиц, назначаемых на различные должности?

На практике, учитывая общепринятую структуру управленческого аппарата, важно обеспечить выдвижение наиболее производительных работников на должности высших уровней. Используя профессиональный язык эконо-

мистов, можно сказать, что предельный доход от увеличения либо усилий менеджера, либо его талантливости, способностей и опыта соответствующей работы будет тем выше, чем более высокое положение в иерархии занимает данный менеджер. Это в свою очередь означает, что фирма будет стремиться к выдвижению более трудолюбивых и способных менеджеров на должности более высоких уровней, причем наилучшие из них должны попадать в состав высшего руководства. А поскольку данные характеристики легче выявить среди тех, кто уже работает в фирме, чем среди людей, приходящих со стороны, продвижения работников опять-таки становятся эффективным способом заполнения должностей высших уровней.

Продвижения и конкуренция со стороны внешнего рынка труда. Те, кто не работает в фирме — аутсайдеры, — полагают, что процесс выдвижения на более высокие должности позволяет им — в определенной мере — выявлять наиболее способных работников данной фирмы. Предполагается, что выдвигаются те работники, которые добились хороших результатов на своих предыдущих должностях. Соответственно при прочих равных условиях продвинувшиеся по службе работники обладают лучшими альтернативными возможностями трудоустройства, чем их коллеги, не добившиеся продвижения, и в силу этого должны получать более высокую заработную плату. Это приводит к двум последствиям. Во-первых, продвижения практически всегда сопровождаются увеличением зарплаток. Во-вторых, поскольку при продвижении по службе производительного работника необходимо повысить ему заработную плату, у фирмы может возникнуть желание в какой-то степени замедлить служебный рост работников и уменьшить число классификационных категорий с тем, чтобы сохранить свое информационное преимущество над аутсайдерами. Это искушение «притормозить» продвижения может оказаться особенно сильным, когда речь идет о работниках, еще не привлекающих к себе особого внимания со стороны посторонних работодателей, возможно, в силу того, что они не имеют значительных деловых контактов за пределами фирмы. Продвижение таких людей по служебной лестнице делает их более заметными и увеличивает как величину заработной платы, которую необходимо им выплачивать, так и вероятность их потери. Напротив, если работник уже приобрел известность за пределами фирмы, то попытки «спрятать» его не имеют особого смысла.

Параллельные служебные лестницы. Сравнения, к которым мы прибегали до сих пор — между двумя смежными уровнями управления или двумя категориями секретарей или производственных рабочих, — имеют смысл лишь в тех случаях, когда смежные уровни иерархии заняты решением однотипных задач. Самый лучший продавец или торговый агент может оказаться непригодным для эффективного выполнения функций менеджера по сбыту, даже если он в совершенстве знает продаваемую продукцию и соответствующий рынок, что очень важно для успешной работы на этой должности. Аналогичным образом лишь в результате необычного стечения обстоятельств лучший преподаватель или научный работник факультета может оказаться и лучшим кандидатом на должность декана. Если учесть роль продвижений как средства стимулирования и вознаграждения работников, то данное обстоятельство создает особую проблему. Многие превосходные инженеры в результате продвижений превратились в посредственных менеджеров, в то время как их «обойденные» коллеги (которые еще меньше подходили для работы в качестве менеджеров) испытали разочарование или вообще лишились

мотивации для дальнейшей работы. Типичная для внутренних рынков труда увязка заработка с рангом работника еще более усугубляет эти проблемы. В целях их решения некоторые фирмы в последнее время проводили эксперименты по созданию отдельных служебных лестниц для ученых и инженеров, которые обеспечивали возможность служебного роста без перехода на административную работу. Примерами могут служить фирмы «Analog Devices, Inc.», выпускающая оборудование для производства полупроводников, и «3M Company» — производитель клейкой ленты скотч, блокнотов пост-ит и тысяч других продуктов. Еще один пример — IBM: некоторые выдающиеся ученые проработали в этой фирме всю жизнь, получая повышения в должности и поощрения, никак не связанные с переходом на административную работу. Однако другие фирмы считают желательным привлечение высококвалифицированных инженеров и ученых к участию в управлении, поскольку, по их мнению, опыт такого участия способствует учету ими различных аспектов деятельности фирмы при создании и внедрении новых технологий.

Продвижения как средство стимулирования и вознаграждения. Ясно, что в большинстве иерархических организаций возможность продвижения по служебной лестнице является важнейшим механизмом стимулирования, либо заменяющим непосредственные финансовые стимулы, либо дополняющим их. Этот факт в свою очередь помогает объяснить распространенную практику заполнения лишь ограниченного числа вакансий (обычно на нижних уровнях иерархии) за счет найма работников со стороны. Представим себе, что работникам организации постоянно приходится опасаться того, что на открывшуюся вакансию будет назначен «человек со стороны», а не кто-либо из них. В этом случае их заинтересованность в усердной работе как средстве добиться продвижения будет резко ослаблена, так как шансы на получение этой награды будут гораздо меньшими.

Однако широкое использование продвижений в качестве механизма стимулирования вызывает недоумение. Может показаться, что продвижения представляют собой весьма несовершенное средство стимулирования, по крайней мере по сравнению с непосредственными финансовыми стимулами. Продвижения осуществляются периодически, в то время как денежные вознаграждения могут использоваться постоянно и изменяться по мере необходимости. Продвижения в большинстве случаев могут быть обеспечены лишь для небольшой части работников, в то время как на денежные вознаграждения в принципе может рассчитывать любой из них. Далее, даже наилучшие из работников должны повышаться в должности относительно нечасто. Денежные вознаграждения и вычеты, напротив, могут применяться настолько часто, насколько это оказывается необходимым. Кроме того, продвижения создают конкуренцию между работниками, что может играть отрицательную роль там, где важное значение имеют сотрудничество и дух команды. Наконец, как отмечалось в предыдущем разделе, возможно возникновение серьезного противоречия между ролью продвижений как средства стимулирования и вознаграждения и их ролью в распределении работ между отдельными людьми. Повышение в качестве вознаграждения за хорошую работу на прежней должности может приводить к реализации знаменитого «принципа Питера». Согласно этому лукавому принципу, в организациях люди всегда получают на одно повышение больше, чем нужно: работника повышают до тех пор, пока он не достигает своего «уровня некомпетентности», т. е. должности, на кото-

рой он не может успешно справляться со своими обязанностями, где он и остается до окончания своей карьеры. Нетрудно понять, каким образом такой вариант может осуществиться в системе, в которой повышения в должности являются попросту вознаграждением за хорошую работу. Почему же в таком случае продвижениям как средству вознаграждения придается столь большое значение?

Разумеется, если заработки работников увязываются с занимаемыми должностями при помощи каких-либо рутинных административных процессов, не учитывающих квалификацию, способности или результаты деятельности отдельных работников, то единственным эффективным способом увеличения заработков хороших работников является их продвижение на более высокооплачиваемые должности. Однако это утверждение не является адекватным ответом на поставленный выше вопрос, поскольку оно подразумевает, что величина заработка непременно должна быть в большей степени связана с занимаемой должностью, чем с индивидуальными характеристиками работника.

Конкурсы. Обеспечение стимулирования путем выдвижения лучших работников на более высокооплачиваемые должности представляет собой частный случай сравнительной оценки результатов работы. Эффективное ранжирование работников осуществляется на основании результатов их деятельности; победители получают повышения, обходя проигравших. Учитывая различия в величине заработков на каждом уровне, такая система порождает *конкурсы*. Ситуация напоминает турниры по гольфу или теннису или кубковые соревнования в различных командных видах спорта: сумма, получаемая человеком за победу, зависит только от того, насколько хорошо он выступил по сравнению с другими участниками, а не от какой-либо абсолютной характеристики его деятельности. Единственной нужной или используемой информацией о результатах деятельности в конкурсах является относительная, *порядковая* информация о том, кто проявил себя лучше, а не какая-либо абсолютная, *количественная* информация о величине, на которую результат деятельности работника превысил некий абсолютный стандарт.

Во многих ситуациях своевременно и с приемлемыми издержками может быть получена только порядковая, относительная информация. Может оказаться достаточно легко определить (и согласовать с другими свою оценку), кто именно из членов некоторой группы людей лучше всего выполняет свою работу. В то же время определить, насколько хорошо каждый из этих людей справляется с работой в каком-то абсолютном измерении, может быть чрезвычайно сложно. Такая ситуация особенно вероятна тогда, когда работа включает в себя различные элементы, которые с трудом поддаются благоприятному описанию и количественной характеристике. Тем не менее подобная количественная информация может потребоваться при любой системе, в которой вознаграждение за достигнутые результаты осуществляется путем тщательного регулирования величины заработков. В этих ситуациях конкурсы могут быть единственным эффективным методом обеспечения стимулирования. Рассмотрим следующие три примера.

• Руководство факультета колледжа вполне может решить, что студент *А*, специализирующийся на каком-то сложном предмете, успевает лучше студента *В*, выбравшего более легкий учебный план, хотя студент *В* в целом имеет лучшие показатели. Однако не существует очевидного способа опреде-

лить абсолютные результаты каждого студента или хотя бы величину превосходства *A* над *B*. Тем не менее руководству факультета ясно, кто из этих студентов должен получить награду за успехи в учебе.

• Секретарь *A* работает с начальником, который требует быстрого и аккуратного выполнения многочисленных обязанностей; для выполнения этих обязанностей необходимы компетентность, сообразительность и умение принимать самостоятельные решения. Более того, *A* регулярно помогает другим служащим в выполнении их обязанностей. Начальник секретаря *B* требует от него только отвечать на телефонные звонки и время от времени печатать письма. Хотя оба секретаря безукоризненно выполняют все, что от них требуется, очевидно, что *A* работает усерднее, чем *B*. Вопрос о том, кто из них больше заслуживает повышения, не вызывает никаких сомнений. Тем не менее любое количественное измерение выполняемой ими работы, которое могло бы быть использовано для определения уровней оплаты труда при помощи какой-либо формулы оплаты по результатам, было бы весьма затруднительным, дорогостоящим и небеспорным.

• Руководитель *A* возглавил отстающее подразделение, которое сталкивалось с острой иностранной конкуренцией и с длительными трудовыми конфликтами; он восстановил предельную прибыльность подразделения, одновременно осуществляя инвестиции в создание новых видов продукции, которые, по-видимому, обещают принести реальный успех. Руководитель *B* управлял подразделением, постоянно приносящим прибыль, которое производит продукт повышенного спроса и не испытывает серьезной конкуренции. Исходя из всех стандартных финансовых показателей, подразделение *B* добилось лучших результатов, чем подразделение *A*. Разработать индивидуальные контракты, которые обеспечивали бы соответствующие финансовые стимулы для обоих руководителей с учетом различия выполняемой ими работы, — задача, возможно, и разрешимая, но, несомненно, чрезвычайно сложная; гораздо легче просто определить, что *A* добился большего, чем *B*, и именно его следует повысить в должности.

СТИМУЛЫ В СОРЕВНОВАНИЯХ ПО ГОЛЬФУ

Проведенное недавно эмпирическое исследование показало, что усилия и результаты участников турниров по гольфу зависят от величины и распределения призов. Исследователи установили, что результаты профессионалов-гольфистов ухудшаются при увеличении призовых сумм: увеличение призового фонда на 100 000 дол. (в ценах 1984 г.) приводит к снижению среднего результата участников турнира с 72 лунками на 1.1 удара. Большая часть этого снижения приходится на заключительные раунды турниров, в которых игроки выступают уже уставшими и соответственно им труднее быть сосредоточенными. Кроме того, результаты игроков в последних раундах изменялись в зависимости от интенсивности стимулов, с которыми они сталкивались. Поскольку разница между денежными призами за первое и второе место значительно больше, чем разница между призами за второе и третье место (аналогичное верно для всех последующих мест), предельный доход от уменьшения результата игрока в последнем раунде на один удар оказывается более высоким в том случае, когда игрок после первых трех раундов находится среди лидеров, а не среди аутсайдеров. И действительно, игроки с более высоким доходом от подобных усилий добиваются в

последнем раунде лучших результатов, даже с учетом статистически определенных влияний других факторов на их результаты.

Источник: *Ehrenberg R. G., Bognanno M. L. Do Tournaments Have Incentive Effects? // Journ. Polit. Econ. 1990. Vol. 98. Dec. P. 1307-1324.*

Вторая причина использования конкурсов в целях обеспечения стимулов имеет место тогда, когда существует значительный общий фактор неопределенности, который влияет на соотношение между выбираемыми работниками уровнями усилий и результатами их деятельности. Например, фактические объемы продаж, осуществленных отдельными продавцами, могут зависеть от одних и тех же ненаблюдаемых рыночных факторов, таких как действия конкурентов или реакция рынка на новый продукт. В главе 7 мы использовали принцип информативности для того, чтобы показать, что сравнительная оценка результатов в целом может быть полезна при наблюдении за деятельностью одного отдельно взятого агента. Она позволяет более точно судить об усилиях другого агента. Когда существует значительный общий фактор, влияющий на результаты деятельности каждого из агентов, сравнение результатов может обеспечить эффективное исключение влияния упомянутых общих факторов и тем самым более точное определение наиболее усердных агентов. Последнее в свою очередь позволяет обеспечивать те же стимулы с меньшим риском для тех лиц, чью мотивацию стремится обеспечить работодатель. Эти рассуждения могут помочь объяснить популярность соревнований между продавцами по объемам продаж как средства обеспечения их мотивации.

Третье преимущество конкурсов проявляется в тех случаях, когда у менеджеров или владельцев фирм может возникнуть искушение сэкономить за счет невыплаты заработанных работниками денежных поощрений за достигнутые результаты; с этой целью менеджеры или владельцы могут занижать фактически достигнутые результаты и соответственно размеры премиальных выплат. Эта проблема может приобретать серьезное значение в тех случаях, когда работникам трудно следить за результатами работы друг друга (что затрудняет эффективное выполнение имплицитных контрактов), а третьим сторонам трудно проверить достигнутые результаты (в силу чего проблема не может быть разрешена при помощи арбитража). При таких обстоятельствах все же существует возможность наблюдать за тем, вручаются ли обещанные призы за победу в конкурсе. Следовательно, конкурс с заранее объявленными призами дает администрации возможность гарантировать оплату труда по достигнутому результату. Без такой гарантии возможности побудить работников добиваться хороших результатов при помощи обещаний (ничем не подтверждаемых) оказываются более ограниченными.

Один из потенциальных недостатков конкурсов обнаруживает себя тогда, когда существуют возможности для тайного сговора между работниками. Если вознаграждение зависит только от относительного результата, а не от абсолютных характеристик выполненной работы, то ожидаемые доходы каждого работника не изменятся в том случае, если все они договорятся работать спустя рукава, создавая при этом видимость больших усилий. Разумеется, такой вариант позволяет работникам уменьшить издержки, которые они несут в

связи с выполнением работы, и является для них соблазнительным искушением.

Вторая трудность заключается в том, что участник конкурса может с такой же легкостью добиться успеха за счет саботажа чужой работы, а не за счет собственных добросовестных усилий. Данное обстоятельство представляет собой очевидный источник неэффективности.

Даже без учета этих проблем теория позволяет предположить, что для того, чтобы конкурсы обеспечивали эффективное стимулирование, необходима соответствующая корректировка величины призов. На внутренних рынках труда такими призами являются дополнительные заработки, связанные с переходом на лучше оплачиваемые должности, а также возможность для победителей участвовать в конкурентной борьбе за следующее продвижение. Это означает, что политика оплаты труда и политика продвижений должны быть связаны друг с другом. Прежде чем перейти к данному вопросу, мы рассмотрим некоторые из причин, которые могут вызывать увязку оплаты труда с занимаемой должностью.

Оплата в зависимости от должности

Как упоминалось ранее, поскольку политика продвижений на основании результатов работы помогает конкурирующим работодателям выявлять наиболее талантливых и усердных служащих компании, продвижения обычно сопровождаются повышением заработной платы, даже тогда, когда работа на новых должностях не является более трудной. Данное обстоятельство может служить объяснением тенденции к повышению зарплат внутри иерархии, но оно не объясняет, почему величина заработка не увязывается с индивидуальными результатами или характеристиками.

Проблемы измерения. Одна из причин увязки оплаты труда с должностью имеет место тогда, когда очень трудно сколько-нибудь точно измерить результаты работы и производительность работника или хотя бы достаточно подробно охарактеризовать их. Такая ситуация в особенности характерна для административного персонала в больших организациях со сложной структурой, где трудно определить вклад конкретного работника в результаты деятельности организации. В таких случаях величина вклада отдельного работника в значительной мере зависит от действий и решений других работников, а также от тех факторов, которые не могут быть учтены в момент заключения эксплицитных контрактов, предусматривающих оплату по результатам работы. Попытки оплачивать работу по ее результатам при таких обстоятельствах, возможно, не будут особенно отличаться от политики произвольной оплаты труда. Аналогичным образом оплата труда в зависимости от квалификации работников не имеет особого смысла, если уровни квалификации с трудом поддаются определению и измерению и тем более если трудно вообще предвидеть и определять, какие навыки работника могут оказаться полезными для работодателя.

Другой вариант заключается в выплате каждому работнику согласованного с ним индивидуального оклада. Однако данный вариант может оказаться чрезвычайно неэффективным, так как издержки переговорного процесса могут оказаться весьма значительными. Более того, если лица, которые ведут такие переговоры со стороны фирмы, не имеют стимулов, побуждающих их

добросовестно отстаивать ее интересы, могут возникнуть дополнительные проблемы. Однако возможность обеспечения таких стимулов для лиц, ведущих переговоры от имени фирмы, также является проблематичной. Каким образом фирма может определить, что ее представитель переплатил работнику или, наоборот, занял чересчур жесткую позицию и отпугнул необходимых фирме людей? Каким образом фирма могла бы по крайней мере информировать своих представителей о том, какого образа действий она от них ожидает?

Децентрализованное определение уровней оплаты труда. Еще один возможный вариант заключается в том, что ответственность за определение уровней оплаты труда возлагается на руководителей отдельных подразделений. Привлекательность этой альтернативы обусловлена тем, что нижестоящие руководители чаще всего относительно хорошо информированы о способностях и реальных вкладах своих подчиненных в общие результаты. Эта система может быть весьма действенной при условии эффективного стимулирования руководителей, побуждающего их принимать на свои подразделения все издержки и выгоды, возникающие вследствие принимаемых ими решений по оплате труда работников.

Однако во многих случаях обеспечить такую мотивацию бывает затруднительно, в особенности если результаты работы самого руководителя с трудом поддаются измерению. Если менеджер не несет ответственности за прибыли и убытки, у него нет особых причин для того, чтобы избегать излишеств в том, что касается оплаты труда работников. Более того, оценка результатов работы отдельных работников часто представляет собой неприятное занятие — так же как и распределение прибавок к заработной плате. Менеджеры склонны избегать таких занятий, а когда им все же приходится оценивать результаты работы подчиненных, они стараются не проводить резких различий между ними и выставляют низкие оценки лишь самым худшим из них. В результате большинство работников в конечном счете получают высокие оценки и составленные таким образом рейтинги содержат мало полезной информации.⁶ Проблема заключается в том, что издержки (личного характера), связанные с выставлением низких оценок, несут отдельные менеджеры и компенсировать им такие издержки нелегко. Фактически — в той мере, в какой система оценки работы менеджеров основывается на результатах работы их подчиненных, — выставление подчиненным неудовлетворительных оценок, в сущности, означает для менеджеров принятие на себя дополнительных издержек.

Более того, если интересы фирмы в сфере трудовых отношений и оплаты труда выходят за пределы кругозора отдельного менеджера, возникают дополнительные проблемы. Примером может служить случай, когда фирма желает иметь возможность переводить работников из подразделения в подразделение, что является вполне обычным на внутренних рынках труда. Если контракты менеджеров не заставляют их оценивать приобретение работниками такого человеческого капитала, который имеет ценность для фирмы в целом, но не для выполнения работником его текущих обязанностей, то менеджеры не станут поощрять инвестиции работников в приобретение такого капитала. Далее, если при повышениях по службе или переводах на другую

⁶ Более подробно об оценке результатов см. главу 12.

работу подчиненных менеджеры не получают никакого вознаграждения, у них может возникнуть желание «спрятать» своих лучших работников. По этой причине IBM и некоторые другие крупные фирмы оценивают работу своих менеджеров по числу их подчиненных, получивших повышения или переведенных в другие подразделения фирмы.

Еще один фактор, препятствующий предоставлению менеджерам свободы действий в вопросах оплаты труда, — это издержки влияния. Если сходные должности во всей фирме оплачиваются примерно одинаково, причем величина заработной платы определяется в значительной мере решением центральной администрации, то какие-либо интриги не могут значительно повлиять на величину заработка работника. Если же нижестоящие руководители обладают существенной свободой действий в вопросах оплаты труда, то работники добиваются повышения своих зарплаток, используя для этой цели сравнения с зарплатами работников других подразделений; в результате издержки влияния могут оказаться весьма значительными. Разумеется, работники, стремясь к увеличению своих зарплаток, могут пытаться повлиять и на классификацию работ. Однако можно считать, что такие попытки будут иметь более ограниченный характер, поскольку в этом случае существует значительно меньше возможностей добиться каких-либо изменений.

Диапазоны оплаты труда. Систему определения уровней оплаты труда, применяемую обычно на внутренних рынках труда, можно рассматривать как механизм преодоления указанных трудностей, связанных с определением и измерением результатов работы и с предоставлением руководителям на местах полной свободы действий в вопросах оплаты труда. Обычное решение состоит в том, что устанавливаются некоторые диапазоны зарплаток для различных должностей, а затем величина заработка каждого отдельного работника определяется исходя из оценки его заслуг, производимой его непосредственным начальником. Часто ежегодные фонды, выделяемые руководителям подразделений для повышения заработной платы работников, являются лимитированными, в связи с чем размер возможного увеличения заработка любого отдельного работника становится еще более ограниченным.

Данные положения иллюстрирует табл. 11.2, составленная на основании «Инструкции по увеличению окладов в 1991 г.», действовавшей в издательской фирме «Simon & Schuster, Inc.».

Отметим наличие контрольных цифр, характеризующих численность работников, относимых к каждой оценочной категории. Предоставление менеджерам определенной роли в установлении величины индивидуальных зарплаток позволяет им использовать ту информацию относительно результатов деятельности работников, которой они обладают. Одновременно наличие фиксированных диапазонов оплаты труда для различных должностей и лимитированных фондов повышения заработной платы ограничивает свободу действий менеджеров и тем самым помогает держать под контролем проблемы стимулирования, которые могут возникать вследствие предоставления менеджерам свободы действий.

В то же время при небольших размерах средств, выделяемых для повышения заработной платы, возможности для дифференцированного вознаграждения работников в соответствии с их заслугами часто оказываются весьма ограниченными. Даже если наихудшие исполнители вообще не получают прибавок, из-за ограниченности средств заработка наилучших работ-

Таблица 11.2

**Максимально допустимые размеры повышения заработной платы
в соответствии с заслугами работников в фирме
«Simon & Schuster, Inc.» в 1991 г. (в %)**

Оценка результатов деятельности	Положение в рейтинге заработной платы FY91				
	ниже минимума	нижняя треть	средняя треть	верхняя треть	выше максимума
Превосходно (10% общей суммы)	8.0–12.0	7.0–10.5	6.0–9.0	5.0–7.0	4.0–6.0
Лучше требуемого—свыше ожиданий (30% общей суммы)	7.0–10.5	6.0–9.0	5.0–7.5	4.0–6.0	0.0–3.0
Полная компетентность (45% общей суммы)	6.0–9.0	5.0–7.5	4.0–6.0	0.0–3.0	0.0
Нуждается в совершенствовании и/или ниже ожиданий	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Неудовлетворительно	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

ников могут оказаться всего лишь на несколько долларов выше среднего уровня. При столь незначительной разнице в величине заработков у менеджеров оказывается еще меньше оснований для серьезного отношения к оценке деятельности работников и для того, чтобы принимать на себя издержки, связанные с осуществлением точной и значительной дифференциации работников.

Внутренние рынки труда как системы

Аргументы, представленные выше для объяснения различных характерных особенностей внутренних рынков труда — долгосрочных трудовых отношений, ограниченного найма работников со стороны, заполнения вакансий путем повышения в должности имеющихся работников, увязки оплаты труда в первую очередь с занимаемой должностью и лишь во вторую очередь с индивидуальными заслугами работника, — не являются взаимно несовместимыми, и фактически многие из этих явлений включают в себя взаимодополняемые элементы. Однако поскольку мы рассматривали эти аргументы изолированно друг от друга, можно было бы ожидать значительного разнообразия в практике деятельности реальных фирм в зависимости от серьезности тех проблем, для решения которых создаются внутренние рынки труда.

В действительности же фирмы, функционирующие в самых разнообразных и изменчивых условиях, применяют системы внутренних рынков труда, для которых характерны многие из рассмотренных нами особенностей. Это позволяет предположить, что данные характеристики являются частью какой-то гармоничной системы, состоящей из взаимодополняющих элементов и предназначенной для разрешения некоторой универсальной проблемы; соответственно мы должны анализировать такие явления именно под этим углом зрения.

К сожалению, наш анализ внутренних рынков труда еще недостаточно глубок для того, чтобы дать их полностью систематизированную характери-

стику, содержащую единообразное объяснение всех их основных особенностей. Однако некоторые шаги в этом направлении уже были предприняты.

Внутренние рынки труда. Отлынивание от работы и самоотбор. Одна из наиболее удачных попыток объяснить многие из характерных особенностей внутренних рынков труда как унифицированное решение универсальной проблемы выделяет две ключевые проблемы, с которыми сталкивается фирма. Первая из них заключается в необходимости стимулировать усилия работников в условиях, когда реальные результаты их деятельности наблюдаются менеджерами фирмы, но не могут быть проверены третьими сторонами. Недостаточные возможности проверки означают, что заработок работника не может быть увязан с результатами работы непосредственным образом — при помощи контракта, выполнение которого могло бы быть обеспечено судебными органами. Вторая проблема возникает из-за того, что только сами работающие знают, насколько тяжело для них достигнуть любого заданного уровня результатов. Соображения эффективности требуют, чтобы более способные работники добивались бы более высоких результатов, но вопрос заключается в том, как побудить их к этому.

Любая система, обладающая многими из характерных особенностей внутренних рынков труда, теоретически способна решить эти две проблемы одновременно. Допустим, что фирма вводит у себя следующую систему. Она определяет иерархию постоянных должностей и начальную должность, доступную для нанимаемого работника. Для каждой должности установлены уровень оплаты и нормативы выполнения работы, причем должности более высоких уровней означают более высокие заработки, но требуют более интенсивной работы. При наличии конкурентного давления заработная плата на любой должности должна будет оказаться равной той дополнительной стоимости, которую создает работник, выполняющий установленные нормативы. Однако поскольку результаты работы не могут быть проверены третьими сторонами, фирма соглашается выплачивать установленную заработную плату любому работнику, занимавшему соответствующую должность в течение любого периода, независимо от реальных результатов его деятельности. Это соглашение может быть выполнено при помощи судебных органов, так как возможность выяснения, было ли данное лицо назначено на ту или иную конкретную должность и была ли ему выплачена согласованная сумма, считается не вызывающей сомнения. Однако, если работник не работает на требуемом уровне, он увольняется с занимаемой должности (после получения причитающейся ему платы). Работники, выполняющие установленные требования, оставляются на занимаемых должностях на следующий период.

Все вновь нанимаемые работники занимают начальные должности. Те из них, кто слишком плохо справляется со своими обязанностями, получают расчет и увольняются, однако те, которые работают лучше, продвигаются на следующие должности. Как правило, на любой должности работник, чьи результаты выше заранее установленных норм (выполнение которых необходимо для того, чтобы сохранить за собой данную работу), переводится на следующий уровень с более высоким уровнем оплаты труда и более высокими требованиями. Однако и в тот период, когда работник добивается результатов, дающих право на повышение, он получает только ту плату, которая гарантирована для его текущей должности.

Равновесное поведение. Как будут вести себя работники в только что описанной системе? При условии, что требования к работе не слишком строги относительно способностей работника, а плата достаточно высока, работник предпочтет работать с такой степенью усилий, которая позволяет выполнять нормы, установленные для занимаемой им должности. В противном случае он будет уволен, что приведет к потере высокого заработка. Кроме того, при любых заданных нормах более способным людям будет легче выполнять их. Следовательно, эти люди могут счесть целесообразным работать на более высоком уровне, необходимом для получения повышения, в то время как менее способные работники не станут делать этого. Таковы ключевые элементы, создающие равновесные режимы поведения в описанной системе.

«КРЫСИНЫЕ ГОНКИ» И КАРЬЕРНЫЕ ТРЕВОГИ

Многие профессии, по-видимому, могут быть охарактеризованы как «крысиные гонки»: чтобы не отстать от остальных (и, может быть, чуть-чуть опередить их), люди работают гораздо дольше и намного интенсивнее, чем следовало бы, исходя из любых рациональных расчетов социальных издержек и выгод. Например, юристы, консультанты по менеджменту и университетские преподаватели часто работают по 70–80 часов в неделю, принося в жертву работе свою общественную и семейную жизнь и даже здоровье. Их работа хорошо оплачивается, однако кажется маловероятным, чтобы последние часы из тех, которые они каждый вечер посвящают работе, приносили бы результаты, достаточные для того, чтобы оправдать такие издержки. Аналогичное явление, по-видимому, имеет место в случае с абитуриентами, слишком усердно занимающимися ради того, чтобы поступить в престижные университеты Японии и французские grandes écoles (элитные высшие школы), — менее интенсивные занятия, безусловно, принесли бы им больше пользы; не приходится говорить и о том, что общество понесло бы какой-то очевидный ущерб, если бы эти абитуриенты чуть-чуть расслабились.

Почему же сохраняется такой неэффективный тип поведения? Почему бы кому-нибудь, например кому-то из работодателей, не положить конец этой «крысиной гонке»? Такой поступок повысил бы уровень эффективности, и можно предположить, что часть соответствующих выгод могла бы достаться самому работодателю: возможно, снизился бы уровень заработной платы, необходимый для привлечения и сохранения работников.

Одно из возможных объяснений ставит во главу угла проблемы, связанные с информацией. Если результаты работы частично зависят от некоторой постоянной, но ненаблюдаемой индивидуальной характеристики работника, которую мы можем называть его способностями, то работодатель вполне логично будет рассматривать высокий уровень прошлых и настоящих результатов как указание на то, что и будущие результаты окажутся высокими. Результаты любого периода зависят также от прилагаемых усилий и от случайных факторов, однако работодатели не могут определить, является ли конкретный высокий результат следствием способностей работника, его усилий или просто удачи. В итоге у работника возникает дополнительный стимул для усердного труда, поскольку более высокий сегодняшний результат обеспечит более высокую оценку работодателем способностей работника и соответственно более высокие ожидания в отношении его будущих результатов и более высокие будущие заработки.

Заметим, что эти стимулы для интенсивного труда наиболее сильно действуют в начале карьеры работника, что объясняется двумя причинами. Во-первых, именно в этот период существует наибольшая неопределенность в отношении

способностей работника, и поэтому работник обладает наибольшими возможностями в плане влияния на оценку работодателем его способностей. Кроме того, этот период в наибольшей степени отдален от окончания карьеры, и, следовательно, выгоды от любого замеченного работодателем увеличения способностей имеют наибольшую ценность. Позднее, когда репутация работника благодаря неоднократным оценкам результатов его работы стабилизируется, ему будет труднее изменить представление работодателя о его способностях, а выгода от улучшения репутации будет менее долговечной.

Разумеется, работодатели осознают эти стимулы, и, составляя свои мнения относительно способностей работников, они будут учитывать тот факт, что более молодые работники работают исключительно интенсивно на ранних стадиях своих карьер, а впоследствии сбавляют темп. Однако, хотя на уровне отдельного работника усердная работа часто приводит к более благоприятным оценкам его способностей, дополнительные усилия не оказывают систематического благоприятного влияния на представления работодателей о способностях работников. Если какой-то индивид выйдет из «крысиной гонки», умерив свои усилия, то этот факт останется незамеченным. В этом случае соответствующее ухудшение результатов данного работника будет истолковано как свидетельство его невысоких способностей, а не как следствие выбора данным лицом менее высокого — и более эффективного — уровня интенсивности труда. Поэтому ни один работник не считает целесообразным прекратить свое участие в гонке, хотя в целом она наносит обществу ущерб.

Источники: Holmstrom B. Managerial Incentive Problems : A Dynamic Perspective // Essays in Economics and Management in Honour of Lars Wahlbeck. Helsinki : Swedish School of Economics, 1982; Akerlof G. The Economics of Caste and of the Rat Race and Other Woeful Tales // Quart. Journ. Econ. 1976. Vol. 90. Nov. P. 599-617.

При правильном определении числа ступеней служебной лестницы, уровней оплаты труда и нормативов продвижения для каждого уровня работники будут заинтересованы в том, чтобы добиваться повышений до тех пор, пока каждый из них не достигнет уровня, который «соответствует» его (известным ему лично) способностям. На этом уровне работник готов работать так, чтобы удержаться на занимаемой должности, но не желает прилагать дополнительные усилия для того, чтобы продвигнуться на следующую ступень. Обещания увеличить заработную плату после повышении при необходимости работать более интенсивно недостаточно для того, чтобы сделать повышение желанным для работника. Таким образом, работники на основе имеющейся у них частной информации осуществляют самоотбор и тем из них, кто имеет возможность работать интенсивно без особых затруднений, обеспечивается соответствующая мотивация.

В данной теоретической системе «принцип Питера» незаметно превратился из проблемы, которой следует избегать, в механизм «сортировки» и мотивации работников. В этой системе люди не достигают своих уровней некомпетентности. Вместе этого они постоянно идут на повышение с тех должностей, где их квалификация оказывается чрезмерно высокой, до тех пор пока не получают должности, требования к которым полностью соответствуют уровням их индивидуальных способностей.

Более того, при правильной организации этой системы в ней исключается отлынивание от работы. Работники, стремящиеся получить повышение, будут превышать нормативы — минимально допустимые уровни интенсив-

ности работы, а те, кто уже достиг должностей, соответствующих их способностям, сочтут целесообразным выполнять установленные нормы, чтобы избежать увольнения. При отсутствии отлынивания от работы не будет и увольнений, за исключением тех работников, которые не справляются со своими обязанностями на исходных должностях.

ЕЩЕ РАЗ О «КРЫСИНЫХ ГОНКАХ»

Приведенное выше объяснение «крысиных гонок» может быть подвергнуто сомнению в связи с одной проблемой: во многих случаях усилия, прилагаемые людьми, поддаются наблюдению, по крайней мере частично. В действительности молодые юристы, работающие в престижных фирмах, стараются сделать так, чтобы их видели на рабочих местах и днем, и ночью. Если исходить из приведенного объяснения, они должны были бы скрывать тот факт, что они работают интенсивно, с тем чтобы работодатели приписывали бы их замечательную производительность их исключительным способностям, а не усердному труду. Следовательно, они должны были бы уходить с работы пораньше, выставляя напоказ какую-нибудь спортивную амуницию, а придя домой, братья за работу, спрятанную в их спортивных сумках!

Впрочем, эту загадку может разрешить одна из вариаций данной модели. Предположим, что работодатели пытаются распознавать не столько способности работников, сколько их чувство ответственности и трудолюбие и что эти характеристики неодинаковы у различных работников, но не поддаются наблюдению. В таком случае начинающие работники будут иметь стимулы для того, чтобы попытаться создать себе хорошую репутацию путем удлинения своего рабочего дня — это будет воспринято руководством как готовность и в будущем работать интенсивнее прочих работников. Пребывание на рабочем месте сверх оптимального срока может послужить сигналом о такой готовности работника, чем и объясняется наблюдаемая в реальной действительности тенденция. Опять-таки если данные стимулы осознаются руководителями, то, разумеется, ни один из них не попадается на эту удочку, однако ни один работник не может позволить себе расслабиться из-за опасения показаться лентяем. Кроме того, данные стимулы наиболее весомы в начале карьеры каждого работника в силу тех же причин, которые рассматривались нами при изложении первого варианта данной модели.

Характеристики системы. Система, описываемая этой моделью, воспроизводит на редкость большое число свойств, присущих служебным лестницам, существующим на реальных внутренних рынках труда. В этой модели заработок работника зависит только от должности, занимаемой им в данный период. Даже те работники, которые перевыполняют установленные нормы, добываясь повышения, не получают каких-либо непосредственных надбавок: для них вознаграждением является увеличение их зарплаток после повышения в должности. Оклад и уровень ответственности работника возрастают по мере его продвижения по служебной лестнице, и более способные работники в конце концов достигают более высоких уровней ответственности в фирме. Все вновь нанятые работники первоначально попадают на единый начальный уровень; в противном случае неквалифицированные работники могли бы поступать на высокие должности и, реализуя стратегию отлынивания до момента выдачи заработной платы, увольняться. После первоначальных ис-

пытаний работники остаются у работодателя, вступая с ним в отношения, которые в конце концов становятся долгосрочными. Увольнения случаются редко (только тогда, когда кто-либо по ошибке добивается продвижения на чересчур высокий для себя уровень, а затем решает, что не имеет смысла пытаться соблюдать установленные для этой должности требования), так же как и добровольные уходы работников (они будут иметь место только тогда, когда фирма по ошибке не предоставляет работнику заработанного им повышения).

Еще одна интересная особенность данной системы заключается в том, что фирма не получает никаких рента от тех работников, которые уже достигли в ней желаемого положения: их плата равна стоимости производимого им продукта. Напротив, те работники, которые еще добиваются повышения, приносят фирме ренты или квазиренты, поскольку они работают более интенсивно, чем другие работники на тех же должностях, но получают такую же заработную плату. Следовательно, «восходящие звезды» будут цениться очень высоко, и фирмы будут конкурировать друг с другом, выявляя и привлекая к себе наиболее многообещающих из числа новых кандидатов на занятия различных должностей. (Квазиренты, заработанные на таких «восходящих звездах», могут рассматриваться как доход от инвестиций в их привлечение).

В этой системе отсутствует одна черта, присущая многим реально существующим служебным лестницам: на практике иерархические лестницы часто представляют собой пирамиды, сужающиеся кверху; в рассматриваемой же модели никак не обеспечивается уменьшение численности работников на высших уровнях по сравнению с низшими уровнями. Хотя управленческие иерархии действительно имеют тенденцию принимать форму пирамиды, эта форма не является универсальной характеристикой всех служебных лестниц, в особенности в тех случаях, когда в обязанности работников более высоких уровней не входит руководство деятельностью работников низших уровней. Так, например, деятельность высшего порядка может означать ответственность за выполнение большего количества операций в ходе производственного процесса или за решение не совсем обычных задач или обслуживание большей территории, но не руководство большим числом подчиненных. В этих случаях численность работников на верхних уровнях вполне может превышать численность работников низших уровней. Например, в школе бизнеса Стэнфордского университета должности секретаря разряда IIS занимает большее число людей, чем должности секретаря разряда II. Такая же картина наблюдается во многих товариществах, оказывающих профессиональные услуги, например в юридических фирмах, где обычно партнеров бывает больше, чем прочих работников, и в университетах, где зачастую можно встретить больше профессоров, чем ассистентов или доцентов.

В данной модели, как и в большинстве экономических моделей, способности работников рассматриваются как одномерная характеристика. Некоторые люди просто работают производительнее других. В реальной жизни люди отличаются друг от друга по значительно более широкому набору характеристик, таких как темперамент, жизненная энергия, навыки общения, аналитические способности и т. д., что превращает распределение работ в сложную и тонкую операцию. В модели, которую мы рассмотрим далее, учитываются и некоторые из этих усложняющих обстоятельств.

ИЗДЕРЖКИ ВЛИЯНИЯ, СТИМУЛЫ И НАЗНАЧЕНИЕ НА РАБОТУ

Когда повышения используются как для стимулирования деятельности работников на занимаемых ими должностях, так и для назначения наиболее квалифицированных людей на ключевые посты, может возникнуть фундаментальное противоречие. Как уже отмечалось, лучший исполнитель какой-то работы может оказаться не самым подходящим кандидатом для занятия более высокой должности. Очевидным решением данной проблемы может показаться отделение повышений от функции стимулирования деятельности. Мы уже предполагали, что при таком подходе могут возникнуть некоторые проблемы, в особенности в связи с необходимостью определения и измерения результатов деятельности и создания у менеджеров заинтересованности в осуществлении тщательных оценок, которые часто оказываются необходимыми для того, чтобы оплата труда могла служить средством мотивации работников. Даже если отвлечься на время от этих проблем, данное решение все же может оказаться неэффективным. Оно может привести к возникновению издержек влияния — в тех случаях, когда у работников есть возможность использовать рабочее время в целях демонстрации своей пригодности для повышения и когда распределение времени среди работников не поддается наблюдению. Необходимость устранения этих издержек может побудить фирму использовать повышения в качестве стимулов даже тогда, когда она могла бы использовать в этих целях оплату труда по результатам.

РАЗЛИЧИЯ В ЗАРАБОТКАХ, ИЕРАРХИИ И КОНКУРСЫ

В любой иерархии важным элементом вознаграждения повышаемого в должности работника является возможность добиваться дальнейшего продвижения на еще более высокие уровни, обеспечивающие еще более высокий статус, большие заработки и привилегии. В сущности, служебные лестницы в иерархиях представляют собой конкурсы с выбыванием, в которых призом за победу на одном этапе является немедленное вознаграждение (более высокий оклад и другие непосредственные выгоды) плюс стоимость права продолжать борьбу.

Чем выше поднимается человек по служебной лестнице фирмы, тем меньше у него остается возможностей для дальнейшего продвижения. При прочих равных условиях это уменьшает заинтересованность в продолжении борьбы за продвижение, поскольку вторая часть вознаграждения повышаемого работника — возможность двигаться дальше и бороться за следующие призы — постепенно сходит на нет. Это означает, что для поддержания заинтересованности в борьбе за продвижение необходимо, чтобы непосредственные финансовые выгоды от повышения в должности возрастали бы одновременно с продвижением работника вверх по иерархической лестнице. Следовательно, по мере такого продвижения должны увеличиваться и различия в величине заработков, обусловленные должностным положением. Когда работник занимает пост управляющего высшего ранга, он теряет возможность выигрывать какие-либо призы, соответственно увеличение заработка, связанное с последним продвижением, должно быть особенно значительным.

Эти прогнозы подверглись проверке в ходе недавно проведенного эмпирического исследования. Его результаты в целом подтверждают теоретические положения. Исследователи убедились в том, что данные о зарплатах служащих пяти должностей

ных уровней в более чем 300 крупных фирмах, действующих в различных отраслях промышленности США. На уровне менеджера завода усредненный заработок (оклад плюс премия) составлял 21 000 дол. (в ценах 1967 г.), на следующем уровне — 37 000 дол., на третьем уровне — 43 000 дол., на четвертом — 60 000 дол. и на высшем уровне (управляющего высшего ранга) — 130 000 дол. Таким образом, средний прирост заработка в связи с продвижением на один уровень вверх составлял соответственно 16 000, 6000, 17 000 и 70 000 дол. Эти совокупные данные в значительной мере соответствуют теоретическим предсказаниям. Что еще более важно — изучение различий в размерах заработков служащих различных рангов внутри каждой фирмы весьма убедительно подтвердило оба прогноза: по мере продвижения вверх по иерархической лестнице фирмы различия в размерах заработков возрастают, а назначение на должность управляющего высшего ранга обеспечивает чрезвычайно крупное — по сравнению с другими повышениями — увеличение заработка. Эти данные имеют особенно важное значение, так как они были скорректированы таким образом, чтобы учесть различия в количестве должностных рангов в разных компаниях и различные размеры структурных единиц компаний.

Источник: Lambert R. A., Larcker D. F., Weigelt K. Tournaments and the Structure of Organizational Incentives (Draft). The Wharton School, University of Pennsylvania, 1989.

Проблема назначений на работу

Для того чтобы проиллюстрировать эту проблему и понять, как реагирование на нее может повлиять на политику организации, рассмотрим гипотетическую ситуацию, при которой фирма должна выдвинуть одного из двух своих работников на ключевую должность, например администратора или руководителя. Определяющая характеристика данной должности состоит в том, что в случае ухода из фирмы человека, занимавшего ее, фирма может понести большие издержки, связанные с заменой этого работника или с тем, что эта должность временно будет вакантной. Оба кандидата в настоящее время занимают должности, на которых их индивидуальные усилия являются производительными в том плане, что дополнительные усилия работника увеличивают вероятность благоприятного результата (например, крупной сделки или успеха в научных исследованиях). Оба кандидата одинаково способны успешно справляться со своими нынешними обязанностями, однако их возможности в отношении работы на данной ключевой должности могут быть различными. Хотя один из кандидатов может быть лучше подготовленным для работы на этой должности (в том смысле, что общая прибыль фирмы будет более высокой в случае, если на должность будет назначен именно этот кандидат), первоначально фирме неизвестно, кто именно является таким кандидатом.

Данные работники могут проводить время на работе двумя способами. Они могут посвящать время увеличению вероятности благоприятного результата в своих нынешних сферах ответственности или же могут расходовать время на то, чтобы подтвердить свою пригодность для более высокой должности. Однако у них нет изначальных симпатий или антипатий к двум этим направлениям деятельности. Они готовы распределять свои усилия так, как им предпишет руководство фирмы, при условии, что не существует

каких-либо стимулов, побуждающих их действовать противоположным образом.

Ситуацию осложняют две проблемы, связанные с возможностями наблюдения. Во-первых, привлекательность любого конкурирующего предложения, которое может получить работник, в конечном счете попавший на указанную ключевую должность, не может быть оценена фирмой. Во-вторых, фирма не может проследить за тем, как работники распределяют свое время и усилия и не может определить, не скрывает ли работник какую-либо полученную им неблагоприятную информацию относительно своей пригодности для выдвижения на данную должность. В такой ситуации работник, который посвятит часть рабочего времени проверке своей пригодности для продвижения, а затем сокрытию неблагоприятных результатов, скорее всего, будет иметь более веские козыри. По всей вероятности, он будет производить лучшее впечатление в плане своей подготовленности для высокой должности, чем в том случае, если он не тратит время на такую деятельность. Однако связанное с этим отвлечение работника от его повседневной работы уменьшает вероятность получения благоприятного результата в сфере его ответственности.

Воздействие ограниченных возможностей наблюдения. Если бы не существовало данных сложностей, связанных с возможностями наблюдения, оптимальная стратегия фирмы оказалась бы простой. Фирма сопоставляла бы стоимость, создаваемую в результате повышения качества информации о квалификации кандидатов на важную должность, с издержками, которые она понесет вследствие уменьшения ожидаемой производительности работников на их нынешних должностях; после этого фирма могла бы дать работникам соответствующие указания по распределению их времени между повседневными обязанностями и проверкой своей пригодности для повышения. Работники получали бы фиксированную заработную плату за выполнение повседневной работы; соответственно их заработки не зависели бы от результатов работы и фирма могла бы назначить на важную должность того из них, кто произвел впечатление лучше подготовленного. Впоследствии заработки работников не зависели бы от занимаемых ими должностей — если только работник, назначенный на высокую должность, не получил бы предложения со стороны: в этом случае фирма соответствующим образом повысила бы ему заработную плату при условии, что это обойдется ей дешевле, чем потеря данного работника.

Неспособность фирмы оценивать вакансии других работодателей делает такую стратегию реагирования на предложения неосуществимой. Как было показано в главе 10, одно из возможных решений заключается в том, что повышенному в должности работнику выплачивается некоторая надбавка к заработной плате — своего рода страховка от потери данного работника и сопряженных с этим издержек. В результате данная ответственная должность становится более привлекательной, чем другие, поскольку ее обладателю для увеличения своего заработка не нужно получать солидных предложений от других работодателей.

Если бы распределение усилий работников было полностью наблюдаемым, различие в величине заработков, связанное с повышением в должности, не вызывало бы никаких дополнительных проблем. Даже если бы работники могли скрывать неблагоприятную для них информацию, фирма могла бы сделать соответствующую поправку на это при оценке представленных ими до-

казательств своей пригодности для повышения и все же принять правильное решение по данному вопросу. Однако, если распределение усилий не поддается непосредственному наблюдению, встает проблема субъективного риска. При отсутствии каких-либо стимулов, непосредственно побуждающих работников заниматься повседневной работой, они сочтут целесообразным расходовать все свое время на создание доказательств, подтверждающих их пригодность для назначения на более высокую и лучше оплачиваемую должность. Потери, которые понесет фирма в результате такого пренебрежения повседневными делами, могут оказаться весьма значительными. Эти потери представляют собой издержки влияния, поскольку работники используют ресурсы фирмы для того, чтобы попытаться оказать влияние на решение, от которого зависит, кто из них будет получать ренты, приносимые повышением в должности.

Организационное реагирование

Существует ряд способов, с помощью которых фирма может отреагировать на те связанные со стимулами проблемы, с которыми она сталкивается, увеличивая заработок повышенного в должности работника. Она может уменьшить различие в величине зарплаток между данной ответственной должностью и всеми остальными. Она может ввести стимулирующую оплату труда и платить более производительному работнику больше, чем она платит работнику с низкой производительностью. Она может уменьшить значение тех доказательств, которые представляют работники, используя при принятии решений о продвижениях иные критерии типа стажа работы; она может даже вообще не интересоваться такими доказательствами. Более непосредственным критерием могут быть результаты текущей деятельности работников, даже если эти результаты совершенно не позволяют судить о пригодности работников для более высокой должности.

Оптимальная оплата и политика продвижения. Какая именно комбинация перечисленных выше мер является наилучшей для фирмы? Ответ на этот вопрос частично зависит от того, насколько важное значение имеет назначение на более высокую должность действительно наиболее подходящего для данной работы человека. В одном из экстремальных случаев, когда квалификация работника, занимающего ключевую должность, оказывает решающее влияние на величину прибыли фирмы, сбор информации о квалификации претендентов на эту должность и использование полученной информации для выявления наилучшего кандидата имеют очень важное значение. В этом случае, если фирма не желает, чтобы кандидаты стали попросту игнорировать свои текущие обязанности, тратя все свое время на демонстрацию своей пригодности для повышения, она должна создать какие-то стимулы, которые будут заставлять кандидатов уделять внимание своим текущим обязанностям.

Поскольку различие в величине зарплаток между двумя должностями побуждает работников распределять свое время не оптимальным образом, одним из очевидных решений является уменьшение данного различия. Однако эта мера сама по себе бесполезна — если только различие не устраняется полностью. При отсутствии какого-либо вознаграждения за результаты текущей работы существование *любого* различия означает, что у работника имеются стимулы для полного игнорирования повседневной деятельности, поскольку такое игнорирование не сопряжено для него с какими-либо издержками. Следовательно, необходимо какое-то стимулирование текущей работы,

даже если работники изначально и не склонны к отлыниванию от нее. В данном случае подходящим способом такого стимулирования является выплата премий за успехи в текущей работе. Желаемые стимулы могут быть обеспечены и путем учета результатов повседневной деятельности при принятии решений о продвижениях, однако такой вариант непривлекателен ввиду чрезвычайной важности выдвижения наиболее подготовленного из кандидатов на занятие должности. Однако когда стимулирование текущей деятельности обеспечено, полезно уменьшить различие в размерах заработков, связанное с продвижением по служебной лестнице, уменьшив тем самым и величину рента, и заинтересованность работников в оказании влияния на их конечное распределение.

Во втором из экстремальных случаев решение о том, кто именно будет назначен на данную должность, не имеет реального значения, поскольку производительность работы на этой должности в значительной мере не связана с квалификацией занимающего ее работника; в этом случае проблема решается просто — назначается тот из кандидатов, который имеет лучшие результаты в своей текущей деятельности. (Если такие результаты не поддаются сравнению, может быть использован какой-то иной критерий, например стаж работы в фирме, или же выбор может быть сделан произвольно: важно, чтобы при решении этого вопроса не учитывались те доказательства, которые представляются самими претендентами). В данном случае нет необходимости увязывать оплату текущей работы с ее результатами и уменьшать различие в величине заработков работника, получившего повышение, и работника, оставшегося на прежней должности. Такая политика продвижений будет побуждать работников посвящать все свое время выполнению текущих обязанностей, что и является оптимальным для фирмы вариантом.

Наконец, в тех случаях когда правильный выбор кандидата на ключевую должность имеет определенное, но не решающее значение, может оказаться целесообразным стимулирование текущей деятельности при помощи какой-то комбинации различных методов, включая оплату по результатам и использование итогов работы в качестве критерия продвижения. Продвижение работников на основании как результатов их текущей работы, так и прочих характеристик позволяет поддерживать заинтересованность в выполнении их обязанностей, не прибегая к использованию непосредственной оплаты по результатам в значительном масштабе. Следовательно, продвижения могут осуществляться на основании критерия, не имеющего никакого отношения к возможности или вероятности успеха данного работника на ключевой должности. В то же время и здесь может оказаться целесообразным уменьшить различие в величине заработков, обусловливаемое продвижением.

В более общем плане, ограничивая связь между очевидными индивидуальными результатами работы или квалификацией работников и их продвижением по служебной лестнице, фирма может добиться уменьшения издержек влияния. Данная возможность может служить объяснением применения принципа старшинства, при котором на продвижение могут рассчитывать только те работники данного уровня, которые имеют наибольший стаж работы в организации. Такое правило ограничивает круг работников, реально претендующих на повышение в любой данный период, что может сократить непроизводительное расходование ресурсов в целях оказания влияния на решения о продвижениях.

Проблемы выполнения обязательств. Любая политика продвижения, основанная на использовании стажа работы, результатов или других критериев, отличных от очевидной квалификации, может порождать проблемы, связанные с выполнением обязательств. Если фирма располагает какой-то информацией относительно квалификации работников, претендующих на повышение, то в некоторых случаях она может счесть, что повышение на основании прошлых результатов приведет к тому, что должность достанется не самому подходящему для нее человеку. Это представляется тем более обидным, что прошлые результаты не имеют (по крайней мере в рассматриваемой модели) никакого отношения к будущей производительности работника на ключевой должности.⁷ Поскольку дальнейшее стимулирование не является необходимым (по крайней мере в рассматриваемой здесь упрощенной ситуации), у фирмы возникнет искушение нарушить собственные правила и назначить на данную должность лучше подготовленного работника. Альтернативное решение состоит в том, чтобы выполнить свое обещание — продвигать работников на основании результатов их работы — и в итоге лишиться будущих прибылей.

Если результаты работы поддаются достаточно объективной оценке и, следовательно, другие работники могут установить, что фирма отступила от собственной политики, то данная проблема не может иметь серьезного значения. Беспокойство за свою репутацию будет удерживать руководство фирмы от значительных нарушений собственных обязательств. Однако если оценка результатов имеет субъективный характер, соблазн проигнорировать результаты и осуществить назначение исходя из известных фирме характеристик пригодности работников для данной должности может оказаться непреодолимым.

Разумеется, если работники уверены в том, что фирма не станет придерживаться объявленной политики продвижений, а будет продвигать тех, кто лучше всего продемонстрирует свою пригодность для высокой должности, то объявленные фирмой принципы продвижения не будут влиять на решения, принимаемые работниками. В такой ситуации фирма, возможно, предпочтет не позволять работникам демонстрировать свою пригодность для повышения, даже если они имеют наилучшие возможности для этого и уже израсходовали определенные ресурсы с целью создания благоприятного впечатления. Отказываясь допускать такие «презентации», фирма избегает соблазна нарушить свои обещания и способствует формированию у работников именно тех стимулов, которые ей необходимы.

НЕСМЕНЯЕМОСТЬ И ПРАВИЛО «ВВЕРХ ИЛИ ВОН»

Особый интерес вызывают два аспекта политики продвижений, имеющих место во многих организациях: несменяемость работников и соблюдение при продвижениях правила «вверх или вон». Работник, получивший официаль-

⁷ В действительности при тех стимулах, которые предусматривает данная модель, и при обусловливаемом ими поведении тот или иной работник может добиться более высокого результата исключительно за счет удачи. Оба работника будут уделять производственной деятельности одинаковое количество времени, следовательно, одинаковыми будут и их ожидаемые результаты. Различия между фактическими результатами будут отражать только случайный «шум».

ный статус *несменяемого*, может быть уволен только при наличии особо серьезных причин для этого, причем и в таких случаях его увольнение представляет собой очень сложную процедуру. *Правило «вверх или вон»* означает, что работники, не добившиеся повышения в должности, должны покинуть организацию — они не могут оставаться на занимаемых ими должностях, даже если вполне удовлетворительно справляются со своими обязанностями.

Зачастую эти два аспекта связаны друг с другом. Наиболее известным примером несменяемости работников является система штатных преподавательских должностей в университетах и колледжах, где, кроме того, существует и правило «вверх или вон»: преподаватель, не добившийся зачисления в штат, должен покинуть вуз. Однако такая практика существует и во многих товариществах, специализирующихся на оказании профессиональных услуг в области юриспруденции, бухгалтерии и т. д. Работающие в этих товариществах специалисты на определенном этапе своей карьеры подвергаются проверке на предмет их способности стать партнерами данных предприятий, и те из них, кому отказано в предоставлении статуса партнера, расстаются с товариществами. С другой стороны, предоставление статуса партнера до сих пор обычно означало, что данный работник, по существу, не может быть уволен.⁸ Однако эти аспекты политики продвижения не всегда являются взаимосвязанными. Например, в инвестиционном банке «Goldman Sachs» несменяемость работников (в форме предоставления статуса партнера) используется без увязки с правилом «вверх или вон»: работникам, не добившимся статуса партнера в данном году, зачастую рекомендуют остаться в фирме и вновь попытаться получить такой статус. В вооруженных силах США, напротив, не существует никаких систем, предусматривающих несменяемость офицеров, однако регулярно применяется правило «вверх или вон» — в каждом соединении офицеры, которым в установленные сроки не присвоено очередное звание, обязаны уходить в отставку.

Существование правила «вверх или вон» вызывает следующий вопрос: в силу каких причин фирма считает целесообразным в течение нескольких лет держать человека на работе, зачастую выплачивая ему немалые деньги и поручая ему важные дела, а затем внезапно полностью отказываться от его услуг независимо от их стоимости? Одно из возможных объяснений состоит в том, что при оценке должностей низших уровней учитывается не только производительность занимающих эти должности работников. Такие должности служат полигоном для подготовки новых работников, а также дают возможность выявлять и оценивать потенциал различных рабочих и служащих, приносить в фирму свежие идеи и новые перспективы — все это имеет важное значение для поддержания жизнеспособности фирмы.⁹ Однако в свете того

⁸ Однако в начале 1991 г. крупная международная бухгалтерская фирма «Peat Marwick» объявила о том, что она планирует уволить 14% своих работников-партнеров (их общее количество около 1800 человек); имеются сообщения о наличии подобных планов и у ряда крупных юридических фирм. Эти сенсационные события имели широкий резонанс и, без сомнения, вызвали настоящее замешательство. Очевидно, что несменяемость партнеров этих товариществ была не столь надежно гарантированной, как это представлялось посторонним наблюдателям (да и самим партнерам).

⁹ Этот аргумент и подтверждающие его доказательства рассматриваются в двух работах: *O'Flaherty B., Siow A.*: 1) Up or Out Rules in the Market for Lawyers // Discussion Paper N 90-10. Economics Research Center, National Opinion Research Center. Chicago,

значения, которое придается ротации кадров, еще более остро встает вопрос о причинах существования практики несменяемости работников: почему организация обязуется сохранять места за своими старшими работниками, чьи возможности и результаты работы могут быть гораздо скромнее, а идеи — намного консервативнее, чем у их потенциальных преемников? Какое-либо единое, полностью удовлетворительное объяснение такой практики отсутствует, однако в последнее время были предложены отдельные, частные объяснения, основанные на концепциях информационной асимметрии и проблемы выполнения обязательств.

Несменяемость работников

Номинальной причиной несменяемости штатных преподавателей вузов является необходимость защиты академической свободы: имея гарантии сохранения рабочих мест, профессора, по идее, должны проявлять большую смелость и не бояться отстаивать непопулярные воззрения. В более общем плане несменяемость может позволить профессорам рисковать — выбирать новые направления исследований, которые, вероятнее всего, завершатся неудачей, однако в случае удачи могут принести очень ценные результаты. Однако такое объяснение кажется не слишком подходящим для товариществ специалистов. И в любом случае сложности и неэффективность, порождаемые системой, предусматривающей несменяемость работников, по-видимому, делают этот способ защиты свободы слова или стимулирования рискованных предприятий дорогостоящим и трудноприменимым.

Объяснение несменяемости преподавателей вузов опытом. Одно из направлений анализа практики несменяемости работников основано на идее, согласно которой, хотя администрация вуза и способна определять количество и качество работы уже принятых работников, только действующие преподаватели соответствующего факультета университета обладают тем опытом и теми источниками информации, которые необходимы для правильной оценки потенциала вновь нанимаемых преподавателей. Поскольку общее количество преподавателей в вузе ограничено, работающие преподаватели опасаются, что их могут заменить более молодыми, лучше подготовленными и более производительными работниками. Однако это может произойти лишь в том случае, если работающие преподаватели выявят таких людей среди кандидатов, а затем рекомендуют принять их на работу; лишь после этого администрация сможет сравнить их работу с работой их коллег. Отсюда следует, что только в том случае, когда выявление достойных кандидатов не угрожает благополучию работающих преподавателей, эти последние будут заинтересованы в объективной оценке квалификации претендентов на преподавательские должности и не станут пытаться отсеивать серьезных конкурентов, допуская к работе в вузе лишь слабых кандидатов, не представляющих для них никакой угрозы.

Один из возможных способов устранения таких опасений со стороны работающих преподавателей заключается в выплате увольняемым преподавателям с большим стажем работы настолько крупных выходных пособий, что

потеря работы не ухудшает их благосостояния. Однако определение размеров необходимых компенсаций может оказаться чрезвычайно сложной задачей, а издержки ведения соответствующих переговоров делают такой путь весьма проблематичным.

Система несменяемости преподавателей представляет собой несложное альтернативное решение. Работники, добившиеся в соответствии с установленными критериями статуса несменяемых, не могут быть уволены лишь потому, что их способности или результаты их работы ухудшились по сравнению с прошлым или из-за того, что их опыт работы в данной области перестал быть нужным. Соответственно у них нет оснований опасаться приема на работу людей, обладающих лучшей подготовкой, и нет оснований для необъективной оценки достоинств кандидатов.

Данное объяснение согласуется с другими аспектами трудовых отношений и практики управления в университетах. В действительности штатные профессора могут быть уволены из университета, если результаты их работы оказываются достаточно неудовлетворительными, однако критерии, которым они должны удовлетворять, чрезвычайно занижены и не меняются при изменении обстановки. Это необходимо для того, чтобы исключить возможность замены менее квалифицированных профессоров в замаскированной форме, которая повлекла бы за собой уничтожение соответствующих стимулов. Более того, когда ввиду финансовых затруднений появляется необходимость сократить численность преподавателей, причем сокращение не может быть ограничено лишь нештатными преподавателями, администрация обычно предпочитает ликвидировать целые факультеты или отделения, а не увольнять отдельных штатных преподавателей из различных отделений. Иное решение — увольнять преподавателей исходя из их способностей — побудило бы более старших преподавателей заполнять свои факультеты посредственностями. Напротив, практика закрытия целых подразделений побуждает преподавателей привлекать на свои факультеты как можно более сильных работников с тем, чтобы обезопасить свое подразделение от возможной ликвидации.

Применимость данного объяснения для других ситуаций. Основная идея рассмотренной теории, состоящая в том, что система несменяемости работников избавляет специалистов от стремления исказить свои оценки кандидатов на вакантные должности, — стремления, вызываемого опасением лишиться своих мест в пользу вновь пришедших работников, — распространена среди юридических, бухгалтерских фирм и предприятий других специализаций, для которых характерна такая форма предпринимательства, как партнерство (товарищество). Безусловно, работники юридической фирмы занимают особые позиции в компании, которые позволяют им лучше кого бы то ни было оценивать потенциальных работников, специализирующихся в этих областях. Таким образом, фирме приходится полагаться в основном на их оценку кандидатов. При несоблюдении принципа несменяемости, в той степени, в которой уже работающие специалисты окажутся озбоченными заменой их на более квалифицированных молодых работников, первые из них будут иметь стимулы к отсеиванию лучших кандидатов. По-видимому, эта опасность является особенно реальной в крупных компаниях и в фирмах, работники которых участвуют в разделе доходов по принципу стажа. В таких ситуациях вся организация в целом несет издержки, связанные с тем, что в ней оказываются занятыми менее квалифицированные работники. В более мелких фирмах,

где распределение прибыли зависит от результативности отдельных подразделений, описанные издержки несут лица, непосредственно ответственные за функционирование этих подразделений. Таким образом, их стимулы к найму малоквалифицированных работников уменьшаются.

Объяснение несменяемости на основе теории обучения. Альтернативное объяснение несменяемости применяется более широко и, видимо, имеет большое значение в ситуациях, в которых необходимый профессиональный опыт не является главным фактором. В целях упрощения предположим, что существуют только два основных типа должностей. Производительность человека, занятого на должности первого типа, почти не зависит от его природных способностей, тогда как на должности второго типа такие способности или дарования играют ключевую роль в определении успеха. Должность в бюрократическом ведомстве и многие рабочие места во вторичном секторе рассматриваются как примеры должностей первого типа. Должности же управляющих или «рабочие места» артистов относятся к должностям второго типа. Для обеспечения эффективности необходимо, чтобы лица с небольшими природными способностями назначались на должности, где такие способности большого значения не имеют, а талантливые люди занимались такими работами, результативность которых сильно зависит от дарований работников. Предположим также, что способности людей непосредственно не могут наблюдаться кем-либо, включая их самих. Тогда эффективное распределение людей по должностям сразу недостижимо.

Если человек занят на работе, результаты которой сильно зависят от его природных дарований, то произведенный им выпуск в любой период порождает сигнал о его способностях. Чем более успешен человек в своей деятельности в какой-либо период, тем более вероятно, что он подходит для этой работы; и чем больше периодов он демонстрировал успешные результаты, тем с большей определенностью можно заключить, что работа, результативность которой чувствительна к дарованиям занятого ею человека, представляет собой правильный выбор для него. В конце концов, после того как будет набран достаточный опыт, степень соответствия работника занимаемой им должности будет полностью изучена и он либо перейдет на другую работу, либо навсегда (до конца своей трудовой деятельности) останется на этом рабочем месте. В последнем случае деятельность работника на этой должности фактически характеризуется принципом несменяемости. Даже если результаты его работы окажутся низкими в будущем, оценка способностей этого работника останется настолько высокой, что его ожидаемая производительность будет рассматриваться большей по сравнению с другими претендентами на эту должность.

Аналогичную идею можно распространить на множество должностей с различными степенями зависимости от разных видов способностей и от равной исходной информации об этих способностях. Аргументация будет работать по-прежнему, если возникают несоответствия между различными должностями и личными склонностями. Последующая эволюция структуры занятости представляет собой в некоторой степени быстро осуществляемый эксперимент, за которым следует окончательное закрепление людей за рабочими местами на основе принципа несменяемости. Подобная эволюция в действительности сильно распространена в реально имеющих место продвижениях по служебным лестницам.

Правило «вверх или вон»

Одно из объяснений правила «вверх или вон» зиждется на наблюдении того факта, что несменяемость (или партнерство) обычно связана с огромным скачком в заработках (денежных или каких-либо еще), который часто имеет место без серьезного повышения степени ответственности — исключение здесь составляют лишь управленческие должности. Ассистенты в основном несут такую же ответственность, что и профессора, а старшие партнеры (senior associates) в юридических фирмах делают по сути ту же работу, что и обычные партнеры (partners). При этом молодые работники, как правило, получают меньший доход по сравнению со старшими. В крупных исследовательских университетах средний ассистент зарабатывает около половины того, что получает профессор, а соотношение заработка обычного партнера и старшего партнера в юридических фирмах, вероятно, даже еще ниже. Очевидно, что организации зарабатывают ренту за счет использования труда молодых специалистов. Причина, по которой последние не покидают такие организации, несмотря на превышение их трудового вклада над его оплатой, заключается в том, что они надеются на продвижение по служебной лестнице, которое позволит им получить свою долю в прибыли организации и в ренте, полученной за счет применения труда молодых работников, пришедших в эту организацию позднее.

В данном контексте продвижения мало влияют на выпуск организации, но они означают, что рента и прибыль должны разделяться среди большего числа претендентов. Очевидное искушение здесь состоит в исключении из претендентов лиц, лишь недавно занявших постоянную должность в организации, в результате чего добавочная рента не распределялась бы среди дополнительных людей; но при этом им предлагался бы шанс остаться на прежнем месте и получать заработную плату, соответствующую ее конкретному уровню. Даже более привлекательным мероприятием была бы попытка побудить безуспешных кандидатов остаться в организации за оплату, которая меньше установленных стандартов, при обещании, что эта оплата будет пересмотрена в ближайшем будущем.

Конечно, молодые работники, которые учитывают эти стимулы, не будут играть в такую игру. Они не будут интенсивно трудиться в надежде на продвижение по службе; они не будут осуществлять инвестиции в специфический по отношению к фирме человеческий капитал, чья ценность не будет отражаться в их заработках, а всего лишь будет добавляться к рентам, которые будут собирать лица, оставшиеся в организации «насовсем»; наконец, они не будут работать за заработную плату, которая меньше рыночной.

Политика «вверх или вон» увеличивает издержки фирмы, когда она пытается исключить кого-либо из числа претендентов на продвижение: такая фирма теряет доходы, которые мог бы принести потенциальный претендент. Единственным способом заполучить какую-либо часть этого дохода является вознаграждение в форме присвоения такому человеку статуса «несменяемого», или члена партнерства (товарищества). Тогда фирма не будет поддаваться искушению отказать людям в их продвижении в надежде поэксплуатировать их. Таким образом, стимулы, обеспечиваемые шансом получения статуса «несменяемого», могут быть эффективными.

Основная идея, состоящая в том, что правило «вверх или вон» представляет собой способ перекладывания издержек на тех, кто принимает решение, приводит к дополнительному объяснению: принцип несменяемости, связанный с правилом «вверх или вон», вынуждает тех, кто осуществляет оценки, воспринимать их серьезно, поскольку принимающиеся решения оказываются гораздо более важными, когда данные принципы и правила соблюдаются. Это помогает преодолеть упомянутое нами выше нежелание нести издержки тщательного изучения деятельности подчиненных.

РЕЗЮМЕ

В развитых странах большинство работников вступают в долгосрочные отношения с одним работодателем; такие отношения продолжаются в течение 20 лет и более. Классическая теория, учитывающая постоянные изменения трудовых отношений, обуславливаемые изменениями обстановки на внешнем рынке труда, дает достоверное описание краткосрочных трудовых отношений во *вторичном секторе* развитых экономик, однако работники, занятые на долгосрочной основе в *первичном секторе*, в значительной степени ограждены от влияния конъюнктуры внешнего рынка труда. Вместо этого в целях оптимального распределения работ между работниками внутри фирмы и для определения уровня оплаты труда формируются *внутренние рынки труда*.

Одна из отличительных особенностей традиционных внутренних рынков труда заключается в том, что ставки заработной платы в значительной степени определяются классификацией работ, а не индивидуальными качествами работников. Данное положение иллюстрирует табл. 11.1, однако эта таблица, кроме того, свидетельствует и о том, что различия между заработками работников, занимающих одну и ту же должность, могут быть значительными. Более опытные работники и те, кто добивается необычайно высоких результатов, как правило, имеют заработки, близкие к максимуму, установленному для данной категории, в то время как доходы менее опытных работников ближе к соответствующему минимуму. Когда требования, предъявляемые к работникам, и стоящие перед ними задачи остаются неизменными на протяжении достаточно длительных периодов времени, такая система может быть эффективной, однако в связи с изменениями технологий и выпускаемой продукции у фирмы может возникнуть желание поощрять «гибкость» своих работников; в этом случае она будет связывать уровень заработной платы скорее с квалификацией работника, чем с фактически выполняемой им работой. Такая система оплаты труда явно преобладает в Японии и находит все более широкое распространение в других странах.

Учитывая те преимущества, которые связаны с мобильностью рабочей силы, и высокий уровень заработной платы в первичном секторе, существование долговременных трудовых отношений в этом секторе может быть объяснено только тем, что такие отношения обладают значительными достоинствами, компенсирующими отсутствие мобильности рабочей силы при данном типе отношений. К числу таких достоинств относятся приобретение *специфического по отношению к данной фирме человеческого капитала*, позволяющего работнику первичного сектора достигать особо высокой производительности.

сти на занимаемом им рабочем месте; использование *эффективных ставок заработной платы* и *имплицитных, отношенческих контрактов*, при которых выполнение обещаний, касающихся лояльности и справедливого отношения, обеспечивается соответствующими внутрифирменными механизмами и желанием каждой стороны сохранить хорошую репутацию в долгосрочных отношениях; *информационные преимущества*, в особенности более высокая осведомленность работодателя о способностях своих работников, что делает возможным более эффективное стимулирование и более производительное распределение работ между работниками.

На внутренних рынках труда формируется иерархия должностей, вследствие чего работники, выполняющие примерно одинаковые работы, порой могут иметь неодинаковый должностной ранг. Работники более высокого ранга могут иметь больший опыт и поэтому обладать большими возможностями в плане реагирования на нестандартные ситуации, обучения и консультирования других работников и т. д. Дополнительные обязанности и дополнительная ответственность, которую несут работники более высокого ранга, более высокая значимость их суждений для организации — все это помогает объяснить более высокий уровень их заработков и тенденцию предоставлять такие должности более талантливым и опытным людям. Для этих должностей использование продвижений по службе в качестве вознаграждения за производительность работы в целом не вызывает возражений.

Для других должностей использование продвижений в качестве вознаграждения представляет собой гораздо более сложную задачу, поскольку повышение в должности означает количественное изменение сферы ответственности работника. Нельзя считать гарантированным или хотя бы наиболее вероятным то, что самый лучший или самый опытный машинист станет и самым лучшим бригадиром или инструктором, или то, что лучший сотрудник научно-исследовательской лаборатории станет лучшим менеджером по НИОКР. Наиболее производительное решение, возможно, будет состоять в том, чтобы оставить машиниста и исследователя на прежних должностях, а на более высокие должности выдвинуть других работников, не добившихся столь выдающихся результатов.

Почему же в качестве вознаграждения за хорошие результаты отдельных работников используются продвижения, а не денежные премии? Система выдвижения на высокие должности работников низшего уровня этой же организации обладает сходством с *конкурсами*, а последние с точки зрения стимулирования имеют три важных преимущества. Во-первых, конкурсы требуют только сравнительной, *порядковой* информации о том, кто добился наилучшего результата; они не требуют *количественной* информации о том, насколько данная сторона превзошла некоторую абсолютную нормативную величину — получение такой информации сопряжено с большими издержками. Во-вторых, даже если качество работы каждого индивида поддается отдельному и объективному измерению, *сравнительная оценка результатов* может оказаться лучшей основой для определения размеров вознаграждения в том случае, если на результаты всех участников оказывают влияние какие-то одинаковые факторы. В-третьих, поскольку призовой фонд конкурса определяется заранее, у работодателя нет стимулов для искажения или фальсификации результатов работников с целью экономии на премиальных выплатах: тем самым устраняется один из источников субъективного риска. Помимо перечислен-

ных преимуществ увязка заработков с должностями и использование продвижений в целях стимулирования уменьшают необходимый объем переговоров с отдельными работниками относительно размеров их вознаграждения. Такие переговоры представляют собой длительный, болезненный и сопряженный с личными издержками процесс, порождающий немалые *издержки влияния*.

В одной из моделей, дающей единообразное объяснение многих характерных особенностей внутренних рынков труда, подчеркивается, что работники обладают неодинаковыми способностями, что на их усилия оказывает влияние субъективный риск и что о результатах их работы могут судить лишь другие работники фирмы и, следовательно, эти результаты не могут служить основой для заключения контрактов, выполнение которых может быть обеспечено судебными органами. Фирма создает внутренний рынок труда, на котором вновь принимаемые работники могут попасть лишь на нижнюю ступень иерархической лестницы, заработки работников всех рангов не зависят от результатов работы, переход на более высокую должность связан с повышением заработка и предъявляемых к работнику требований, а для повышения в должности необходимы более высокие результаты, чем для простого сохранения за собой рабочего места. В результате работники выбирают уровни усилий, близкие к эффективным, и распределяются по должностям таким образом, что более способные из них в конечном счете продвигаются на те должности, которые наилучшим образом соответствуют их способностям.

Когда продвижения осуществляются на основании не только прошлых итогов работы, но и (частично) прогнозируемых будущих результатов, у кандидатов появляются стимулы для демонстрации своей пригодности в целях занятия высоких должностей и для того, чтобы оказывать соответствующее влияние на мнения лиц, принимающих решения; такая деятельность отвлекает их от обычной производительной работы, представляет собой пример издержек влияния и может резко ухудшить результаты деятельности организации. Для уменьшения этих издержек организации могут использовать различные методы, включая введение оплаты по результатам, создающей альтернативные стимулы, увеличение значимости прошлых результатов при принятии решений о повышениях и ограничение влияния работников на процесс выработки решений. Однако принятие любой политики, отличной от продвижения работников, добившихся наилучших результатов, порождает *проблему выполнения обязательств* — когда придет время выполнения обязательств, руководство может отказаться от провозглашенной политики. Если критерий, лежащий в основе решения, поддается наблюдению, то озабоченность своей репутацией может заставить руководство придерживаться объявленной политики, однако в тех случаях, когда предложенный альтернативный критерий оценки отличается высокой степенью субъективности, данная проблема приобретает серьезное значение.

Правило «*вверх или вон*» при продвижениях работников и система *несменяемости* постоянных работников — и то и другое является обычной практикой во многих профессиональных иерархиях, включая юридические и бухгалтерские фирмы, а также университеты, — представляют собой феномены, требующие объяснения. Младшие бухгалтеры, сотрудники юридических фирм, доценты в университетах работают по контрактам, предусма-

тривающим лишь ограниченные гарантии занятости, в то время как партнеры (в юридических и бухгалтерских фирмах) или штатные профессора (в университетах) имеют четкие гарантии занятости. На каком-то этапе карьеры молодые работники должны либо добиться повышения в должности и получить гарантии постоянной занятости, либо столкнуться с перспективой расторжения трудовых отношений. Эти системы «вверх или вон» и несменяемости работников, по-видимому, выполняют несколько различных функций, что послужило основой для создания ряда теорий. Одно из возможных объяснений состоит в том, что постоянное обновление кадров на должностях низших уровней обеспечивает приток свежих идей в организации или позволяет организациям тщательно оценивать потенциальных кандидатов на должности более высоких уровней. В той мере, в какой оценка результатов работы специалистов может быть осуществлена лишь другими специалистами, система несменяемости работников может иметь своей целью стимулирование отбора специалистами наилучших кандидатов — настолько сильных, что их назначение при отсутствии этой системы могло бы повлечь за собой угрозу потери работы для тех людей, которые дают рекомендации по выбору кандидатов. Правило «вверх или вон» ставит организации перед выбором: либо повышать кандидатов в должности, либо вообще отказываться от их услуг. Поскольку в организациях, применяющих это правило, сотрудники низших уровней представляют собой источник рента, получаемых организацией, у руководства могло бы возникнуть искушение попытаться удерживать таких работников на должностях низших уровней, что повлекло бы за собой уничтожение стимулов и затруднило бы привлечение новых работников.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Выдающаяся работа Питера Дорингера и Майкла Пиоре «Внутренние рынки труда и анализ рабочей силы» (1971) отчетливо продемонстрировала полезность концепции внутренних рынков труда для понимания различных типов кадровой политики. Эта работа и сейчас остается основной по данной теме. Рассматриваемое в нашей книге подразделение первичного сектора было предложено Ричардом Эдвардсом. Диссертация Мэйса Местерса представляет собой теоретическое исследование формирования первичного и вторичного секторов и распределения работников между секторами в соответствии с их способностями. Внутренние рынки труда и системы управления трудовыми ресурсами в Японии рассматриваются в книге Масахико Аоки (глава 3).

Анализ конкурсов как средства стимулирования был начат Эдвардом Лейзером и Шервином Роузенем. Бентли Маклеод и Джеймс Малькомсон разработали модель внутреннего рынка труда как средства решения проблем, связанных с субъективным риском, при оказании трудовых услуг и механизма стимуляции самоотбора на основании уровня способностей. Трактовка проблемы распределения работ при наличии издержек влияния основана на наших собственных исследованиях.

Лорна Кармайкл первая предложила объяснение несменяемости работников, основанное на «опыте претендентов на должности», а в основе теории обучения лежит работа Милтона Харриса и Йорама Вайсса. Обоснование правила «вверх или вон» дано в статье Рональда Гилсона и Роберта Мнукина.

ЛИТЕРАТУРА

- Carmichael H. L.* Incentives in Academics : Why is There Tenure? // *Jour. Polit. Econ.* 1988. Vol 96. P. 453-472.
- Doeringer P., Piore M.* Internal Labor Markets and Manpower Analysis. Lexington, Ma. : D. C. Heath, 1971.
- Edwards R.* Contested Terrain : The Transformation of the Work Place in the Twentieth Century // New York : Basic Books, 1979.
- Gilson R., Mnookin R.* Coming of Age in a Corporate Law Firm : The Economics of Associate Career Patterns // *Stanford Law Rev.* 1989. Vol 41. P. 567-595.
- Harris M., Weiss Y.* Job Matching with a Finite Horizon and Risk Aversion // *Journ. Polit. Econ.* 1984. Vol 92. Aug. P. 758-779.
- Lazear E., Rosen S.* Rank Order Tournaments as Optimal Labor Contracts // *Ibid.* 1981. Vol. 89. Oct. P. 841-864.
- MacLeod W. B., Malcomson J.* Reputation and Hierarchy in Dynamic Models of Employment // *Ibid.* 1988. Vol. 96. Aug. P. 832-854.
- Masahiko Aoki.* Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy. Cambridge : Cambridge University Press, 1988.
- Mesters M.* Technology and Management of Human Capital : Diss. Stanford University Graduate School of Business, 1990.
- Milgrom P., Roberts J.* An Economic Approach to Influence Activities in Organizations // *Amer. Journ. Soc.* 1988. Vol. 94. Suppl. P. S154-S179.

УПРАЖНЕНИЯ

Пища для размышлений

1. Представьте себе, что вы отвечаете за повышение в должности и определяете уровни оплаты труда преподавателей вашего вуза или факультета. Какими критериями вы бы руководствовались, принимая решения? Какая информация вам бы понадобилась? Каким образом вы бы пытались получить эту информацию? Ликвидировали бы вы систему несменяемости преподавателей или нет?

2. Большинство постоянных работников японских фирм в возрасте примерно 58 лет в обязательном порядке отправляется на пенсию (исключение составляют наиболее высокопоставленные служащие). Однако право на получение государственной пенсии имеют только лица, достигшие 65-летнего возраста. Контракты, предусматривающие выплату пенсий работодателями, до недавнего времени были редким явлением, однако фирмы, как правило, выдавали уходящим работникам значительные выходные пособия. Уволенные по возрасту работники часто стремятся устроиться на хуже оплачиваемую работу в менее крупных и менее престижных фирмах. Иногда такие фирмы имеют деловые связи с прежним работодателем пожилого работника, и тогда этот работодатель может способствовать трудоустройству работника. Дайте логическое объяснение такой практике. Почему работникам не позволяют доработать на прежних местах до 65 лет? Почему их не информируют заранее о размерах их выходных пособий? Почему их вынуждают искать другую работу?

3. Дэвид Джекобс разделил рабочие места на два типа в зависимости от характерной для них связи между результатами работы индивида и органи-

зации.¹⁰ Для рабочих мест первого типа характерно то, что неудачи работника обходятся фирме чрезвычайно дорого, однако индивидуальные результаты, превышающие средний уровень, оказывают незначительное предельное влияние на общий результат организации. Примерами могут служить должности пилота авиакомпании или инспектора атомной электростанции: их ошибки имеют катастрофические последствия, но особо удачное выполнение ими своих обязанностей мало влияет на общие результаты. Для рабочих мест второго типа характерно то, что результат работы организации в значительной мере зависит от успехов отдельных работников, но их промахи имеют намного меньшие последствия. Таковы различные должности в сферах торговли и научных исследований. Какие различия в кадровой политике организаций, на ваш взгляд, могут быть связаны с существованием этих двух типов рабочих мест? Объясните свой ответ.

4. В конце 1980-х—начале 1990-х гг. авиакомпании США пережили крупнейшую встряску. Некоторые компании объявили себя банкротами; несколько таких компаний либо полностью прекратили свою деятельность, либо значительно уменьшили ее масштаб, продав часть своих самолетов, маршрутов и наземных объектов другим авиакомпаниям. Тем временем преуспевавшие авиакомпании стремительно расширялись: «American Airlines», например, ежегодно нанимала почти тысячу новых пилотов. Среди них было немало опытных летчиков, уволенных другими авиакомпаниями.

Служебная лестница, по которой поднимаются летчики в авиакомпаниях, насчитывает три должности: бортинженер, второй пилот, первый пилот; при переходе работника на более высокую ступень возрастает возлагаемая на него ответственность. Кроме того, учитывается тип самолета, обслуживаемого работником: тот, кто летает на самолетах более сложной конструкции, имеет более высокий рейтинг. Однако во всех авиакомпаниях для выполнения определенных обязанностей на самолете определенного типа, по существу, требуются одни и те же навыки и знания: работа вторым пилотом на «Боинг-727» компании «United Airlines» подразумевает наличие такого же человеческого капитала, какой необходим для аналогичной работы в компании «Delta Airlines».

В авиакомпаниях существует жесткая система набора персонала, при которой новый работник может быть принят только на низшую ступень служебной лестницы. Это правило, поддерживаемое профсоюзами, соблюдается даже при найме многоопытных летчиков, работавших в других авиакомпаниях: первому пилоту, летавшему на самом современном широкофюзеляжном самолете, в случае перехода в другую компанию приходится начинать карьеру заново, с самой низшей должности, несмотря на весь накопленный им универсальный человеческий капитал. Ввиду этого некоторые летчики в случае увольнения предпочитают сменить профессию и устроиться на работу в других отраслях. Такая политика авиакомпаний представляется весьма непроизводительной. Какое объяснение вы бы ей дали?

5. В периоды дефицита рабочей силы на рынке труда, когда трудно найти квалифицированных работников, у фирм может появляться искушение

¹⁰ *Jacobs D. Toward a Theory of Mobility and Behavior in Organizations : An Inquiry into the Consequences of Some Relationships Between Individual Performance and Organizational Success // Amer. Journ. Sociol. 1981. Vol 87. P. 684–707.*

снизить нормы, которых они обычно придерживаются, и принимать на работу таких претендентов, которые при нормальных обстоятельствах были бы отвергнуты. Эта проблема приобретает особенную остроту в тех фирмах, где существуют внутренние рынки труда и более или менее постоянная кадровая политика. Как вы считаете, какие меры будут принимать такие фирмы для того, чтобы свести к минимуму издержки, связанные с наймом менее квалифицированных работников?

6. Эмпирические исследования свидетельствуют о том, что вероятность увольнения или добровольного ухода работника с какой-то определенной должности в любую единицу времени представляет собой убывающую функцию стажа его работы на этой должности. Как вы это объясните?

7. В конце 1980-х гг. некоторые консультанты по проблемам управления утверждали, что в фирмах не должно быть таких должностей, с которых занимающие их работники не могли бы в обычном порядке продвигаться до поста главного администратора: если в фирме имеются должности и работы, не обеспечивающие тесной связи работника с основной деятельностью этой фирмы (через предъявляемые к нему требования и решаемые им задачи), то фирме следует отказаться от них, а соответствующие товары и услуги приобретать у посторонних поставщиков. Каковы, по вашему мнению, сильные стороны такой политики? Какие трудности возникают при ее осуществлении?

8. В некоторых фирмах, действующих в высокотехнологичных отраслях (в том числе, например, в «Hewlett—Packard») работники часто меняют должности и даже переходят из одной функциональной сферы в другую. В карьере среднего работника имеют место многочисленные перемещения по горизонтали, не связанные с продвижением по служебной лестнице. Каковы, на ваш взгляд, достоинства этой системы? Какие проблемы она порождает и как можно их смягчить?

ОПЛАТА ТРУДА И МОТИВАЦИЯ

Для разработки сколько-нибудь состоятельной теории фирмы решающее значение имеет глубокое понимание внутренних стимулов, поскольку они в значительной мере определяют поведение индивидов в организациях.

Джордж Бейкер, Майкл Дженсен, Кевин Мэрфи

Роль оплаты труда в организациях многообразна. Одним из важнейших ее аспектов является обеспечение правильной и эффективной мотивации. Данная глава посвящена оплате труда как средству мотивации. При рассмотрении этой темы мы будем основываться на общей теории стимулирующей оплаты труда, изложенной в главах 7 и 8.

ФОРМЫ И ФУНКЦИИ ОПЛАТЫ ТРУДА

Различные формы оплаты труда

Существует много форм оплаты труда в организациях; выбор используемых форм может зависеть от продолжительности рабочего времени, достигнутых результатов или других показателей. Производственные рабочие обычно получают почасовую заработную плату или, реже, месячные оклады. При другой системе оплаты труда — *сдельной* — они получают фиксированную сумму за каждую единицу произведенной ими продукции. Служащие обычно получают месячные или полумесячные оклады. При выплате им доплаты за сверхурочную работу она, как правило, рассчитывается исходя из более высокой цены одного сверхурочного рабочего часа по сравнению с обычным часом рабочего времени. Торговый персонал может получать фиксированные оклады или комиссионные, величина которых зависит от объема продаж в натуральном выражении, или от величины выручки от продаж, или от величины прибыли от реализации данной продукции; возможно использование какой-то комбинации этих показателей.

Помимо обычной платы работники каждой из этих категорий могут получать премиальные выплаты. Эти премии могут быть прямо или косвенно увязаны с результатами работы на различных уровнях — индивидуальном, группы, производства, подразделения или всей организации, и в каждом случае результаты могут определяться различными способами. При расчете индивидуальной премии результаты работы могут быть измерены относительно

объективным образом, исходя из квалификации работника и его индивидуальной выработки, или выручки от продаж, или полученной прибыли; они могут оцениваться и субъективным образом — на основании оценки достоинств работника и его трудового вклада его начальником. Премии рабочим группам или отдельным производствам могут рассчитываться исходя из повышения производительности труда, выполнения заданий по качеству или количеству продукции или выполнения сметных нормативов. Для научно-исследовательской группы премии могут быть начислены за оформление новых патентов или за разработку новых видов продукции; они могут также рассчитываться как функция от непосредственного вклада данной группы в увеличение измеряемой производительности. На уровне подразделения фирмы премии могут рассчитываться исходя из выполнения планов сбыта продукции или роста производительности труда, выполнения плановых балансов прибылей и издержек или достижения плановых показателей рентабельности инвестиций. На уровне организации в целом основой для дополнительных вознаграждений может служить участие в прибылях.

Вознаграждения за хорошие результаты не обязательно принимают форму разовых выплат. Общепринятой практикой является поощрение работника повышением оклада. В этом случае вознаграждение за текущие результаты распространяется на всю оставшуюся часть карьеры работника в данной фирме. Еще более яркий пример: агенты по страхованию жизни могут получать так называемые «возобновляемые» комиссионные, выплата которых продолжается по истечении первого года действия оформленного агентом полиса, даже если агент больше не работает с этим клиентом, а иногда даже если агент вообще прекратил работать на данную страховую компанию. Многие организации, кроме того, оплачивают взносы своих работников в пенсионные фонды. Эти взносы, по существу, представляют собой отсроченное денежное вознаграждение, отличительной особенностью которого является то, что для его получения работнику может понадобиться отработать в данной фирме определенный срок.

В других случаях непосредственное финансовое вознаграждение отсутствует, однако имеет место увеличение покупательной способности работника, что равносильно дополнительным выплатам. Например, многие фирмы предоставляют своим работникам скидки при приобретении своей продукции или услуг, а корпорации часто субсидируют приобретение своими работниками собственных акций. Эти фирмы могут, кроме того, выплачивать часть общего вознаграждения непосредственно в форме акций; зачастую они вводят ограничения на продажу работниками полученных таким путем акций. В США все большую популярность приобретают планы наделяния работников акциями, которые до некоторой степени заменяют отчисления в обычные пенсионные фонды.

Фирмы предоставляют работникам и разнообразные дополнительные льготы, содержащие в себе элемент нефинансового вознаграждения: обеспечение медицинского страхования, страхования жизни и страхования на случай утраты трудоспособности, пользование служебными автомобилями, что может избавить работника от необходимости покупать личный автомобиль, установка компьютеров на дому, членство в оздоровительных клубах и т. д. Кроме того, фирмы могут возмещать своим работникам различные расходы, даже если эти расходы производились (частично или полностью) в интересах самих работников. Примерами могут служить случаи оплаты расходов на обучение

работников (а во многих частных университетах — и их детей), выплаты щедрых пособий на переезд, оплаты членских взносов в различные профессиональные ассоциации, лицензионных взносов и расходов на приобретение специальной литературы, а также выделения немалых средств по статье «текущие расходы» с весьма либеральной системой контроля.

С еще большим разнообразием и щедростью можно столкнуться при изучении оплаты труда руководящих работников. Помимо окладов, премий и всевозможных косвенных вознаграждений, предоставляемых нижестоящим работникам, руководители могут пользоваться специальными столовыми и умывальными комнатами, служебными самолетами и квартирами и вступать за счет фирм в престижные клубы и ассоциации. Они чаще других категорий работников получают отсроченные денежные вознаграждения, они могут получать в качестве премий крупные пакеты акций и часто получают *фондовые опционы*, дающие право на покупку акций компании по заранее установленной цене, которая часто оказывается ниже рыночной цены соответствующих акций. Вновь принимаемым в фирму руководящим работникам могут выплачиваться внушительные подъемные, которые редко предлагаются рядовым работникам. Если после слияния, враждебного поглощения или других изменений в управлении корпорацией руководители теряют свои места или увольняются по собственной инициативе, они могут получить крупные, заранее гарантированные компенсации (*золотые парашюты*). Даже после выхода на пенсию они могут давать фирме платные консультации или состоять в совете директоров, получая за это внушительные гонорары.

Проблемы индивидуальной оплаты труда еще более усложняются, если рассматривать изменения заработков во времени и сравнивать оплату труда в различных организациях и в различных подразделениях одних и тех же организаций. Объяснение этой сложности и этого разнообразия представляет собой одну из самых серьезных задач социальных наук. Классическая экономическая модель, в которой ставки заработной платы и фонд рабочего времени определяются соотношением спроса и предложения, несомненно, не позволяет решить эту задачу. Для менеджеров проблема выбора стратегии и форм оплаты труда, а также определения размеров индивидуальных вознаграждений имеет важное значение и должна решаться ими оперативно. От того, как они решают эти проблемы, в значительной мере зависят их личные успехи и успехи их организаций. В этой главе мы стремимся дать экономическое объяснение наблюдаемому разнообразию и сложности систем оплаты труда; такое объяснение, среди прочего, может способствовать выработке более обоснованных управленческих решений.

Цели политики оплаты труда

Для того чтобы дать такое объяснение, прежде всего необходимо признать, что политика оплаты труда в организации преследует различные цели и что даже при неизменности общих выплат форма этих выплат может оказывать влияние на достижение данных целей. Удачный выбор политики оплаты труда, форм и размеров выплат может способствовать привлечению новых работников в организацию и сохранению имеющихся кадров, а также отсеку нежелательных кандидатов и уходу ненужных работников. Как подчеркивалось в главе 10, политика оплаты труда должна помогать работникам решать проблему неопределенности в отношении их будущих заработков. Она долж-

на также сигнализировать о том, что ценится организацией и какое поведение организация считает нежелательным, а также помогать работникам распределять свое время и усилия между различными, конкурирующими друг с другом задачами. Она должна вознаграждать работников за успехи и достижения (и, возможно, наказывать за неудачи) и стимулировать такой тип поведения, который способствует успеху организации. Наконец, она должна функционировать эффективно, с минимальными издержками удовлетворяя потребности работников в материальных благах, справедливости или уважении и одновременно обеспечивая реализацию целей организации.

Как мы уже убедились, данные цели могут быть не совместимыми друг с другом. Например, как было показано в главе 7, для обеспечения мотивации может потребоваться увязать оплату труда с его результатами. Однако при этом может оказаться невозможным реализовать те выгоды, которые возникают вследствие избавления работников от рисков, связанных с их доходами. Еще один пример: многие дополнительные льготы не рассматриваются как налогооблагаемый доход работников, однако расходы на их обеспечение вычитаются из налоговой базы работодателя. Это побуждает фирмы применять нефинансовые вознаграждения в тех случаях, когда — без учета налогов — выплата эквивалентного вознаграждения в денежной форме позволила бы им распределять свои средства оптимальным для них образом и обеспечила бы более высокую степень удовлетворения. Далее, если работники ценят «справедливость» (понимаемую как примерное равенство заработков работников одного ранга и «оправданные» небольшие различия между заработками работников разных уровней) или если очевидные различия в заработках служат причиной нежелательной деятельности по оказанию влияния, то попытка решить эти проблемы путем уменьшения различий в оплате труда может привести к ослаблению стимулов и к увеличению текучести среди ценных работников, располагающих хорошими альтернативными возможностями трудоустройства. В то же время, если работники более высоких уровней ценят свой статус и довольны наличием очевидной дифференциации заработков, возникают прямые противоречия между желаниями разных категорий работников. Противоречия между различными целями политики оплаты труда встречаются очень часто, и необходимость уравнивания различных задач в свете сопряженных с этим трудностей объясняет те различные системы оплаты труда, которые мы встречаем в реальном мире.

СТИМУЛИРОВАНИЕ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

На всем протяжении этой книги исходной точкой анализа выступает индивид. Именно индивиды принимают решения и действуют, и в конечном счете именно об их мотивации и ее обеспечении мы и ведем речь. Поэтому, хотя на практике немаловажное значение имеет групповое стимулирование, мы рассматриваем вначале индивидуальную стимулирующую оплату труда.

Что нужно стимулировать?

В главе 7, где мы излагали теорию стимулирующих контрактов, речь шла о том, как побудить агента обеспечить тот или иной уровень усилий. Усилие трактовалось нами как широкое понятие, обозначающее все то, что может ка-

заться работнику обременительным, но что ценится работодателем. Однако при анализе и разработке реальных систем оплаты труда необходимо более конкретно определить, чего же хочет добиться работодатель от работника и что именно должно стимулироваться.

Для некоторых работ это понятие представляется достаточно приемлемым, поскольку в данных случаях именно усилие в обычном смысле этого слова является ключом к успеху. Производительность тяжелого физического труда, которым заняты, например, землекопы или портовые грузчики, непосредственно зависит от количества физической силы, затрачиваемой работником в единицу рабочего времени. Однако даже в этих профессиях существуют правильные и неправильные способы работы, и продуктивность работника увеличивается, когда он использует определенные навыки и смекалку. В других профессиях работнику в первую очередь необходимо эффективно использовать свой интеллектуальный потенциал — знания, навыки и внимание. Бухгалтеру необходимо заносить точные цифры на соответствующие счета и следить за правильностью вычислений. Здесь усилие означает внимательность и добросовестность при выполнении работы. Существует много других профессий, где физическая сила практически не играет никакой роли, но где работодатель желает добиться от работника повышенной интеллектуальной активности: юрист должен создавать сложные последовательные логические построения, сосредоточивая свое внимание на незаметных и подчас неприятных деталях; специалисту по рекламе необходимы творческие способности и умение проявлять их в нужный момент. В той степени, в которой работник находит такую деятельность обременительной, по крайней мере в том объеме, который необходим работодателю, любой ее вид может рассматриваться как усилия, которые необходимо стимулировать.

Тем не менее то, чего работодатель добивается от работника, лишь в редких случаях может быть охарактеризовано каким-то простым, «одномерным» описанием. Успех организации зависит от самых разнообразных действий и побуждений работников, которые могут стимулироваться или сдерживаться системой мотивации. Физические усилия производственных рабочих промышленного предприятия могут повлиять на общее количество произведенной продукции, и необходимо стимулировать их в данном отношении. Однако эти рабочие оказывают разнообразное влияние и на многие другие параметры. От их внимательного отношения к своим обязанностям зависит качество продукции; физическое состояние оборудования зависит от того, насколько добросовестно рабочие относятся к уходу за ним; величина затрат на сырье и материалы зависит от того, насколько экономно они расходуются рабочими, а безопасность производства — от внимательного отношения рабочих к вопросам безопасности. Внося предложения по совершенствованию методов работы, приобретая новые навыки и содействуя внедрению новых технологий, рабочие могут оказать значительное влияние на совокупную производительность; они также могут помогать друг другу повышать индивидуальную производительность, оказывая товарищам помощь в чрезвычайных ситуациях, координируя темпы работы и обучая менее опытных коллег. Каждый из этих аспектов усилий требует обеспечения мотивации.

Работа менеджера может носить еще более многосторонний характер. Менеджеры должны контролировать и стимулировать своих подчиненных и

налаживать сотрудничество с работниками других подразделений организации. В их обязанности могут входить разработка организационных структур, осуществление планов выполнения рутинных операций и реагирование на непредвиденные обстоятельства и затруднения. Они могут нести ответственность за выявление, оценку и осуществление новых инвестиций, прогнозирование действий конкурентов и разработку стратегий конкурентной борьбы. Кроме того, они могут заниматься отношениями с поставщиками, потребителями, регулирующими органами и общественностью. Коммуникабельность менеджеров, эффективность их работы с людьми, их инициативность и интеллект, эффективность распределения их времени и внимания между различными задачами и в конечном счете их честность и лояльность по отношению к интересам своих работодателей — все это имеет важное значение для успешной деятельности организации.

Эффективные системы оплаты труда и вознаграждений должны учитывать разносторонний характер деятельности работников и стимулировать как высокую интенсивность их труда — физического и умственного, так и распределение их усилий в соответствии с интересами организации.

Эксплицитная стимулирующая оплата труда

В некоторых ситуациях для мотивации работников используются эксплицитные стимулирующие контракты, увязывающие заработки с показателями индивидуальной производительности или результатами работы. Примерами могут служить системы сдельной оплаты труда производственных рабочих, комиссионные, выплачиваемые работникам торговли, и фондовые опционы, предоставляемые руководящим работникам корпораций. Вне сферы долгосрочных трудовых отношений такими примерами являются комиссионные, выплачиваемые агентам по продаже недвижимости, исчисляемые в процентах от продажной цены недвижимости, условные гонорары адвокатов, составляющие определенный процент от суммы, которая будет присуждена истцу в результате судебного разбирательства, и гонорары инвестиционных банков при осуществлении поглощений фирм, величина которых зависит от конечной цены одной акции приобретаемой фирмы. Такие контракты способны обеспечивать весьма сильные стимулы. Однако в практике трудовых отношений эксплицитные стимулирующие контракты встречаются не так часто, как можно было бы ожидать исходя из простейших теоретических моделей. Некоторые причины такого положения уже были рассмотрены в главах 10 и 11. Для более глубокого понимания вопроса и для того, чтобы понять, почему вместо таких контрактов используются другие механизмы, важно рассмотреть некоторые обстоятельства, имеющие место там, где с успехом применяются подобные явные индивидуальные финансовые стимулы.

Сдельная оплата труда

Системы сдельной оплаты труда предусматривают выплату работникам определенной денежной суммы за каждую единицу произведенной продукции. Они часто применяются на индивидуальном уровне: так, сельскохозяйственный рабочий может получать определенную фиксированную сумму за каждую корзину собранной им клубники, токарь — за каждую обработанную им заготовку, вязальщица — за каждый связанный свитер, а машини-

стка — за каждую напечатанную страницу. Эти системы могут использоваться и на групповом уровне. Например, в Калифорнии бригадам сборщиков фруктов платят исходя из числа деревьев, с которых полностью сняты плоды. На заводе бригада рабочих может отвечать за производство определенной детали, узла или готового изделия и получать определенную сумму за каждую единицу продукции с последующим распределением заработка бригады между ее членами.

Преимущества сдельных систем. Сдельные системы оплаты труда просты и легки для понимания. Они обеспечивают финансовое поощрение более производительных или более усердных работников и тем самым побуждают их полностью использовать свой потенциал. Они создают непосредственную зависимость заработков от результатов работы и таким образом могут создавать сильнейшие стимулы, побуждающие работников заботиться об увеличении выпуска продукции и доходов фирмы: как свидетельствуют результаты различных исследований, введение таких систем стимулирующей оплаты труда приводило к росту производительности труда на 15–35%.¹ В отличие от системы часовых ставок заработной платы сдельная оплата привлекает к данному работодателю более производительных или более трудолюбивых работников. Эти системы могут стимулировать повышение квалификации работников. Кроме того, они могут уменьшить необходимость проведения сложных проверок и оценок результатов работы, требующихся при других системах для того, чтобы определить вклад отдельных работников или привести оплату труда в соответствие с его результатами. Наконец, в этих системах величина заработка работника определяется на основании относительно объективных характеристик, что делает менее вероятными такие явления, как манипулирование показателями, интриги или фаворитизм.

СДЕЛЬНАЯ ОПЛАТА В «LINCOLN ELECTRIC COMPANY»

Фирма «Lincoln Electric Company» приобрела известность благодаря длительному и масштабному применению эксплицитной стимулирующей оплаты труда. Начав применять соответствующие системы в 30-е гг., эта фирма из Огайо, производящая оборудование для электросварки, добилась впечатляющего роста производительности труда, что позволило ей достигнуть исключительно высокой прибыльности и стать лидером в своей отрасли по величине контролируемой доли рынка. По оценкам производительность труда в данной фирме в три раза выше, чем в других, сопоставимых с ней фирмах данного профиля; ее продукция считается исключительно качественной, и в течение почти 60 лет у нее не было ни одного убыточного квартала.

Рабочие на заводах «Lincoln» получают в основном сдельную заработную плату. В течение многих лет руководство фирмы строго придерживалось правила — изменять сдельные расценки только в тех случаях, когда имеют место изменения в методах работы или технологии. Кроме того, рабочие имеют право на получение годовых премий, которые в среднем вдвое выше, чем их годовая заработная плата. Премии распределяются на основании рейтингов рабочих, учитывающих такие факторы, как дисциплинированность, качество работы, выработка, внесение предложений и готовность к сотрудничеству. Существует также

¹ Об этих исследованиях см.: *Lawler E. E., III. Strategic Pay: Aligning Organizational Strategies and Pay Systems.* San Francisco: Jossey—Bass Publishers, 1990. P. 57–58.

именная маркировка выпускаемой рабочими продукции, и при выявлении дефектов виновные обязаны устранять эти дефекты в свое свободное время. Если же дефекты обнаруживаются после поставки продукции потребителю, виновные наказываются снижением годовой премии, которое может достигать 10% в случае серьезных дефектов.

«Lincoln» придерживается политики постоянной занятости. Рабочему, отработавшему в фирме два года, в дальнейшем гарантированы как минимум 30 рабочих часов в неделю. Фактически «Lincoln» уже 40 лет не прибегала к массовым сокращениям персонала. В фирме издавна поощряются контакты между рабочими и администрацией. Почти половина акций фирмы принадлежит ее работникам, а значительная часть остальных акций сосредоточена в руках семьи Линкольнов.

«Lincoln» представляет собой образец успешного применения систем стимулирующей оплаты труда. Каждый год с этими системами знакомятся сотни визитеров из ведущих фирм и профсоюзов.

Источники: The Lincoln Electric Company. Case 376-028. Harvard Business School. Boston, 1975; Perry N. J. Here Come Richer, Riskier Pay Plans // Fortune. 1988. 19 Dec. P. 50-58.

Недостатки сдельных систем. Наряду с этими вполне очевидными преимуществами сдельная оплата труда порождает и различные проблемы. Во-первых, даже при самых благоприятных обстоятельствах база, используемая для расчета сдельной заработной платы, не может быть совершенно однородной. При уборке фруктов показателем, характеризующим результаты работы, обычно является число деревьев, с которых полностью сняты плоды. Однако если деревья существенно отличаются друг от друга по размерам и количеству плодов на них и если они расположены на разном расстоянии от грузовика, в который загружаются собранные фрукты, то усилия, затрачиваемые при работе на разных деревьях, будут неодинаковыми. Это создает возможности для фаворитизма и манипуляций при измерении результатов.

Во-вторых, сдельная оплата труда создает ряд источников произвольности в отношении доходов работника. Например, из-за поломки оборудования или несвоевременной поставки сырья или полуфабрикатов рабочий-сдельщик может уменьшить выпуск продукции; соответственно уменьшится и его заработок. Низкое качество исходных ресурсов также может привести к сокращению выпуска продукции даже при предельных усилиях рабочих.

Особые проблемы возникают в связи с изменчивостью спроса на конечную продукцию: колебания спроса требуют создания какого-то механизма, обеспечивающего сокращение объема производства в неблагоприятные периоды. Одно из возможных решений состоит в снижении сдельных расценок, что приводит к менее интенсивной работе рабочих-сдельщиков. Такое решение не только подвергает работников риску потери доходов, но и создает угрозу оппортунистического поведения работодателя, который может поддаться искушению срезать расценки и в относительно благополучное время. Другой подход заключается в том, что расценки остаются неизменными, но лимитируется количество продукции, «покупаемой» у работника, или продолжительность рабочего времени. В обоих случаях работники также подвергаются риску. Кроме того, первый вариант уничтожает многие эффективные стимулы, заложенные в сдельной системе, а во втором варианте может оказаться не-

возможным проконтролировать фактический объем производства, так как рабочие, стремясь сохранить свои доходы, могут увеличить темп работы. Далее, возможен еще один способ — попытаться регулировать спрос, уменьшая его колебания. Однако при этом можно столкнуться как с трудностями, так и с издержками — такое регулирование, например, может повлечь за собой неспособность удовлетворить запросы потребителей в периоды бума.

В-третьих, стимулы, создаваемые сдельной оплатой индивидуального труда, не имеют особой ценности в условиях традиционной поточной организации производства, где продукция выпускается коллективными усилиями, или в других ситуациях, где невозможно варьировать темпы работы отдельных работников. (В таких ситуациях может, однако, применяться сдельная оплата группового труда). Для того чтобы сдельная оплата индивидуального труда оказалась действенной, необходимо, чтобы каждый работник был в состоянии самостоятельно устанавливать и изменять темп своей работы.

Даже в тех случаях, когда осуществление этого условия технически возможно, для этого может понадобиться перестройка других элементов стратегии и структуры данной организации. Так, если предприятие стремится добиться экономии за счет сокращения запасов и с этой целью внедряет систему производства «точно в срок», то в этих условиях может оказаться затруднительным сохранить за работниками возможность самостоятельно устанавливать темпы работы. Такая проблема возникла при попытке внедрить методы «точно в срок» на заводе нагревательных приборов фирмы «General Electric Company».² На этом заводе и до введения данных методов, и после этого для рабочих была установлена сдельная оплата труда; между тем новая система требовала постоянства ежедневного объема продукции, для того чтобы легче было прогнозировать потребность в исходных ресурсах и для того чтобы сократить промежуточные запасы. Работники оказали сопротивление этому новшеству — они опасались, что стабилизация объема производства приведет к ограничению их заработков и, вероятно, к их уменьшению.

В-четвертых, в соответствии с принципом равного вознаграждения, если заработок работника зависит только от количества выпущенной продукции, он будет склонен игнорировать все остальные необходимые виды деятельности. Рабочие-сдельщики будут склонны пренебрегать качеством продукции с тем, чтобы увеличить ее измеряемое количество. Они едва ли станут помогать своим товарищам, если из-за оказания помощи сокращается их собственная измеряемая выработка. Они не станут экономно расходовать исходные ресурсы, если только для них не будет установлена какая-то плата за эти ресурсы. Более того, если используемые ими инструменты, машины и оборудование не являются их собственностью, они могут уделять их обслуживанию меньше внимания, чем хотелось бы фирме, поскольку такая деятельность оставляет меньше времени для выпуска продукции.

Проблема качества может быть смягчена за счет введения тщательного контроля за качеством продукции и финансовых санкций, применяемых к работникам, допускающим брак; можно обязать этих работников лично устранять допущенные дефекты в нерабочее время. Однако дополнительный контроль требует больших расходов, и в любом случае конечное качество продук-

² General Electric — Thermocouple Manufacturing // Harvard Business School. Case 9-684-040. 1984.

ции может все же оказаться ниже, чем оно было бы при меньшей зависимости заработков от количества продукции. Ответственность работников за изъяны и дефекты означает, что они несут дорогостоящие риски, поскольку не всегда можно установить истинного виновника или причину дефекта. Для того чтобы сделать возможной индивидуальную ответственность за дефекты, может возникнуть необходимость изменить организацию производства таким образом, чтобы каждый работник отвечал за отдельную, четко определенную операцию.

Трудности, связанные с налаживанием сотрудничества между рабочими-сдельщиками и созданием у них заинтересованности в качественном обслуживании оборудования, могут быть уменьшены за счет обеспечения стабильной занятости и стабильного распределения работ. Когда одни и те же люди в течение длительного времени работают сообща, у них формируется повышенная готовность к взаимовыручке, поскольку в такой группе существует более высокая взаимозависимость и соответственно больше возможностей для приобретения престижа и оказания ответных услуг. Кроме того, длительное закрепление рабочих мест за одними и теми же работниками означает, что если сегодня работник пренебрегает уходом за машинами и оборудованием, то завтра он же примет на себя часть издержек, образующихся вследствие поломок, приводящих к остановке производственного процесса и, следовательно, к потере заработка. Тем не менее, если работники не принимают на себя полностью издержки, связанные с обслуживанием, ремонтом и заменой машин и оборудования, у них сохраняются стимулы для неэффективного использования машин и оборудования. Эта проблема имеет особенно острый характер в тех случаях, когда данное оборудование должно использоваться несколькими различными работниками, что имеет место при многосменном режиме работы или тогда, когда мощность какой-то машины слишком велика по сравнению с производительностью труда отдельного работника. В таких ситуациях помимо проблемы субъективного риска в данной группе работников возникает проблема безбилетника. Решение этих проблем путем передачи оборудования в собственность работников (возможно, в форме приобретения фирмы ее работниками) сопряжено со значительными издержками, а зачастую попросту неосуществимо. При этом варианте на работников ложится как минимум риск, связанный с изменениями стоимости активов.

Сдельные доплаты — осуществление и регулирование. Многие системы оплаты труда предусматривают выплату работникам базовых окладов и сдельных доплат. Даже в тех случаях, когда индивидуальная выработка может быть измерена с достаточной степенью точности, определение размеров как базового оклада, так и сдельных доплат и их корректировка при изменении обстоятельств представляют собой сложную задачу.

Принцип интенсивности стимулирования указывает на то, что сдельные расценки должны быть тем выше, чем больше прирост прибыли за счет дополнительных усилий работников, чем меньше склонность работников избегать риска, чем точнее измеряемая выработка отражает индивидуальные усилия работника и чем выше способность работника реагировать на усиление стимулов. После определения сдельной расценки базовый оклад должен быть установлен таким образом, чтобы совокупный заработок мог бы выдержать конкуренцию с предложениями других работодателей. На практике каждый из этих факторов должен оцениваться при определении базового оклада и

сдельной расценки. Как отмечалось в главе 7, решающее значение при этом имеет определение нормы выработки работника при нормальных условиях. Чем выше эта норма, тем ниже будет доход работника при любом неизменном уровне усилий и выработки.

Как правило, работники заинтересованы в установлении невысокой нормы. Соответственно они могут быть заинтересованы в поддержании невысокого темпа работы во время определения нормы; таким образом они преувеличивают сложность решаемых ими задач с тем, чтобы обеспечить себе более высокие доходы в будущем. Здесь имеет место инерционный эффект. Другой пример действия этого эффекта имеет место в том случае, когда сдельные расценки могут корректироваться исходя из накопленного опыта. Мы уже приводили несколько примеров таких ситуаций — на советском химическом комбинате (глава 7) и заводе штампованных панелей «General Motors» во Флинте, штат Мичиган (глава 5). В каждом из этих случаев усиление стимулирования приводило к неожиданному резкому росту производительности, на который руководство реагировало повышением норм, утверждая, что прежние нормы были чрезмерно занижены. Если руководство не может гарантировать работникам, что они в любом случае получат обещанную им долю их дополнительного продукта, то система сдельных доплат будет скорее вызывать у работников горечь и раздражение, а не постоянное стремление к увеличению выработки. Уже высказывалось предположение о том, что причиной многолетней борьбы профсоюзов против сдельной оплаты труда является опасение, что данная система позволит администрации фирм непрерывно повышать нормы выработки.

Еще одна сложность заключается в том, что и после установления норм работники могут быть заинтересованы в занижении выработки — они могут надеяться на то, что если нормы окажутся трудновыполнимыми, последует их снижение. Эдвард Лоулер приводит пример с секретаршей, которую во время забастовки попросили поработать на производстве с оплатой по сдельной системе. Несмотря на отсутствие у нее опыта подобной работы, она уже через несколько дней сумела выполнить норму на 375%. Рабочий, выполнявший эту работу в обычное время, проработал на этом месте 10 лет и регулярно жаловался на чересчур высокую норму выработки.³

Потенциальные проблемы, связанные с установлением расценок, напоминают о себе при каждом изменении экономической ситуации. Так, внедрение новых машин и технологий требует перерасчета норм и расценок. Изменения спроса на продукцию, за которыми работники вряд ли будут следить так же внимательно, как это делает администрация фирмы, приводят к специфическим затруднениям, о которых мы уже упомянули. Теория предполагает, что при уменьшении предельного дохода фирмы, что может иметь место в случае снижения спроса, ставки заработной платы понижаются. Допустим, однако, что работники данной фирмы получают квазиренды и в связи с этим при уменьшении заработков они не станут немедленно увольняться, чтобы перейти к другим работодателям. В этом случае у руководства фирмы имеется стимул для искажения информации о состоянии спроса: утверждая, что положение хуже, чем оно есть на самом деле, руководство может оправдать уменьшение заработной платы. Обычным способом решения этой проблемы

³ Lawler E. E., III. Strategic Pay. P. 58.

является соглашением о неизменности расценок вне зависимости от состояния спроса, однако в этом случае встает вопрос о том, как будет контролироваться объем производства.

Использование сдельной оплаты труда лимитируется ограниченностью сферы ее применимости и трудностями, связанными с ее регулированием. Очевидно, что многие фирмы предпочитают иные, более эффективные, по их мнению, методы мотивации производственных рабочих, в особенности непосредственный контроль за их действиями, который может сочетаться с какой-то формой группового стимулирования. В то же время эти фирмы считают эффективным использование стимулирующей оплаты труда для других категорий работников.

Комиссионные в торговле

Стимулирующая оплата труда, основанная на использовании явных формул, получила широкое распространение в сфере торговли; работники данной сферы регулярно получают часть своего заработка — или весь заработок — в форме комиссионных выплат. Увеличение объема продаж имеет своим непосредственным результатом увеличение зарплат работников, что побуждает их работать более энергично, предприимчиво и вдумчиво. Подобно сдельной оплате труда, комиссионные, кроме того, способствуют осуществлению самоотбора. Система комиссионных выплат привлекает менее склонных избегать риска работников, которые считают себя более талантливыми, энергичными или трудолюбивыми и, следовательно, рассчитывают на высокие заработки, возможные при этой системе; в то же время те люди, которые в большей степени склонны избегать риска, и те, кто не так уверен в своих способностях, предпочтут устроиться туда, где выплачиваются постоянные оклады.

Как и в случае со сдельной оплатой труда, первая категория издержек, возникающих при использовании системы комиссионных, связана с тем, что доходы работников изменяются в зависимости не только от их усилий, но и от всех тех произвольных факторов, которые могут влиять на успех торговых операций. Это означает необходимость повышения среднего дохода работника в целях компенсации вышеупомянутого риска, а также дополнительных усилий, которые он затрачивает при данной системе. В сочетании с отмеченным выше эффектом самоотбора это обстоятельство может служить объяснением тех трудностей, с которыми столкнулись некоторые американские фирмы — владельцы сетей универмагов («Sears», «Dayton Hyudson», «Bloomingdale's» и «Macy's») при введении системы комиссионных или при усилении их роли в оплате труда работников магазинов. Если данная система не обеспечивает значительного повышения ожидаемого общего дохода, то положение работников, склонных избегать риска, которые поступили на данную работу ради окладов, ухудшится. Далее, те работники, которые не считают себя особо способными, будут ожидать для себя немалых трудностей с выполнением плановых заданий, сохранением прежних доходов и самих рабочих мест. Естественно, что они будут противодействовать такому изменению системы оплаты труда.

На практике комиссионные гораздо чаще применяются для оплаты труда торговых агентов, работающих самостоятельно, вне прямого контроля со стороны руководства, чем для оплаты труда работников магазинов. Возмож-

ности контроля за работой торговых агентов весьма ограничены, в связи с чем стимулирование посредством прямого мониторинга представляется проблематичным. В магазинах же, напротив, менеджеры могут без особых затруднений наблюдать усилия работников. Соответственно они могут обеспечивать стимулирование, не подвергая работников риску потери дохода, присущему системе комиссионных. В силу аналогичных причин в розничной торговле система комиссионных, по-видимому, преобладает там, где объем продаж в большей степени зависит от трудноконтролируемых действий работников, например от качества советов, которые продавцы дают покупателям. Такие советы имеют очень важное значение при покупках сложной бытовой техники, высококачественной одежды и потребительской электроники, и в заработках работников, занимающихся продажей этих товаров, комиссионные, как правило, играют повышенную роль. (Отметим, что эта тенденция соответствует рекомендациям теории стимулирующих контрактов: доля комиссионных в зарплате должна быть выше там, где величина прибылей в большей степени зависит от усилий работников).

Возможность уменьшения доходов работников вследствие введения системы комиссионных является одним из важнейших факторов, от которых зависит целесообразность использования этой системы. Когда такие риски относительно невелики, на основе комиссионных может формироваться значительная часть общего дохода работника. Именно это и имеет место в розничной торговле обувью, в оптовой торговле бакалейными товарами или в стандартной практике поставок продукции и материалов в промышленности. Однако когда заключаемые сделки являются крупными и нечастыми, например если речь идет о миллиардных контрактах на строительство атомных электростанций, оплата исключительно в форме комиссионных привела бы к неприемлемой изменчивости дохода работника. В таких ситуациях следует либо подбирать работников, отличающихся особо высокой терпимостью к риску, либо вообще отказываться от системы комиссионных выплат, выплачивая работникам оклады и стимулируя их при помощи иных средств.

Даже в тех случаях, когда применение комиссионных представляется оправданным, существует еще одна проблема, с которой мы уже сталкивались при рассмотрении сдельной оплаты труда: комиссионные могут побуждать работников пренебрегать другими видами деятельности, в осуществлении которых заинтересована фирма. Так, если торговый персонал фирмы представляет собой потенциальный источник важной информации о потребителях и конкурентах, то оплата в форме комиссионных может побудить данных работников сосредоточиться исключительно на продаже товаров, игнорируя сбор информации. Рассуждая логически, возможным решением этой проблемы является оплата работы по сбору информации. Как следует из принципа равного вознаграждения, если необходимо, чтобы система оплаты труда стимулировала сбор информации работниками, вознаграждение за единицу прибыли, полученной благодаря осуществлению этой деятельности, должно быть равно вознаграждению за единицу прибыли, полученной от непосредственной продажи товаров. Однако измерение результатов работы по сбору информации может оказаться чрезвычайно сложной задачей, и если вознаграждение работника будет зависеть от зафиксированных результатов такой деятельности (если эти результаты вообще могут быть измерены), то его доход будет подвержен значительному риску. Этот дополнительный риск вполне способен

сделать данный подход непривлекательным. Альтернативное решение может сводиться к уменьшению или отмене комиссионных выплат с увеличением значения фиксированных окладов с тем, чтобы работники распределяли свое время таким образом, который в большей степени соответствует интересам фирмы.

Аналогичные проблемы возникают, когда фирма желает, чтобы торговый персонал занимался бы инструктированием и послепродажным обслуживанием потребителей. Эти проблемы могут утратить свою остроту, если работник в течение длительного времени обслуживает одних и тех же потребителей или один и тот же район и соответственно заинтересован в росте объема продаж в будущем и получении соответствующих комиссионных. Однако в том случае, когда текучесть кадров высока, а обслуживание потребителей имеет важное значение, может оказаться целесообразным снизить роль комиссионного вознаграждения.

Определение ставок комиссионных: теория и практика. Определение ставок комиссионных в различных ситуациях представляет собой центральную проблему кадровой политики в сфере торговли. Двое профессоров, специализирующихся на проблемах маркетинга, — Раджив Лал и Венкантараман Шринивасан — использовали для анализа этой проблемы модель, представленную в главе 7 этой книги.⁴

Вначале ими рассматривалась ситуация, при которой продавец имеет дело с единственным продуктом. Допустим, что *функция отклика объема продаж*, определяющая зависимость между ожидаемым количеством проданных единиц товара и активностью продавца, имеет вид $h + ka$, где h — постоянная, характеризующая ожидаемое количество проданных единиц товара в том случае, если продавец выполняет свою работу с минимально допустимыми усилиями, без каких-либо дополнительных усилий, а k — параметр, характеризующий зависимость объема продаж от индивидуальной активности продавца a . Соответствующий ожидаемый вклад в прибыль равен $m(h + ka)$, где m — доход (цена минус предельные издержки) от продажи единицы товара. Допустим, наконец, что личные издержки агента, связанные с осуществлением им соответствующих усилий, характеризуются квадратичной функцией:

$$\text{издержки} = b_0 + b_1 a + \frac{1}{2} c a^2.$$

Теоретические положения, изложенные в главе 7, могут быть использованы для решения этой задачи специфическим образом: пусть $e = ka$. Тогда издержки осуществления усилий, $C(e)$, представляют собой издержки соответствующего уровня активности продаж, $a = e/k$, что равно $b_0 + b_1 e/k + (1/2)c(e/k)^2$. При таком определении усилий модель, использованная Лалом и Шринивасаном, в точности соответствует модели, описанной в главе 7, и, следовательно, для определения оптимальной ставки комиссионных мы можем воспользоваться принципом интенсивности стимулирования.

Согласно данному принципу, ставка комиссионных будет зависеть от четырех факторов: предельной рентабельности усилий работника, его склонно-

⁴ Lal R., Srinivasan V. Compensation Plans for Single- and Multy-Product Salesforces : An Application of the Holmstrom-Milgrom Model. (Draft). Stanford University, Graduate School of Business, 1991.

сти избегать риска, значимости произвольных факторов при определении измеряемого результата и способности работника реагировать на рост стимулирования повышением усилий. Формула для расчета оптимальной ставки комиссионных выглядит следующим образом: $m/(1+r\sigma^2 c/k^2)$, где r — коэффициент абсолютного исключения риска, σ^2 — дисперсия объема продаж в единицах для любого данного уровня усилий, а c/k^2 равно $C''(e)$. Ставка комиссионных, выплачиваемых в соответствии с объемом продаж, должна представлять собой возрастающую функцию от нормы прибыли m и коэффициента k функции отклика объема продаж и убывающую функцию от склонности избегать риска, присущей данному работнику, и от величины неконтролируемых и произвольных факторов, оказывающих влияние на объем продаж. В частности, ставка комиссионных не должна зависеть от базового уровня объема продаж h . Эта величина должна учитываться лишь при определении нормы продаж или, что эквивалентно, базового оклада работника.

Исследователи, изучавшие несколько различных фирм, обнаружили, что эмпирические данные в целом подтверждают теоретические выводы. Реальная практика оплаты труда, как правило, соответствует качественным рекомендациям теории. Более того, теоретические прогнозы были подвергнуты более непосредственной проверке на основании данных об оплате труда торгового персонала неназванной крупной американской фирмы, реализующей компьютерную технику и занимающейся обслуживанием компьютеров.⁵ При продаже различных типов своей продукции эта компания использует различные комбинации окладов и комиссионных выплат. Исследователи использовали данные, полученные путем анкетирования менеджеров сбытовых служб. Анкета частично была посвящена тем проблемам, с которыми эти менеджеры обычно имеют дело, — значению групповой организации продаж, рекламы, качества продукции, репутации фирмы и обслуживания потребителей, а частично некоторым из факторов, непосредственно фигурирующих в теории. Для того чтобы на основании этих данных подвергнуть проверке теорию, необходимо было интерпретировать применяемые менеджерами параметры в терминах данной теории, а это создает потенциальные сложности при сопоставлении эмпирических результатов с теоретическими прогнозами. Тем не менее, по мнению исследователей, модель агентских отношений дает хорошее объяснение основных характеристик системы оплаты труда торгового персонала данной фирмы.

Когда работник продает несколько продуктов, его способность добиваться повышения объема продаж за счет повышенных усилий, нормы прибыли и изменчивости объема продаж для различных продаваемых продуктов могут быть неодинаковыми, и работнику необходимо определить не только, с какими усилиями он будет работать, но и как он распределит свои усилия среди различных продуктов. Используя логику принципа равного вознаграждения, Лал и Шринивасан разработали рекомендации относительно варьирования ставки комиссионных для различных продуктов. При прочих равных условиях ставка комиссионных должна быть более высокой для продуктов с более высокой рентабельностью, большей зависимостью объема продаж от актив-

⁵ Lal R., Outland D., Staelin R. *Salesforce Compensation Plans: An Empirical Test of the Agency Theory Framework.* (Draft). Stanford University, Graduate School of Business, 1990.

ности продавца и меньшей произвольностью итоговой величины объема продаж. Она опять-таки не должна зависеть от величины базового оклада.

Эти рекомендации противоречат некоторым расхожим истинам, пользующимся популярностью среди руководителей служб сбыта, в связи с чем было бы особенно полезно проверить теоретические прогнозы на соответствие фактическим данным. К сожалению, такие исследования пока еще не проводились.

Стимулирующая оплата индивидуального труда в других ситуациях

Все большее число фирм проводит эксперименты по применению формализованных систем оплаты индивидуального труда для различных категорий работников. Например, хотя размеры премий, выплачиваемых сотрудникам инвестиционного банка «Salomon Brothers», определяются на основании субъективных оценок, газета «Wall Street Journal» сообщила о том, что в 1990 г. премии сотрудникам группы, занимающейся арбитражными операциями с облигациями, были рассчитаны по четкой формуле, согласно которой работники получали 15% обеспеченной ими прибыли.⁶ Данная группа применяет математические модели, позволяющие оценивать соотношения между равновесными ценами облигаций и других ценных бумаг. Когда эти модели указывают на наличие хотя бы незначительного диспаритета в фактическом соотношении цен, группа одновременно осуществляет покупку недооцененных бумаг и продажу переоцененных. Если модели верны, то эта операция приносит крупную безрисковую «арбитражную» прибыль; если же они неверны, могут иметь место громадные убытки. Как сообщалось, руководитель этой группы в 1990 г. получил 23 млн дол. (часть этой суммы, возможно, была выплачена акциями фирмы, к которым он не будет иметь доступа в течение 5 лет — см. главу 1). Остальные члены группы, согласно сообщениям, также получили на основании этой формулы огромные премии. Схожая формула, увеличивающая заработок с результатом работы, привела к тому, что в 1987 г. фирма «Drexel Burnham Lambert» выплатила 550 млн дол. «королю бросовых облигаций» Майклу Милкену. Очевидно, когда в начале 70-х гг. он приступил к совершению сделок с высокорисковыми облигациями, ему было обещано 35% прибылей, обеспеченных его группой, и это условие осталось в силе даже после резкого увеличения прибылей.⁷

Плата за квалификацию. Программы платы за квалификацию представляют собой разновидность стимулирующей оплаты постоянных работников, поощряющую осуществление этими работниками инвестиций в приобретение и повышение квалификации и вознаграждающую работников скорее за эти инвестиции, чем за непосредственные результаты, показанные на рабочем месте. Такие программы стали обычным явлением в крупных фирмах Японии, а в настоящее время опробуются в фирмах Северной Америки и Европы. Данные программы предусматривают, что заработок работника зависит не от порученной ему конкретной работы, а от тех навыков, которые он приобрел, и от его уровня мастерства. Так, какая-нибудь японская фирма, действующая в обрабатывающей промышленности, может предложить группе рабочих спи-

⁶ *Smith R., Siconolfi M. Roaring '90s? Here Comes Salomon's \$23 Million Man // Wall Street Journ. 1991. 7 Jan. C-1.*

⁷ *Bruck C. The Predators' Ball. New York : Penguin Books, 1989. P. 31-32.*

сок из нескольких различных машин, работу на которых могут освоить члены этой группы. Затем оценивается степень освоения каждой машины каждым из рабочих. Научился ли рабочий вообще работать на этой машине? Может ли он работать на ней без регулярной помощи и пристального надзора? Достаточно ли он квалифицирован, чтобы помогать другим в использовании данной машины? Способен ли он обучать остальных рабочих? Чем выше уровень квалификации, тем выше и заработок рабочего. С одной стороны, такие системы поощряют инвестиции в человеческий капитал и способствуют достижению имеющей немалую ценность гибкости в том, что касается распределения рабочей силы. С другой стороны, при этих системах возможна такая ситуация, когда придется платить работникам за те навыки, которые они смогут использовать лишь в редких случаях.

Оплата по результату для ученых и инженеров. Системы оплаты по результату в последнее время применялись и для оплаты труда научных работников и инженеров. Например, калифорнийская фирма «Applied Materials, Inc.» — производитель оборудования для производства полупроводников с оборотом в 500 млн дол. — отчисляет работникам, разработавшим имеющие успех новые виды продукции, определенный процент выручки от реализации данной продукции. В рамках этой системы физик, руководивший группой разработчиков одного имевшего особый успех изделия, в 1989 г. получил более 800 000 дол. В результате его заработок за этот год значительно превысил заработок главного администратора этой корпорации. Такие системы непосредственно стимулируют и вознаграждают творчество и изобретательство и способствуют тому, что исследователи начинают заботиться о том, чтобы облегчить производство и сбыт создаваемых ими продуктов. Они особо привлекательны для высокотехнологичных отраслей, предприятия которых располагаются в «Силиконовой долине» в Калифорнии, поскольку позволяют удерживать инженеров и ученых, которые в противном случае могли бы перейти в новые, начинающие фирмы, где им могут предоставить большую самостоятельность и значительную долю в капитале фирмы.⁸

Оплата по результату для менеджеров. Наиболее широкое распространение формулы стимулирующей оплаты получили, вероятно, в сфере оплаты труда менеджеров. Зачастую менеджер получает премии, равные определенному проценту выручки от продаж или прибыли (или изменения данных величин) руководимого им подразделения, но иногда система оплаты принимает гораздо более сложный характер. Превосходный пример таких сложных систем можно обнаружить в фирме «McDonald's».

Эта сеть ресторанов быстрого питания уже несколько десятилетий использует в целях мотивации и вознаграждения менеджеров своих ресторанов системы эксплицитной оплаты по результату.⁹ В течение многих лет «McDonald's» экспериментировала с разнообразными формулами стимулирующей оплаты менеджеров. Вначале, в 1967 г., базовые оклады менеджеров и их помощников были поставлены в зависимость от соблюдения в их ресторанах установленных корпорацией стандартов качества, сервиса и чистоты, а

⁸ Rice V. Tying Pay to Sales Puts Inventor at Top // San Jose Mercury News. 1990. 16 July. D-1.

⁹ См.: Sasser W.E., Pettway S.H. The Case of Big Mac's Pay Plans // Harvard Business Rev. 1974. July—Aug. P. 30 sq.

квартальные премии стали начисляться исходя из «контролируемого» вклада менеджера в полученную прибыль, рассчитываемого как разность между выручкой от продаж и суммой тех издержек, которые, как предполагалось, могли быть проконтролированы менеджером. Однако эта система явно не обеспечивала эффективного поощрения усилий по контролю над издержками и, кроме того, она оказалась непопулярной. В 1972 г. на смену ей пришла система, при которой величина стартового оклада зависела от стоимости жизни в данной местности, а впоследствии размер оклада ежегодно корректировался в соответствии с общими результатами работы; размеры премий зависели от ряда факторов. За выполнение нормативов величины расходов на оплату труда и согласованных с данным менеджером нормативов расходов на бумагу и продукты полагались премии в размере 5% оклада каждая. Выполнение стандартов качества, сервиса и чистоты, оцениваемое по трехбалльной шкале, могло принести дополнительно до 10% основного оклада. Кроме того, менеджер получал 2.5% любого прироста выручки, но не более 10% оклада. (Если рост объема продаж тормозился неблагоприятной конъюнктурой рынка, руководитель данного менеджера мог заменить эти отчисления от прироста выручки дополнительной премией в размере 5% оклада).

Спустя два года данная система вновь подверглась пересмотру. Согласно плану, принятому в 1974 г., величина премии зависела от соблюдения стандартов качества, сервиса и чистоты, контроля над издержками, полученной выручки и подготовки персонала, причем удельный вес каждого из этих факторов определялся в ходе переговоров между менеджером и его начальником. Фактор подготовки кадров был добавлен в связи с тем, что фирма стремительно расширяла свою деятельность и сталкивалась с нехваткой менеджеров. Примерно те же критерии используются и в настоящее время, хотя система оплаты труда продолжает корректироваться.

Эти системы рассчитаны на то, чтобы заинтересовать менеджеров в добросовестном выполнении своих обязанностей и в таком распределении своего внимания между различными задачами, которое соответствует целям корпорации. Кроме того, их разработчики пытаются учесть различия в рыночной конъюнктуре (путем установления различных окладов), знание менеджерами местных условий (с этой целью некоторые задания подлежат согласованию с менеджерами) и различную степень зависимости разных наблюдаемых параметров от усилий менеджеров (для этого различные характеристики работы менеджера рассматриваются отдельно друг от друга и им придается различный удельный вес в общей оценке).

Выявление частной информации работников

Часто работники располагают отсутствующей у их руководителей информацией относительно своих индивидуальных обстоятельств или интересов, своих возможных результатов на данной работе или доходности различных возможных операций фирмы. Например, руководитель подразделения, как правило, бывает значительно лучше информирован о возможностях улучшения работы своего подразделения, чем сотрудники центральной администрации, а опытный агент по сбыту, скорее всего, лучше знает рыночный потенциал своей территории, чем менеджер отдела сбыта. В таких случаях раскрытие подобной информации может оказаться полезным с точки зрения

определения целей и осуществления поощрения. Потенциальная проблема заключается в том, что если система организована не лучшим образом, у работников имеются стимулы для сокрытия информации, которой они располагают, или для ее искажения.

Для того чтобы устранить эту проблему и получить доступ к такой информации, организация должна позаботиться о том, чтобы правдивые сообщения не влекли за собой наказания работников. В целом данная задача может оказаться затруднительной, особенно потому, что для этого, возможно, понадобится гарантировать не использовать в полной мере соответствующую информацию. В качестве экстремального примера представим себе, что самолет, совершающий испытательный полет, терпит катастрофу, но его пилот остается в живых. Производитель самолета будет крайне заинтересован в том, чтобы выяснить причину катастрофы. Допустим, пилоту известно о том, что авария частично объясняется допущенной им ошибкой; эта информация может стать известной только в том случае, если сам пилот признается, что допустил ошибку. Если производитель желает получить верную информацию, он должен гарантировать, что признание пилота ничем не повредит ему. Тем не менее, узнав о виновности пилота, он испытает сильное искушение уволить его.

Два широко распространенных механизма могут быть интерпретированы как средства, позволяющие воспользоваться частной информацией работников. Один из них состоит в том, что работнику предлагается *меню контрактов* — набор различных методов определения величины заработка — и работник должен выбрать какой-то из этих вариантов. Такая практика существовала, например, в ИВМ при определении системы оплаты труда агентов по сбыту. Второй способ — это практика *целевого управления*, когда работник и его начальник согласуют между собой те критерии и нормы, по которым будет оцениваться деятельность работника. Вариации этой системы распространены чрезвычайно широко и применяются многими организациями на самых разных уровнях.

Меню контрактов. В хорошо продуманном меню различные контракты предусматривают различные комбинации оклада и стимулирующих выплат, например комиссионных, причем меньшему окладу соответствуют более крупные комиссионные, так что каждый контракт предлагает максимально возможную плату для какого-то возможного диапазона результатов. Эту основную идею иллюстрирует рис. 12.1, на котором представлено меню, состоящее из трех контрактов. На рисунке три наклонные линии представляют альтернативные контракты, один из которых может выбрать работник. Угол наклона каждой линии отражает величину комиссионных выплат, а точка пересечения с ординатой соответствует величине оклада, выплачиваемого в случае полного отсутствия продаж. Как видно из рисунка, контракт 1 предлагает наивысший оклад (S_1) и наименьшую ставку комиссионных, контракт 2 предусматривает меньший оклад (S_2), но более высокую ставку комиссионных, а контракт 3 предлагает еще более низкий оклад (S_3) и еще более высокую ставку комиссионных. Контракт 1 обеспечивает наивысший доход при объеме продаж менее S' , контракт 2 — при объеме продаж от S' до S'' , а при объеме продаж свыше S'' наивысший доход приносит контракт 3.

Для того чтобы убедиться в полезности данной модели, предположим, что существуют значительные различия между потенциалами сбыта различных территорий и что наилучшим образом о потенциале каждой конкрет-

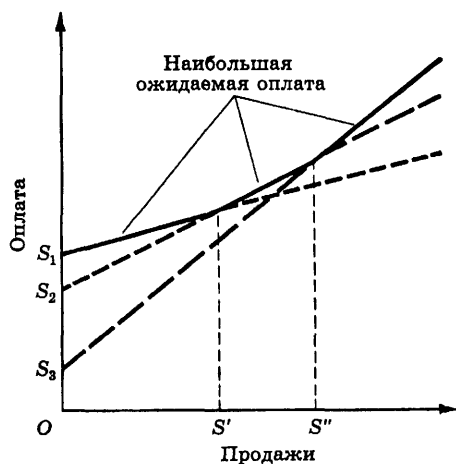


Рис. 12.1. Ожидаемая оплата и уровень ожидаемых продаж. То, какие контракты принимают ожидаемую оплату, зависит от уровня ожидаемых продаж.

ной территории информирован работающий на этой территории агент. Если использовать какую-либо простую систему комиссионных выплат, то каждый агент будет заинтересован в недооценке потенциала его района. В этом случае он сможет без особого напряжения выполнять плановое задание и получать премиальные и комиссионные. Встает вопрос о том, каким образом можно побудить агентов, работающих в многообещающих районах, соглашаться с более высокими заданиями и пытаться выполнить их. Ответ на этот вопрос дает меню контрактов, представленное на рис. 12.1. Предложив агентам такое меню, фирма заставит их осуществить самоотбор: те агенты, которые ожидают, что объем продаж в их районах будет невысоким, выберут контракт 1, те, кто ожидает среднего объема продаж, выберут контракт 2, а те, кто рассчитывает на высокий объем продаж, предпочтут контракт 3. Таким образом можно создать сильные стимулы для агентов, работающих в многообещающих районах; в то же время агенты, работающие в менее перспективных районах, могут быть защищены от неблагоприятных последствий невысоких объемов продаж, если основную часть их заработка будет составлять фиксированный оклад.

Управление по целям. Предложение одного и того же меню контрактов каждому работнику является оптимальным решением лишь в том случае, когда информация о достижимых результатах может быть получена только от самого работника. Как правило, оптимальные нормативы могут быть определены путем переговоров между работодателем и работником, что позволяет сторонам использовать всю имеющуюся информацию. Как и в случае использования меню контрактов, для того чтобы у работников не было стимулов для сокрытия имеющейся у них информации, работодателю необходимо предлагать более привлекательные вознаграждения тем работникам, которые готовы выполнять более высокие плановые задания.

Имплицитная стимулирующая оплата труда

В большинстве случаев заработка работников не увязываются с результатами работы при помощи каких-либо простых формул. Вместо этого руководство, принимая решения относительно уровня заработной платы, ее повышения и продвижения отдельных работников, применяет какие-то неформули-

руемые и, возможно, субъективные или нечеткие критерии. Тем не менее и в такой системе оплаты труда могут существовать стимулирующие аспекты. Как минимум существует возможность увольнения работников, демонстрирующих особенно плохие результаты, и в большинстве случаев это обстоятельство побуждает работника пытаться обеспечить приемлемый уровень результатов. Кроме того, люди, считающиеся лучшими работниками, как правило, могут рассчитывать на лучшее отношение к себе со стороны работодателя, и, сознавая это, работники стремятся выбирать тот образ действий, который, по их мнению, ценится фирмой и принесет им вознаграждение.

Логика имплицитной стимулирующей оплаты труда. Имплицитные формы стимулирующей оплаты труда представляют собой в высшей степени неполные контракты. Их преобладание определяется двумя факторами: сложностью заблаговременного определения желательных результатов и трудностью адекватного измерения фактических результатов.

Если не считать наиболее рутинных работ, то, за редкими исключениями, невозможно заранее предвидеть все возможные варианты развития событий и соответственно определить те действия, которые обеспечат получение хороших результатов. Например, любому менеджеру постоянно приходится иметь дело со всевозможными непредвиденными обстоятельствами, новыми возможностями и незнакомыми ситуациями. Если бы было можно предвидеть и описать все эти обстоятельства, возможности и ситуации и определить правильный образ действий для каждого возможного варианта, то не было бы и необходимости в существовании менеджеров указанного типа: в этом случае не существовало бы ни той ответственности, ни той свободы действий, которые являются характерными особенностями работы менеджера. В общем плане, если работодатель и работник не могут заранее точно определить, что именно будет считаться хорошим результатом, они, очевидно, не могут и заключить контракт, предусматривающий непосредственную увязку оплаты труда с его результатами.

Тем не менее сложности заблаговременного определения понятия «хороший результат» не означают автоматической невозможности использования эксплицитных стимулирующих контрактов, поскольку могут существовать хорошие способы оценки общего результата. Рассмотрим в качестве примера управляющего высшего ранга какой-то фирмы. Было бы нелепо пытаться заранее точно определить, что он должен делать во всех ситуациях, которые могут возникнуть, и во всех аспектах, с которыми ему, возможно, придется иметь дело. Тем не менее для акционеров этой фирмы изменение стоимости ее акций может оказаться вполне адекватной характеристикой «итогового результата» деятельности управляющего высшего ранга; соответственно возможно заключение эксплицитного стимулирующего контракта с использованием в качестве критерия цены акций.

Однако в большинстве случаев не имеется таких простых, объективных, легко и достаточно быстро определяемых показателей, позволяющих оценивать результаты работы. Какие понятные критерии можно было бы применить для адекватной и однозначной оценки общего результата работы секретаря, специалиста по сметам или директора средней школы? И работодатель, и работник могут достаточно хорошо понимать, что представляет собой хороший результат, и тем не менее оказывается невозможным ни заранее описать его, ни дать количественную оценку фактического результата. В целом

при отсутствии достоверных, легко выражаемых в количественном измерении общих характеристик результата использование эксплицитных стимулирующих контрактов не имеет смысла. Вместо этого приходится оценивать результаты работы «по факту», с учетом различных аспектов, зачастую субъективно, с использованием норм и критериев, которые не формулируются и не могут быть сформулированы заранее и которые могут быть неадекватными. Соответственно любые стимулы, создаваемые системой оплаты труда, в этих случаях должны иметь имплицитный характер.

Более того, даже если некоторые аспекты результата являются измеримыми, использование соответствующих показателей в эксплицитных формулах оплаты труда может оказаться нежелательным. Оплата по результату при учете лишь некоторых его аспектов побуждает работников пренебрегать другими аспектами своей работы, вследствие чего общий результат может оказаться хуже, чем он был бы при отсутствии эксплицитного стимулирования. Это наблюдение представляет собой еще один частный случай применения принципа равного вознаграждения. Иногда эта проблема может быть разрешена путем сочетания эксплицитных и имплицитных форм стимулирующей оплаты труда. Например, фирма «Lincoln Electric» использует сделную оплату труда, вознаграждающую рабочих за увеличение непосредственного выпуска продукции и связанные с этим затраты сил и внимания, однако размеры индивидуальных премий частично зависят от того, как фирма оценивает данного работника с учетом таких менее очевидных характеристик, как надежность, способность к сотрудничеству и качество собственных идей. Пока работникам понятны факторы, учитываемые при определении величины премий, и пока они уверены в том, что их заработки зависят от этих факторов, они будут заинтересованы в том, чтобы уделять внимание соответствующим аспектам работы, даже если не существует никакой эксплицитной формулы, увязывающей величину заработка с результатами работы.

ОЦЕНКА РЕЗУЛЬТАТОВ

В любой системе стимулирования центральное место занимает система оценки результатов работы. Чем более интенсивно работодатель вознаграждает за измеряемый результат, тем более важное значение имеет точность измерения результата. Принцип интенсивности контроля, рассматривавшийся в главе 7, представляет собой формализованное выражение этой закономерности.

Оценка результатов при эксплицитных формах оплаты по результату

Когда оплата труда осуществляется на основе какой-то эксплицитной стимулирующей формулы, особо важное значение имеет правильный выбор используемых характеристик. Предположим, например, что фирма желает обеспечить мотивацию своих руководящих работников, связав их заработки с ростом прибыльности. Как следует измерять прибыльность? Использование отчетных показателей прибыли открывает простор для манипуляций с бухгалтерскими процедурами: можно, например, принимать для соответствующих расчетов доходы и издержки тех периодов, которые дают результат, выгод-

ный руководству фирмы (внося их в отчет о прибылях фирмы за данный период). Еще более важно то, что при таком подходе в центре внимания руководителей окажутся те инвестиции, которые обеспечивают увеличение доходов и измеряемых прибылей в ближайшем будущем, и будут игнорироваться инвестиционные проекты, пусть и более выгодные, но не ведущие к немедленному росту отчетных доходов. Руководители, кроме того, возможно, будут продолжать убыточные операции, не желая признавать убытки и списывать их, что ухудшает отчетные показатели прибыли. Можно предполагать, что цены акций не так легко поддаются манипулированию и по крайней мере в некоторых концепциях функционирования рыночных механизмов эти цены адекватно отражают изменения и краткосрочных, и долгосрочных перспектив прибыльности фирмы. Разумеется, действия отдельного менеджера, за исключением высших руководителей фирмы, могут практически не оказывать влияния на цену ее акций; в этом случае цена акций также не может быть эффективной характеристикой результатов работы менеджера.

Еще один вопрос: следует ли измерять индивидуальный результат в абсолютном исчислении на основании какой-то заданной неизменной шкалы или в относительном исчислении — в сравнении с результатами других работников. Последний вариант имеет то преимущество, что при правильном осуществлении измерений он позволяет выделить некоторые из тех вариаций результатов, которые определяются не усилиями работников, а неконтролируемыми внешними воздействиями. Например, любой показатель объема продаж, вероятно, в большей степени отражает уровень усилий агента в том случае, когда объемы продаж агентов в других районах невелики, и в меньшей степени — когда другие агенты добились больших успехов. Это объясняется тем, что низкий объем продаж в целом свидетельствует о невысоком спросе на данный товар или о том, что его цена завышена; соответственно, для того чтобы достигнуть своего показателя, данному агенту, вероятно, потребовалось приложить больше сил, чем было бы необходимо в ином случае. Оценка результата торгового агента в сравнении с результатами других агентов в таких ситуациях частично устраняет риск, связанный с его заработком, и тем самым представляется оправданной. Принцип информативности позволяет определять, в каких случаях такая сравнительная оценка результатов является полезной и каким должен быть ее удельный вес по сравнению с абсолютной оценкой.

Одна из проблем, связанных с использованием сравнительной оценки результатов, заключается в том, что она может стать объектом манипуляций со стороны группы сравниваемых работников: если они сговорятся друг с другом, то при сравнении ни один из них не будет уступать остальным. Угроза такого сговора особенно актуальна при использовании чисто сравнительных систем оценки результатов. Особо уязвимыми в этом отношении являются соревнования, в которых учитываются лишь места, занятые участниками, а не их абсолютные результаты — в особенности, если участники могут каким-то образом поделить между собой призы.

Другая проблема состоит в том, что сравнительная оценка результатов ослабляет заинтересованность работников в оказании помощи друг другу, поскольку расходование времени на оказание помощи товарищу наносит работнику двойной ущерб: ухудшается абсолютный результат данного работника и благодаря улучшению результата того, кому была оказана помощь, ухудша-

ется сравнительная оценка помогающего. На практике сравнительная оценка результатов может даже создавать стимулы, побуждающие работников вредить друг другу. В силу обеих этих причин сравнительная оценка результатов и соревнования, как правило, используются лишь для отдельных работников и групп работников, изолированных друг от друга и не нуждающихся во взаимопомощи.

Оценка результатов в субъективных системах

Как отмечалось в главе 11, менеджеры и руководители, по-видимому, считают субъективную оценку результатов сложным и неприятным занятием. Нелегко сообщать работнику о его недочетах. Эта обязанность становится еще более неприятной в условиях той самой неопределенности критериев, которая и приводит к применению имплицитных форм стимулирующей оплаты труда, поскольку работник может оспорить оценку, выставляемую начальником, и, возможно, окажется прав. Многие работники действительно считают, что оценки результатов их работы неадекватны и бесполезны, и не верят в то, что начальники способны оценить их работу справедливо и точно. Далее, дифференциация работников на основании субъективных, неоднозначных и могущих быть оспоренными критериев подталкивает работников к попыткам манипулировать мнениями и решениями руководителей в своих интересах.

Во многих фирмах руководители должны оценивать результаты работников при помощи какой-то общей, заранее установленной шкалы. В первом приближении можно предположить, что фактические оценки будут распределяться по данной шкале более или менее симметрично. Более глубокий анализ позволяет предсказать, что распределение оценок будет несколько смещено в сторону верхнего предела шкалы. Если фирма освобождается от работников, получающих худшие оценки, или помогает им улучшить свои результаты, то общий уровень результатов со временем будет повышаться. Аналогичный эффект имеет закрепление за работниками тех мест, которые наилучшим образом соответствуют их вкусам и способностям, а также любой опыт, приобретаемый работниками. С учетом этого, если используемые при оценке результатов нормативы не повышаются, фактические оценки должны иметь тенденцию к росту.

Тем не менее фактическая величина смещения распределения оценок, выставляемых руководителями, кажется чрезмерной. Примером могут служить результаты исследования, в ходе которого изучались оценки результатов работы менеджеров двух (не названных) фирм в обрабатывающей промышленности в 70-е гг.¹⁰ Первая из этих компаний оценивала работу 4788 менеджеров по шкале, состоящей из четырех категорий; вторая компания оценивала работу 2841 менеджера по шкале, насчитывающей шесть категорий. Результаты суммированы в табл. 12.1. В первой компании 94.5% менеджеров оказались в верхней половине шкалы оценок («Хорошо» или «Отлично»). Во второй компании аналогичный показатель составил 98.8%, а две низшие оценки, по существу, не получил никто! Отсюда следует, что в этих фирмах подобраны на редкость сильные коллективы менеджеров или же — это представляется более вероятным — что люди, оценивавшие работу мене-

¹⁰ Medoff J. L., Abraham K. G. Experience, Performance and Earnings // Quart. Journ. Econ. 1980. Vol. 95. Dec. P. 703-736.

Таблица 12.1

**Распределение оценок результатов работы менеджеров
двух фирм в обрабатывающей промышленности**

Оценка	Доля менеджеров, получивших соответствующую оценку, от их общей численности, %
Компания 1	
Неприемлемо	0.2
Приемлемо	5.3
Хорошо	74.3
Отлично	20.2
Компания 2	
Неприемлемо	0.0
В минимальной степени приемлемо	0.0
Удовлетворительно	1.2
Хорошо	36.6
Очень хорошо	58.4
Превосходно	8.8

джеров, не желали выставлять кому-либо низкие оценки. По сути дела, в первой фирме вместо официально установленной четырехступенчатой шкалы оценок фактически использовалась двухступенчатая шкала, а во второй фирме вместо шестиступенчатой шкалы применялась трехступенчатая.

Тем самым дифференциация работников по оценкам результатов их работы оказалась значительно меньшей, чем она могла бы быть, или чем та, которая, очевидно, ожидалась инициаторами оценки. Кроме того, во многих случаях, когда заработки работников явно зависят от результатов их работы, разница в величине фактических заработков между обладателями лучших и менее высоких результатов представляется весьма незначительной. Так, в первой из фирм, о которых шла речь в только что рассмотренном примере, менеджер, имевший оценку «Отлично», получал в среднем только на 7.8% больше, чем его коллега, имевший оценку «Неприемлемо». Во второй фирме оценка «Превосходно» обеспечивала заработок, лишь на 6.2% превышавший заработную плату менеджера, получившего наихудшую из фактически выставлявшихся оценок.¹¹ Таким образом, данная система оплаты едва ли обеспечивает очень сильные стимулы для улучшения результатов работы, если только менеджеры не отличаются исключительно высокой чувствительностью к относительно небольшим различиям в величине заработка.

Отсутствие значительной дифференциации работников по оценкам результатов их работы или по величине заработков, зависящих от этих оценок, соответствует эмпирическим наблюдениям, согласно которым менеджеры считают оценку результатов сложным и неприятным занятием, работники не слишком доверяют этим оценкам, а резкая дифференциация работников на основании субъективных критериев порождает деятельность по оказанию вли-

¹¹ Baker G. P., Murphy K., Jensen M. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory // Journ. Finance. 1988. Vol. 43. May. P. 593-616.

яния и сопряженные с нею издержки. Если менеджерам не по душе обязанность оценивать результаты работы подчиненных, они не могут серьезно относиться к этим оценкам, а если выставлять негативные оценки особенно неприятно, то они будут поддаваться искушению зависить выставляемые оценки. (Отметим, что вышестоящим руководителям трудно проверить качество или точность оценок, которые менеджеры выставляют своим подчиненным). Как отмечалось в главе 11, эта тенденция может усиливаться тогда, когда работа самих менеджеров оценивается исходя из их способности набирать хороших работников и из результатов работы их подчиненных. В этом случае негативная оценка работы подчиненного повредит самому начальнику. Кроме того, в той степени, в которой повышение окладов может ограничиваться бюджетными нормативами (что имеет место по крайней мере в бюрократических структурах), менеджер может испытывать искушение преувеличить достижения своих подчиненных с тем, чтобы добиться выделения его группе большей доли лимитированных средств, выделяемых на повышение заработной платы.

Работники, не доверяющие оценкам результатов их работы, выводимым начальниками, скорее всего, будут особенно склонны считать действия по оказанию влияния вполне законными. В конце концов, когда оценки кажутся неточными и даже произвольными, попытка расположить начальство в свою пользу представляется не дезинформацией, а простым исправлением допущенных неточностей. Далее, если оценки кажутся произвольными, работники вполне могут поверить в то, что на них можно повлиять при помощи различных интриг. При таких обстоятельствах значительная дифференциация заработков на основании выставляемых оценок означает, что организации придется нести значительные издержки, связанные с деятельностью по оказанию влияния.

К тому же если оценки действительно не дают адекватного представления о результатах работы, то и выгоды, получаемые фирмой за счет дифференциации окладов работников на основании этих оценок, скорее всего, будут невелики. Разумеется, при столь невысокой фактической важности оценок менеджеры едва ли расположены воспринимать их всерьез или обрекать себя на крупные неудобства, связанные с выставлением негативных оценок.

Продвижения работников и субъективные системы оценок. Представляется весьма вероятным, что в тех системах, где оценки результатов работы имеют субъективный характер, значительная часть финансовых стимулов обеспечивается возможностью продвижения работника на более высокооплачиваемую должность в иерархической структуре. Как отмечалось в главе 11, возможность продвижения по службе — не самое эффективное средство стимулирования. Кроме того, в той степени, в которой хорошие результаты, достигнутые на одной должности, не гарантируют пригодности данного работника для занятия должности на следующем уровне иерархии, системы стимулирования, основанные на должностном росте работников, могут приводить к тому, что важные посты будут заняты не лучшими из возможных кандидатов. Тем не менее данные системы имеют свои преимущества: они позволяют решить проблемы, связанные с нежеланием менеджеров оценивать результаты работы подчиненных и их склонностью избегать негативных оценок, а также с заинтересованностью работников в осуществлении деятельности по оказанию влияния.

Решения о продвижении работников имеют важное значение, в особенности в управленческих иерархических структурах. Они определяют, кто будет принимать важнейшие оперативные и стратегические решения, от которых зависит успех данной организации. Это может побудить менеджеров к более тщательной оценке результатов работы своих подчиненных по сравнению с теми случаями, когда решаются вопросы о повышении окладов на несколько долларов. Кроме того, связав в значительной мере изменения окладов с продвижениями по службе, фирмы могут одновременно создать у работников стимулы, побуждающие их добиваться продвижения, и усилить заинтересованность лиц, принимающих решения о продвижениях, в серьезном подходе к данным решениям.

В этом отношении показательны результаты одного исследования, свидетельствующие о том, что годовые заработки вице-президентов крупных корпораций США, повышаемых в должности, возрастают в среднем на 18.8%, в то время как у тех, кто остается на прежней должности, заработки увеличиваются на 3.3% в год.¹² Согласно тому же исследованию, при назначении вице-президента главным администратором его оклад с учетом премий увеличивается в среднем на 42.9%. Наконец, так как после продвижения работник часто переходит в подчинение другого руководителя (которым вполне может оказаться начальник прежнего руководителя), качество оценок, проводимых при принятии решений о продвижении, легче проконтролировать, чем качество оценок, выполняемых при определении размеров окладов.

Несомненно, что при столь высокой значимости решений о продвижении могут возникать весьма сильные стимулы, побуждающие работников предпринимать попытки повлиять на оценки, от которых зависит выбор кандидата для продвижения. Конкурентная борьба за более высокие должности может быть достаточно острой, и она протекает не только в форме усердной работы. Кандидаты могут затрачивать немалое время и проявлять немалую изобретательность в попытках произвести нужное впечатление на свое начальство, а еще больше времени может теряться из-за беспокойства по поводу результатов такой деятельности. Однако оценки, проводимые при продвижениях, в меньшей степени подвержены манипуляциям, поскольку они выполняются более тщательно. Более того, принятое решение о продвижении, как правило, является неотменяемым, в силу чего издержки влияния имеют место лишь до определенного момента. Решения о размерах окладов, напротив, со временем довольно легко корректируются или аннулируются, и соответственно порождаемые ими попытки оказания влияния могут продолжаться без конца.

Частота оценок. Частота выполнения оценок деятельности работников весьма различна для различных работ. Университетские профессора лишь несколько раз на протяжении своей карьеры подвергаются всесторонней проверке — такие проверки могут ограничиваться моментами найма и выдвижения на штатную должность, — хотя и могут иногда проходить менее масштабные проверки в связи с определением размеров оклада. Так же редки систематические оценки работы специалистов в крупных юридических и бух-

¹² *Murphy K. J. Corporate Performance and Managerial Remuneration : An Empirical Analysis // Journ. Accounting a. Econ. 1985. Vol. 7. Apr. P. 11-42.*

галтерских фирмах. Работники инвестиционных банков, напротив, по существу, очень часто подвергаются оценке, поскольку величина их ежегодных премий определяется на основании фиксируемых результатов их работы. Чем объясняются такие различия?

Оценка результатов работы сопряжена с определенными издержками. Даже если лицо, осуществляющее оценку, не испытывает при этом никаких неудобств, необходимо собрать и передать различную информацию, что требует затрат времени и ресурсов. Поэтому оценки следует выполнять лишь в тех случаях, когда это необходимо для каких-то конкретных целей. До сих пор мы сосредоточивали свое внимание на использовании оценок в системах стимулирующей оплаты труда и при принятии решений о продвижениях работников. Однако эти цели, по-видимому, не являются достаточным оправданием частого выполнения оценок. Можно предположить, что системы стимулирующей оплаты могли бы предусматривать очень редкие оценки деятельности работников и соответственно крупные стимулирующие выплаты. Такой вариант даже имел бы непосредственные преимущества в тех ситуациях, где последствия принимаемых решений становятся очевидными в полной мере лишь спустя длительное время. Что касается продвижений, то оценки деятельности работников являются необходимыми лишь тогда, когда предстоит принять конкретное решение о продвижении.

Однако оценки деятельности работников имеют еще одну задачу — они позволяют работникам узнать о том, как они справляются со своими обязанностями; в результате работник может изменить свое поведение таким образом, чтобы в большей степени соответствовать требованиям работодателя или подыскать себе другую, более подходящую для него работу. При более частых оценках работники раньше получают полезную информацию, и они должны ценить соответствующее увеличение своих возможностей выбора.

Оптимальная частота проведения оценок определяется путем сопоставления издержек проведения проверки — значительную их часть составляют постоянные издержки — и выгод от более быстрого получения информации и реагирования на нее. Следовательно, оценки будут проводиться чаще в тех случаях, когда они обходятся дешевле и когда больше вероятность того, что приносимая ими информация повлияет на поведение работников. Например, трудно измерить результаты работы ученого, в то время как количество и качество труда машинистки относительно легко поддается определению. Следовательно, работа профессора будет оцениваться реже, чем работа его секретарши. В тех сферах деятельности, где высока вероятность того, что у любого нанятого работника не окажется талантов и способностей, необходимых для успешной работы, раннее информирование работников об их результатах имеет повышенную ценность: узнав о том, что дела у него идут плохо, работник сможет быстрее перейти на другую работу, где, возможно, добьется лучших результатов. Следовательно, в таких ситуациях оценки должны быть более частыми. Этими соображениями можно объяснить систему, существующую в инвестиционных банках. Кроме того, там, где работники накапливают значительный специфический человеческий капитал, работник, обладающий таким капиталом, вряд ли сможет найти более подходящую для себя работу в другой организации. Соответственно здесь ниже вероятность того, что информация, получаемая при помощи оценок результатов работы, окажется полезной, и, следовательно, оценки должны проводиться реже. Это может служить

объяснением системы, принятой в юридических и бухгалтерских фирмах, специалисты которых обладают значительным опытом работы с конкретными клиентами.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДОЛЖНОСТНЫХ ОБЯЗАННОСТЕЙ

Для большинства рабочих мест характерно разнообразие обязанностей работника. Определение числа различных проектов, поручаемых одному лицу, распределение задач между отдельными исполнителями и определение числа исполнителей для конкретной задачи — все эти проблемы имеют достаточно сложный характер, и в различных организациях они решаются по-разному. Так, в Северной Америке рабочие промышленных предприятий традиционно не отвечают за ремонт используемого ими оборудования. Фирмы нанимают специалистов, занимающихся исключительно ремонтными работами, к которым и обращаются производственные рабочие. В противоположность этому в Японии производственные рабочие зачастую обязаны самостоятельно устранять поломки в оборудовании. Еще один пример приводится во врезке, посвященной фирмам «McKinsey & Company» и «Bain & Co.», специализирующимся на консультациях по проблемам управления: различия в должностных обязанностях работников двух фирм соответствуют различиям между стратегиями, которых придерживаются эти фирмы.

КОНКУРЕНТНАЯ СТРАТЕГИЯ И СТРУКТУРА ДОЛЖНОСТНЫХ ОБЯЗАННОСТЕЙ В ФИРМАХ «MCKINSEY» И «BAIN & CO.»

«McKinsey & Company, Inc.» и «Bain & Co.» — крупные консалтинговые фирмы, консультирующие различные компании по вопросам стратегии и организации. В последние годы они нанимали в больших количествах выпускников колледжей, желавших поработать пару лет, прежде чем добиваться получения степени MBA. Число претендентов на эти места было значительным, поскольку данная работа обеспечивала хорошие заработки и весьма ценную возможность приобрести деловой опыт — по мнению некоторых, опыт работы в крупных консалтинговых фирмах, специализирующихся в области менеджмента, облегчает прохождение конкурсного отбора в программах подготовки MBA. В то же время две эти фирмы ведут между собой непосредственную конкурентную борьбу за привлечение выпускников.

В обеих фирмах вновь принятые работники (в «McKinsey» их именуют «бизнес-аналитиками», а в «Bain» — «помощниками консультантов») участвуют в работе групп, реализующих различные проекты для компаний-клиентов. Во главе этих групп стоят более опытные консультанты, контролирующие и оценивающие работу молодых сотрудников. Хотя характер работы в обеих фирмах примерно одинаков, между ними существуют два важных различия. Во-первых, в «Bain» помощник консультанта работает одновременно над двумя—шестью проектами, в то время как аналитик «McKinsey» обычно сосредоточивает усилия на работе только над одним проектом. Во-вторых, средняя продолжительность рабочей недели в «McKinsey», согласно имеющейся информации, составляет 70–80 часов, а в «Bain» — 60 с небольшим часов.

Единственным ключевым различием в стратегиях двух фирм, которое может служить объяснением вышеуказанных различий, является их разная кадровая политика. «McKinsey» традиционно специализируется на проектах, ко-

нечным продуктом которых является набор рекомендаций по удовлетворению потребностей клиента. «Bain» же берется за проекты, предусматривающие как выдачу рекомендаций, так и помощь в их осуществлении. Соответственно если типичный проект «McKinsey» реализуется в течение 4–6 месяцев, то для проектов «Bain» этот срок составляет примерно 18 месяцев. Проекты «McKinsey» осуществляются в значительной мере на территории клиента. В проектах «Bain» работа у клиентов играет меньшую роль, и большая часть работы выполняется рабочей группой в штаб-квартире фирмы.

Различная продолжительность рабочей недели отражает различие альтернативных издержек времени работников двух этих фирм. Для работников «McKinsey», обычно находящихся в командировках, проживающих и питающихся в отелях, дополнительные часы работы, по существу, сопряжены с меньшими издержками. Сотрудники «Bain» чаще находятся дома, где ведут нормальный образ жизни, предъявляющий определенные требования к распределению их времени, и, кроме того, имеют — предположительно — большие возможности для ведения общественной жизни.

Что касается числа проектов, над которыми работает одновременно сотрудник, то представим себе, что фирма «Bain» изменила численность своих рабочих групп таким образом, чтобы каждый помощник консультанта мог одновременно работать только над одним проектом, как это делается в «McKinsey». Такая система может оказаться очевидно неэффективной в тех случаях, когда различные работы требуют различных затрат времени и когда эффективное функционирование группы возможно лишь при определенном ее размере. Кроме того, при такой системе выпускник колледжа, поступивший на работу в «Bain», за время своей работы в этой фирме познакомился бы в лучшем случае с парой фирм-клиентов, в то время как аналитик «McKinsey» приобрел бы опыт работы с четырьмя—шести различными компаниями. Поскольку одной из важнейших причин, побуждающих выпускников устраиваться на работу в данные фирмы, является стремление изучить бизнес в целом и отдельные предприятия, фирма «Bain» оказалась бы в невыгодном положении на рынке труда. С другой стороны, если бы аналитик «McKinsey» был обязан одновременно заниматься несколькими проектами, то такая система оказалась бы в высшей степени неэффективной ввиду дополнительных командировочных расходов и распыления внимания работников между различными проектами. Таким образом, структура должностных обязанностей в каждой из этих фирм соответствует ее стратегии бизнеса.

Источник: материалы собеседований с бывшими работниками фирм «McKinsey» и «Bain», проведенных в Школе бизнеса Стэнфордского университета осенью 1990 г. А. С. Чидамбарамом и К. Хольм.

Структура должностных обязанностей зависит от многих факторов. В примере из сферы консультаций по менеджменту важнейшим фактором, определяющим структуру должностных обязанностей, является характер проектов, на которых специализируется каждая фирма. В фирме, действующей в обрабатывающей промышленности, решение о переходе к «современной стратегии обрабатывающей промышленности», в которой упор делается на использование универсального оборудования, частое и быстрое освоение новой продукции, высокое качество продукции и ускоренное реагирование на запросы потребителей, сопряжено с комплементарными решениями, предусматривающими изменение должностных обязанностей. Например, инженерам, занятым разработкой продукции, придется работать вместе с производственниками с тем,

чтобы обеспечить возможность производства новой продукции несложными и дешевыми способами; среди производственных рабочих будет поощряться универсализация, позволяющая им по мере необходимости выполнять различные операции на различном оборудовании; от работников службы сбыта будут ожидать не только продажи продукции, но и сообщений о запросах потребителей, которые помогли бы создавать новые, пользующиеся спросом виды продукции. Еще одним фактором, влияющим на структуру должностных обязанностей, является масштаб деятельности организации: в небольшой фирме один и тот же менеджер вполне может справляться с управлением, и сбытом, и маркетингом, а в более крупной фирме эти функции, возможно, придется разделить между различными людьми. Наконец, важную роль могут играть внешние факторы — особенно демографические изменения. Так, увеличение доли женщин детородного возраста в общей численности трудовых ресурсов, имеющее место во многих странах, уже привело к тому, что некоторые фирмы стали распределять должностные обязанности таким образом, чтобы обеспечить родителям возможности для ухода за детьми.

Не пытаясь дать полный анализ проблемы определения должностных обязанностей, мы рассмотрим здесь взаимосвязь между структурой должностных обязанностей и стимулирующей оплатой труда. В центре нашего внимания будут находиться две проблемы: группировка задач по рабочим местам и определение степени свободы работников в том, что касается распределения их времени и внимания между различными задачами, и в частности между служебными обязанностями и личными делами.

Определение должностных обязанностей и стимулирующая оплата труда

Допустим, что имеются четыре различные задачи, подлежащие решению, и что затраты времени, необходимые для решения этих задач, таковы, что любых двух задач достаточно, чтобы обеспечить полную загрузку одного постоянного работника. Предположим, что между различными задачами не существует сколько-нибудь существенной физической комплементарности, которая делала бы эффективным закрепление конкретных задач за одним работником. Такое предположение позволяет исключить из рассмотрения, например, тот случай, когда одна задача заключается в производстве продукции при помощи какого-то орудия труда, а другая — в поддержании данного орудия в хорошем состоянии, так как степень сложности ухода за орудием может зависеть от того, как это орудие эксплуатировалось в процессе производства.

Исключение физической комплементарности позволяет сосредоточить внимание на возможном влиянии определения должностных обязанностей на эффективность систем стимулирующей оплаты труда. В этой связи необходимо рассмотреть два важных эффекта. Во-первых, правильное распределение задач между работниками может облегчить определение ответственных за хорошие или плохие результаты. Предположим, например, что некоторый продукт может не соответствовать стандартам качества вследствие неправильной установки во время сборки какого-либо из двух компонентов. В этом случае, если поручить установку обоих компонентов одному и тому же работнику, вопрос о том, кто виновен в любых дефектах продукции, не будет вызывать затруднений.

В сфере управленческой работы этот принцип распределения задач принимает форму *принципа единства ответственности*. Когда успех какого-либо проекта или операции зависит от скоординированного решения нескольких отдельных задач и эта взаимозависимость затрудняет оценку результатов по каждой из отдельных задач, наилучшим вариантом обычно является возложение ответственности за решение всех взаимосвязанных задач на одного работника. Так, когда корпорация «Du Pont», первоначально специализировавшаяся на производстве взрывчатых веществ, после первой мировой войны решила начать производство удобрений, в течение некоторого времени деятельностью фирмы в обеих этих сферах руководил один комитет; все это время корпорация несли убытки. С целью решения данной проблемы «Du Pont» первой среди всех фирм внедрила современную мультидивизиональную организационную структуру, в рамках которой два типа продукции производились на отдельных предприятиях и продавались отдельными службами сбыта; для управления этими видами деятельности были созданы отдельные структуры во главе с единоличными руководителями, отвечавшими за результаты работы своих подразделений. Частично в силу той же причины многие японские фирмы отказались от традиционного деления инженерного персонала на конструкторов, технологов и эксплуатационников: в этих фирмах инженеры, разрабатывающие какой-то вид продукции, вместе с ним переходят на стадию освоения производства, а затем — на стадию серийного производства, что позволяет обеспечить имеющее немалую ценность единство ответственности.

Для того чтобы выделить вторую проблему, связанную со стимулированием, представим себе, что результаты решения отдельных задач могут быть измерены и оценены, однако точность этих индивидуальных оценок может быть различной. Для задач 1 и 2 дисперсия погрешности измерения усилий работника невелика, в то время как для задач 3 и 4 этот показатель имеет высокое значение. Каким образом следует учитывать трудность измерения результатов при распределении задач между работниками? Следует ли поручить одному работнику две задачи с наибольшей трудностью измерения результатов, а остальные задачи закрепить за другим? Или же две задачи с наибольшей трудностью измерения результатов следует разделить между двумя работниками — по одной задаче на каждого работника?

С точки зрения модели, представленной нами в главе 7, следует избегать закрепления за работником неоднородных задач, так как разнородность задач усложняет проблему обеспечения стимулов. Существенную помощь в этом отношении может оказать принцип равного вознаграждения. Если необходимо стимулировать работника таким образом, чтобы он уделял адекватное внимание обеим порученным ему задачам, то предельные доходы работника от затрат времени и усилий на решение каждой задачи должны быть равными. При закреплении за одним работником двух задач, одна из которых отличается легкостью измерения результатов, а другая — трудностью их измерения, невозможно обеспечить работнику одновременно сильные стимулы, побуждающие его прилагать повышенные усилия при решении первой задачи, и слабые стимулы в том, что касается второй задачи, чтобы избавить работника от риска, связанного с трудностью измерения результатов решения данной задачи. Любая попытка осуществить такой вариант приведет лишь к тому, что работник будет уделять чрезмерно много

времени и усилий той задаче, которая предусматривает более интенсивное вознаграждение за улучшение результатов, и чрезмерно мало другой задаче.

Группировка задач в соответствии со степенью сложности измерения результатов позволяет избежать этой проблемы. Предположим, что две малорисковые задачи закреплены за одним работником, а две высокорисковые — за другим. В этом случае можно обеспечить сильные стимулы, побуждающие первого работника проявлять усилия в решении обеих закрепленных за ним задач, не подвергая его чрезмерному риску и не искажая распределение его времени между отдельными задачами. Что же касается второго работника, то для обеих порученных ему задач может быть использовано относительно слабое стимулирование, поскольку вследствие произвольности в измерении результатов интенсивное стимулирование подвергло бы доход работника чрезмерно высокому риску. Правильная группировка задач позволяет обеспечить адекватный уровень стимулирования для каждого типа рабочего места.

«Программы обогащения работы» и комплементарность задач

В настоящее время многие фирмы проводят эксперименты с «программами обогащения работы», предусматривающими изменение должностных обязанностей работников в направлении расширения круга решаемых ими задач и увеличения сферы их ответственности. Фирмы надеются на то, что избавление от монотонности, вызываемой постоянным выполнением одних и тех же операций, позволит работникам получать большее удовлетворение от своей работы и увеличит их производительность. Еще один потенциальный источник прироста производительности — это более подробное информирование работников о деятельности фирмы в целом (а не только о какой-то специфической ее части); лучше информированные работники, возможно, смогут вносить предложения по улучшению деятельности фирмы и осуществлять их. Наиболее очевидная проблема состоит здесь в том, что ослабление специализации в действительности может отрицательно сказаться на производительности работников. Анализ, приведенный в предшествующем разделе, позволяет выдвинуть и другие соображения.

Предположим, что задачи 1 и 2 идентичны друг другу; точно так же идентичны друг другу и задачи 3 и 4. В таком случае, по существу, мы имеем дело с двумя задачами, каждая из которых достаточна для того, чтобы обеспечить загрузку одного постоянного работника, однако возможно и разделение каждой из этих задач между двумя работниками. Если точность измерения результатов не является одинаковой для всех задач, то одним из следствий такого «обогащения» обязанностей работников будет создание трудностей в том, что касается применения стимулирующей оплаты труда. Однако если этот эффект имеет важное значение, то его можно смягчить путем выделения ресурсов для улучшения результатов по обоим выполняемым задачам. Другое следствие разделения задач между работниками состоит в том, что появляется возможность сравнительной оценки результатов. Как мы уже убедились, такая возможность может обеспечивать существенные преимущества, в особенности в тех системах, где трудно найти объективные количественные характеристики результатов.

Если отдельные задачи являются комплементарными, т. е. выполнение одной задачи повышает производительность работника в решении другой задачи, то группировка определенных видов деятельности оказывает непосредственное влияние на уровень производительности. Например, если занятия научными исследованиями в определенной области увеличивают потенциал преподавателя вуза, позволяя ему читать эффективные современные курсы в данной области, то имеет смысл поручать преподавателям чтение тех курсов, которые связаны с их научными интересами; в более общем плане представляется целесообразным совмещение работниками вуза научной и преподавательской деятельности, а не разделение этих видов деятельности между различными людьми. Аналогичным образом может оказаться целесообразным поручить работникам торговых служб сбор информации о запросах потребителей, даже в том случае, когда результаты непосредственной деятельности по продаже продукции являются легкоизмеримыми, а качество работы по сбору информации измерить трудно. В целом группировка задач по рабочим местам подразумевает необходимость учета нескольких аспектов, и сложность измерения результатов представляет собой лишь один из них.

Служебные обязанности и личные дела

Важной проблемой, связанной с определением должностных обязанностей, является определение степени свободы работника в отношении распределения его времени между непосредственными служебными обязанностями и личными делами. На практике, как правило, наблюдается следующая закономерность: чем ответственнее должность работника, тем большими возможностями для удовлетворения собственных интересов он располагает. Очевидно, что с точки зрения максимизации общей стоимости порой эффективным для работников решением оказывается использование рабочего времени для устройства личных дел. Такая ситуация будет иметь место во всех случаях, когда предельная производительность затрат времени на личные дела превышает предельную производительность затрат времени на выполнение служебных обязанностей. Более того, в той степени, в которой озабоченность личными проблемами отвлекает работников от выполнения служебных обязанностей, работодатель может быть прямо заинтересован в том, чтобы работники имели возможность решать наиболее острые личные проблемы в рабочее время. Такая возможность предоставляется лицам, занимающим ответственные должности, и не предоставляется работникам менее высоких уровней. Высокоставленный руководитель может полдня отсутствовать на рабочем месте, не давая никому объяснений по этому поводу, в то время как для рабочих, обслуживающих сборочный конвейер, может быть установлен лимит на отлучки с рабочего места.

Такое различие отчасти, по-видимому, зависит от того, насколько важное место в системе мотивации работников занимает стимулирующая оплата труда (в эксплицитной или имплицитной форме). Контроль за усилиями некоторых работников осуществляется путем непосредственного наблюдения — они обязаны фиксировать время своего прихода на работу и ухода с нее, а во время работы за ними наблюдают руководители. Как правило, эти работники получают заработную плату, основанную на часовых ставках, которая не претерпевает каких-либо очевидных изменений в зависимости от индивидуаль-

ной производительности работника, хотя из их заработков могут производиться вычеты за время отсутствия на рабочем месте и они могут быть уволены в случае слишком частого отсутствия на работе или в том случае, если они будут уличены в отлынивании от выполнения своих обязанностей. Такие работники обычно не имеют значительной свободы в том, что касается распределения их внимания между работой и другими делами. В противоположность этому распределение времени высокопоставленных руководителей, как правило, является в значительной мере неконтролируемым, в то время как их заработки могут в определенной степени зависеть от измеряемых результатов работы.

Эта тенденция объясняется при помощи одного из вариантов принципа равного вознаграждения. Когда работникам позволяется заниматься неслужебными делами, они будут отдавать предпочтение этим делам до тех пор, пока предельный результат такой деятельности с точки зрения благосостояния работника не станет равным аналогичному предельному результату от выполнения служебных обязанностей. Если связь между вниманием, уделяемым работе, и величиной заработка невелика или вообще отсутствует, работники могут обнаружить склонность посвящать все свое время посторонним занятиям. Сборы благотворительных пожертвований, телефонные разговоры личного характера, празднования дней рождения сослуживцев и визиты к врачам с заболевшими детьми могут поглотить весь рабочий день от начала до конца. Однако если система оплаты труда учитывает альтернативные издержки, возникающие вследствие того, что работники тратят свое время, усилия и внимание на неслужебные дела, то работники станут тратить время на посторонние дела лишь в тех случаях, когда эти дела достаточно важны для того, чтобы компенсировать потери в заработке, понесенные из-за отвлечения от служебных обязанностей. Например, торговые агенты, чей заработок в значительной мере состоит из комиссионных, или свободные журналисты, живущие за счет гонораров за фактически опубликованные статьи, способны самостоятельно регулировать распределение времени и не нуждаются в непосредственном контроле за своей деятельностью. Аналогичным образом честолюбивый адвокат или руководитель, чья дальнейшая карьера зависит от результатов его работы на занимаемой должности, могут пользоваться значительной самостоятельностью в вопросах, касающихся распределения своего времени.

Свобода действий работника и стимулирование представляют собой еще один пример комплементарных явлений. В силу только что изложенных причин предоставление свободы действий создает более значительную стоимость для тех работников, которые стимулируются более интенсивным образом. Отношения комплементарности симметричны, и поэтому можно ожидать, что встречаются ситуации, в которых фундаментальной причиной является увеличение свободы действий, а интенсивность стимулирования представляет собой следствие. Так, торговый агент, собирающий заказы на обширной территории, в силу самого характера своей работы должен обладать значительной свободой при определении методов работы, продолжительности рабочего времени вообще и времени, затрачиваемого на общение с клиентами из числа своих старых друзей. В данном случае сложность контроля за распределением времени между служебными и личными делами увеличивает ценность более интенсивного стимулирования.

СТИМУЛИРУЮЩАЯ ОПЛАТА ТРУДА ДЛЯ ГРУПП РАБОТНИКОВ

Почти все формализованные теории уделяют основное внимание стимулированию отдельных индивидов на том основании, что для выполнения работы необходима мотивация именно отдельных индивидов. Тем не менее наиболее распространенные эксплицитные стимулирующие контракты применяются для стимулирования групп работников. Общий результат работы группы в целом определяет общую сумму стимулирующих выплат, и эта сумма обычно делится между отдельными индивидами в соответствии с установленными формулами или критериями, которые не зависят от индивидуальных результатов.

Формы группового стимулирования

Существуют многочисленные системы, обеспечивающие увязку индивидуальных заработков с результатами работы группы. Иногда используются имплицитные формы, например системы премиальных выплат, существующие в японских фирмах. Размеры этих премий, по-видимому, связаны с общей прибыльностью корпораций, однако не существует никаких формул, которые устанавливали бы явную связь между двумя этими факторами. Размеры премий попросту определяются советами директоров компаний. В других случаях, по всей вероятности чаще встречающихся в Северной Америке и Западной Европе, связь между заработками и результатами работы группы имеет более явный характер.

Системы участия в прибылях. Наиболее распространенной формой эксплицитной групповой стимулирующей оплаты труда в США является *участие в прибылях* — в 1988 г. такую форму в той или иной степени использовали примерно 30% американских фирм.¹³ При этой системе работникам ежегодно выплачиваются премии, величина которых должна изменяться в соответствии с изменениями прибыльности фирмы (которая может определяться и на уровне всей корпорации, и на уровне отдельного ее подразделения), но не зависит от их индивидуальных результатов. Иногда часть премии не выдается на руки, а перечисляется на пенсионный счет работника. Система участия в прибылях может охватывать не всех работников фирмы: так, высшие руководители фирм почти всегда бывают охвачены такими системами, в то время как рядовые работники — члены профсоюзов получают премии лишь в том случае, если это конкретно оговорено в коллективном договоре, заключенном соответствующим профсоюзом. Несмотря на большое количество фирм, использующих системы участия в прибылях, доля соответствующих выплат в общих доходах наемных работников в США невелика — возможно, она не превышает 1%. Напротив, в Японии ежегодные премии, величина которых, по всей видимости, зависит от прибыльности фирм, составляют в среднем четверть дохода работника. Участие в прибылях в Японии, как правило, осуществляется в масштабе всей фирмы.

Экстремальной формой участия в прибылях является ситуация, когда работники владеют всей фирмой или по крайней мере существенной ее ча-

¹³ Perry N. L. Here Come Richer, Riskier Pay Plans // Fortune. 1988. 19 Dec. P. 50-58.

стью. В этом случае их доходы очень тесно связаны с результатами деятельности фирмы: они либо непосредственно получают прибыль от ее деятельности, как это имеет место в товариществах, либо получают выплачиваемые фирмой дивиденды и заинтересованы в росте цены акций фирмы. Фирмы, принадлежащие их работникам, представляют собой относительно широко распространенное явление в ряде отраслей экономики в некоторых странах. Товарищества являются обычной организационной формой в ряде сфер деятельности — юриспруденции, медицине, сфере бухгалтерских услуг, консультациях в области менеджмента, архитектуре и — в меньшей и все уменьшающейся степени — среди инвестиционных банков (см. главу 15). Кроме того, в США некоторые таксомоторные компании, фирмы, занимающиеся уборкой мусора и производством фанеры, представляют собой кооперативы работников; такую же организационную форму имеют компания, осуществляющая междугородние автобусные перевозки в Израиле, значительная часть строительных предприятий Италии и целый ряд разнообразных предприятий в городе Мондрагон в Стране Басков (Испания) (см. главу 16). Эти кооперативные предприятия являются коллективной собственностью тех людей, которые работают в них. Рост числа систем наделения работников акциями в США в конце 80-х гг. оказал значительное воздействие на масштабы распространения такого явления, как работник-собственник (см. врезку «Системы наделения работников акциями»). В Великобритании около 1950 фирм имеют планы наделения всех своих работников акциями или фондовыми опционами, а 4700 фирм имеют аналогичные планы, рассчитанные только на руководящих работников.¹⁴

СИСТЕМЫ НАДЕЛЕНИЯ РАБОТНИКОВ АКЦИЯМИ

К концу 80-х гг. более 11 000 фирм США внедрили у себя системы наделения работников акциями (Employee Stock Ownership Plans, ESOP). С формальной точки зрения они представляют собой системы пенсионного обеспечения работников фирм, и во многих случаях они пришли на смену обычным пенсионным фондам. В рамках ESOP фирма приобретает определенное количество своих акций, которые передаются в доверительное управление. Ежегодно часть акций закрепляется за отдельными работниками, однако эти акции остаются в доверительном управлении до тех пор, пока работник не уходит на пенсию или не увольняется из фирмы. В первом полугодии 1989 г. корпорации США приобрели в целях создания новых ESOP акции общей стоимостью более 19 млрд дол., а в некоторых случаях работники благодаря этим системам стали фактически владельцами соответствующих фирм.

Среди причин стремительно растущего интереса к ESOP — их очевидные преимущества перед другими формами пенсионного обеспечения с точки зрения налогообложения и возможность их использования в целях защиты корпораций от попыток враждебных поглощений: данные системы сосредоточивают значительную часть акций в «дружественных руках». (Это обстоятельство, очевидно, было важнейшей причиной создания такой системы стоимостью в 300 млн дол. в фирме «Polaroid Corp.»). Кроме того, ESOP использовались для продажи компаний их работникам, когда первоначальные владельцы удалялись от дел, и для того, чтобы позволить работникам сохранить свои рабочие места путем при-

¹⁴ Economics Focus : Unseen Apples and Small Carrots // Economist. 1991. 13 Apr. P. 75.

обретения подразделений или целых фирм, которые в противном случае были бы закрыты. Хорошо известным примером последнего варианта является «Weirton Steel Company», до приобретения коллективом работников бывшая подразделением фирмы «National Steel».

Помимо этого, утверждается, что создание ESOP имеет сильный стимулирующий эффект. Превращая наемных работников в собственников, эти системы должны увеличивать заинтересованность работников в успехе фирмы и улучшать их мотивацию. Так, принадлежащая работникам автопрокатная фирма «Avis» в своих рекламных объявлениях утверждает, что ее работники, будучи хозяевами фирмы, заинтересованы в ее будущем и потому будут повышать уровень обслуживания клиентов.

Существуют примеры («Weirton», «Avis») резкого улучшения результатов деятельности фирм в связи с наделением их работников правами собственности. Однако в других случаях такое решение не имело очевидного мотивационного эффекта. Средний работник крупной фирмы, использующей ESOP, владеет лишь микроскопической долей акционерного капитала фирмы. Экономический анализ указывает на то, что непосредственный стимулирующий эффект этих систем будет столь же микроскопически малым. В то же время полная зависимость как текущих заработков работника, так и его пенсионного дохода от благополучия одной-единственной фирмы представляется рискованным вариантом.

Источник: Scholes M., Wolfson M. Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities // Sametz A. W. (Ed.). The Battle for Corporate Control: Shareholder Rights, Stakeholder Interests, and Managerial Responsibilities. Homewood, Ill.: Business One Irwin, 1991.

Системы раздела выгод. Другие формы группового стимулирования часто именуется *системами раздела выгод*. В рамках этих систем, когда группа выполняет или перевыполняет заранее установленные плановые задания, все ее члены получают премии, величина которых зависит от масштаба перевыполнения плановых заданий. В качестве планируемых параметров часто выступают объем производства продукции, прирост производительности труда, уровень обслуживания потребителей, качество продукции или величина издержек. С подобными системами можно познакомиться на примере четырех фирм в обрабатывающей промышленности США.

«Dana Corporation». Крупнейший в США производитель деталей и узлов для грузовых автомобилей, использует на некоторых своих заводах *планы Скэнлона*. В рамках этих планов устанавливается нормативная доля трудозатрат в стоимости производимой продукции. В том случае, если фактическая доля трудозатрат оказывается ниже нормативной, работникам выплачиваются премии, общая сумма которых равна определенной доле (например, 75%) достигнутой экономии за счет снижения трудозатрат. Если же фактическая доля трудозатрат оказывается выше нормативной, премии не выплачиваются, сумма перерасхода регистрируется и до ее возмещения работниками выплата премиальных не возобновляется.¹⁵

«Nucor Corporation». Эта металлургическая компания выплачивает своим рабочим еженедельные премии, величина которых зависит от количества

¹⁵ Dana Corporation: Richmond Camshaft Plant (Condensed) // Harvard Business School. Case 9-488-018. 1987.

произведенной стали, соответствующей установленным нормативам качества. В среднем такие премиальные выплаты превышают фонд базовой заработной платы рабочих. Кроме того, «Nucor» выплачивает годовые премии руководителям подразделений — в зависимости от величины фондоотдачи на данном заводе — и руководителям заводов — в зависимости от величины дохода на собственный капитал корпорации. Существует и система участия в прибылях: каждый год 10% прибыли до вычета налогов распределяется между работниками фирмы, за исключением ее высших руководителей. (Эти руководители получают комбинированные вознаграждения наличными деньгами и акциями фирмы). Выработка стали в расчете на одного работника в «Nucor» вдвое выше, чем в крупных металлургических компаниях США, и, по мнению фирмы, такая разница в производительности труда наполовину обеспечивается данной системой стимулирования работников.¹⁶

«Carrier». Эта фирма, входящая в состав конгломерата «United Technologies», является одним из ведущих производителей оборудования для кондиционирования воздуха и отопления. Используемая компанией программа раздела выгод носит название «Improshare». В рамках этой программы половина экономии трудовых затрат, достигнутой за счет увеличения выпуска кондиционной продукции по сравнению с базовым годом, возвращается работникам в форме премиальных выплат. По мнению фирмы, именно эта система в первые же два года своего существования обеспечила рост производительности труда на 24% при существенном уменьшении количества бракуемой продукции.¹⁷

«Analog Devices, Inc.». Эта фирма из Массачусетса, выпускающая электронную аппаратуру, в период своего стремительного роста в середине 70-х гг. разработала чрезвычайно сложную программу группового стимулирования.¹⁸ Во-первых, была введена система премирования менеджеров на различных уровнях — корпорации в целом, подразделения и отдельной группы. Размеры премий высших руководителей зависели только от результатов деятельности корпорации в целом, в то время как размеры премий нижестоящих менеджеров зависели от этих результатов лишь наполовину; величина второй части премии определялась исходя из результатов работы соответствующей группы. Кроме того, была внедрена отдельная система премирования технического персонала, участвовавшего в разработке новых видов продукции.

В обеих этих системах величина индивидуальной премии была прямо пропорциональна зафиксированным результатам работы коллектива и базовому окладу данного работника. Кроме того, величина премии представляла собой возрастающую функцию от ранга работника в управленческой или научной иерархии этой корпорации; в зависимости от данного фактора премия увеличивалась на сумму, составлявшую от 10 до 25% оклада работника. В системе премирования менеджеров результаты работы определялись такими показателями (в усредненной форме), как достигнутая фондоотдача (характеристика вклада менеджера в доходы фирмы) и рост объема продаж в сравне-

¹⁶ Perry N. L. Here Come Richer...

¹⁷ Ibid.

¹⁸ См.: Stata R., Maidique M. Bonus Plan for Balanced Strategy // Harvard Business Rev. 1980. Nov.—Dec. P. 156–163; Analog Devices, Inc. // Harvard Business School. Case 9-181-002. 1980.

нии с намеченными фирмой целевыми показателями. Эти два фактора балансировались при помощи специальной матрицы, а позднее с помощью общеизвестной формулы, затем определялись суммы премий, возраставшие с увеличением результатов, причем прирост премий опережал прирост результатов — до определенного предела. Похожая формула использовалась для определения результатов и в системе премирования за разработку новых видов продукции. Учитывались стоимость заказов на новую продукцию и доходность инвестиций в разработку этой продукции; фактические показатели сравнивались с плановыми. И для данной системы был характерен экспоненциальный рост величины премий до определенного предела.

Описываемая система была весьма усложненной. Действительно, неясно, как она была бы воспринята в тех фирмах, работники которых не обладают столь высокой математической подготовкой, какую имеют сотрудники этой фирмы, специализирующейся на высоких технологиях. С другой стороны, она самым очевидным образом учитывала стратегию данной корпорации и потенциальный вклад в достижение ее целей работников, выполняющих различные функции и обладающих различной степенью ответственности.

Эффективность групповых стимулирующих контрактов

Существует несколько факторов, позволяющих предполагать, что стимулирование групп работников иногда может быть не менее (если не более) эффективным, чем индивидуальные стимулирующие контракты. Во-первых, могут иметь место ситуации, в которых определить вклад отдельного работника попросту невозможно: каким образом можно измерить вклад отдельного члена конструкторской группы? В таких случаях, если необходимо использовать непосредственные финансовые стимулы, они должны обеспечиваться для всей группы в целом. Во-вторых, группы работников зачастую бывают гораздо лучше информированы об индивидуальных вкладах своих членов, чем работодатель, который не в состоянии собрать подобную информацию. В этих случаях групповое стимулирование побуждает работников контролировать друг друга и поощрять усилия и другие желательные для работодателя формы поведения. При этом стимулы могут быть еще более усилены, если работодатель сможет обеспечить коллективу работников возможность определять размеры вознаграждений своих членов.

Третий фактор, благоприятствующий использованию группового стимулирования, заключается в том, что отдельные работники могут уклоняться от выполнения указаний работодателя, если желания последнего противоречат желаниям трудового коллектива. Используя групповое стимулирование для изменения интересов коллектива в целом, работодатель может создать у каждого работника желание работать более эффективно, испытывая при этом большее удовлетворение. В-четвертых, люди, занятые совместным трудом, могут различными способами помогать друг другу — оказывать взаимные услуги, исправлять промахи друг друга и прилагать дополнительные усилия, чтобы подменить отсутствующего члена группы. Групповое стимулирование способствует развитию такого сотрудничества, а возможность лишения отлынивающих работников помощи товарищей может служить весьма эффективным средством, побуждающим членов группы придерживаться установленных норм. Наконец, если коллектив наделен правом изменять методы работы в целях

повышения ее эффективности, то способность группы реагировать на стимулы может оказаться гораздо большей, чем у отдельных работников, что делает групповое стимулирование более выгодным.

Некоторые из этих факторов указывают на предпочтительность относительно небольших размеров групп, чьи коллективные результаты служат основой для вознаграждения работников; в таких группах можно обеспечить эффективность взаимного контроля, заинтересованность отдельных членов в коллективных результатах и оказание взаимных услуг. С другой стороны, необходимо учитывать издержки, связанные с точным измерением результатов небольших групп, и те сложности, которые могут возникнуть, если некоторые из этих групп получают премии, а другие не получают. Такая ситуация способствует развертыванию деятельности по оказанию влияния: не получившие премий будут доказывать, что добившимся успеха группам просто повезло, или что вклад их собственной группы не был точно измерен и адекватно оценен, или же что все работники должны участвовать в разделе богатства, созданного общими усилиями, или в конечном счете станут добиваться перевода в одну из более удачливых групп. Разумеется, победители также поддадутся соблазну прибегнуть к интригам для того, чтобы отстоять свои вознаграждения.

Разделение риска внутри трудового коллектива. Если трудовой коллектив достаточно сплочен для того, чтобы действовать подобно одному индивиду, и если он способен эффективно разделять риски между своими членами, мы можем применять к такому коллективу положения теории стимулирования точно так же, как они применяются для отдельного индивида. В таких случаях не возникает необходимости в использовании каких-либо дополнительных принципов, помимо тех, которые были изложены в главе 7.

ГРУППОВОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ И РИСК В ФИРМЕ «DU PONT»

Эксперимент с групповым стимулированием работников «E. I. Du Pont de Nemours and Company» привлек к себе значительное внимание как в момент его начала в 1988 г., так и во время его прекращения двумя годами позднее. Этот эксперимент продемонстрировал некоторые из тех трудностей, которые возникают при использовании подобных систем.

Экспериментом были охвачены почти 20 000 работников подразделения «Du Pont», занимающегося производством волоконных материалов — от нижнего белья до чехлов для автомобильных сидений; объем продаж данного подразделения в 1989 г. составил почти 6 млрд дол. Согласно плану, часть годового фонда заработной платы работников переводилась в категорию «рискового фонда» — в конечном счете эта часть должна была достигнуть 6% годового фонда заработной платы. В последующие годы базовая заработная плата работников не включала бы в себя данный «рисковый фонд». Работники должны были бы также получать премии, размер которых зависел от выполнения данным подразделением плана по приросту прибыли — 4% с учетом инфляции. Простое выполнение плана обеспечило бы работникам возврат изъятых у них 6% заработной платы. При увеличении прибыли на 5% работники получили бы назад свои 6% плюс еще 6% в качестве премии за перевыполнение плана. При увеличении прибыли на 6% работники получили бы помимо «рискового фонда» максимальную премию в размере 12% годовой зарплаты. С другой стороны, в случае, если бы план по приросту прибыли был выполнен менее чем на 80%, работ-

ники полностью лишились бы той части заработной платы, которая была переведена в «рисковый фонд».

Первоначально сомнения вызывал в основном мотивационный эффект данной системы. Будет ли иметь хоть какой-то эффект увязка зарплаток с общим результатом деятельности столь крупной организации, мало зависящим от усилий любого отдельного работника? Не окажется ли подобная система негативного влияния на стимулы, существующие в таких трудовых коллективах, как исследовательские лаборатории, для которых прирост текущей прибыли не является основной задачей? Профсоюзы со своей стороны выражали озабоченность по поводу методики расчета прибыли, которая будет использоваться администрацией фирмы. Однако когда в первом году действия данного плана работники благодаря премиальным выплатам получили на 19 млн дол. больше, чем они заработали бы при традиционной системе, эти опасения сошли на нет.

Проблемы возникли во время ухудшения экономической ситуации в 1990 г., когда стало очевидным, что план по прибыли не будет выполнен и что работники лишатся по меньшей мере 2% своей обычной годовой заработной платы. Посыпались жалобы, моральное состояние работников резко ухудшилось. Столкнувшись с такой ситуацией, администрация фирмы прекратила эксперимент.

Источники: Perry N. L. Here Come Riches, Riskier Pay Plans // Fortune. 1988. 19 Dec. P. 50-58; Koenig R. Du Pont Plan Linking Pay to Fibers Profit Unravels // Wall Street Journ. 1990. 25 Oct. B-1.

В главе 7 было показано, что группа людей, осуществляющая эффективное распределение между своими членами общего полученного дохода, с точки зрения несения риска может рассматриваться как единое целое, обладающее терпимостью к риску, равной сумме терпимостей к риску ее отдельных членов. Издержки обеспечения стимулирования представляют собой дополнительную премию за риск, образующуюся вследствие того, что работники вынуждены нести риск, связанный с изменчивостью их доходов при различных уровнях достигнутых результатов. Если эти риски эффективным образом разделены между членами группы, то издержки обратно пропорциональны терпимости к риску данной группы. Эта величина в свою очередь значительно превышает терпимость к риску любого из отдельных членов группы, и, следовательно, данные издержки несения риска могут оказаться достаточно низкими.¹⁹ Возникает вопрос: при каких условиях можно ожидать, что распределение дохода и связанных с ним рисков будет приблизительно эффективным?

Такая ситуация может иметь место в том случае, когда коллектив сам принимает решения относительно распределения своего общего заработка между членами и делает это эффективным образом. Примеры таких ситуаций можно найти в практике товариществ. Так, ряд некоммерческих клиник и организаций здравоохранения, предоставляющих заранее оплачиваемые медицинские услуги и больничное лечение (в том числе «Kaiser Permanente» —

¹⁹ Терпимость группы к риску $T = \sum t_i = \sum 1/r_i$ представляет собой сумму индивидуальных терпимостей к риску ее членов, где r_i — коэффициент избегания риска индивида i . Терпимость группы к риску всегда больше — и обычно намного больше, — чем аналогичный показатель даже самого терпимого по отношению к риску ее члена.

крупнейшая среди таких организаций в США), заключают контракты с коммерческими товариществами врачей, которые берут на себя фактическое оказание соответствующих услуг. Эти контракты зачастую предусматривают наличие стимулов, побуждающих товарищества стремиться к увеличению денежных поступлений и контролировать величину издержек. Врачи — члены товарищества могут быть способны контролировать друг друга и поощрять взаимные усилия без заключения эксплицитных стимулирующих контрактов. В этом случае они смогут достаточно эффективно разделить совокупный риск, которому подвергаются их доходы. Более того, даже тогда, когда необходимо заключение каких-то стимулирующих контрактов внутри группы, существует возможность такого разделения риска, которое уменьшает издержки обеспечения стимулирования.

Еще одним примером может служить традиционный метод распределения прибылей между партнерами в юридических фирмах. В крупных юридических фирмах работают специалисты в различных областях юриспруденции и возможности получения доходов у специалистов различных профилей неодинаковы. Традиционно прибыли фирм распределяются не в соответствии с индивидуальными вкладами партнеров в общую прибыль, а в соответствии с какой-либо формулой. Наиболее распространенная формула предусматривает выплату одинаковых долей прибыли всем партнерам с одним и тем же стажем работы, причем с увеличением стажа увеличивается и причитающаяся партнеру доля прибыли. В этой системе поступления от различных сфер деятельности фирмы рассматриваются как отдельные риски, и в этом отношении данная система соответствует рекомендациям теории эффективного разделения риска, согласно которым все отдельные члены группы должны принимать на себя одинаковые доли каждого риска. Далее, если считать, что все партнеры с данным стажем имеют приблизительно одинаковое отношение к риску, в то время как более старшие партнеры в меньшей степени склонны избегать риска (возможно, в силу того, что они обладают более крупными накопленными состояниями), то эта система вполне соответствует еще одной теоретической рекомендации — о необходимости увеличения долей отдельных индивидов в общем доходе пропорционально их терпимости к риску. Однако в последние годы данная система распределения прибылей начала сдавать свои позиции, так как партнеры, приносящие фирмам наибольшие доходы, стали требовать выплаты им более крупных долей прибыли, угрожая, что в противном случае они перейдут в конкурирующие фирмы или начнут самостоятельную практику.²⁰

СПРАВЕДЛИВОСТЬ ОПЛАТЫ ТРУДА

Важной потенциальной проблемой, связанной с любой системой оплаты труда, является ее справедливость с точки зрения заинтересованных лиц. Часто раздаются утверждения о том, что люди ценят справедливое отношение — и к себе, и к остальным — и что вследствие этого любая система

²⁰ См.: *Gibson R., Mnookin R. Sharing Among Human Capitalists: An Economic Inquiry into the Corporate Law Firm and How Partners Split Profits // Stanford Law Rev. 1985. Vol. 37. P. 313–392.*

оплаты труда, воспринимаемая как несправедливая, не будет выполнять своих функций. Обычно такого рода предпочтения остаются за рамками стандартных предпосылок экономического анализа, однако, если они имеют место в реальной действительности, менеджеры не вправе игнорировать их. Более того, недавно экономисты выдвинули гипотезу о том, что стремление к справедливости могло обеспечивать преимущества в ходе эволюции древнего человека и его предков, в силу чего соответствующие предпочтения могут быть заложены в нас на генетическом уровне.²¹ Так, люди, остро чувствовавшие нанесенные им обиды и стремившиеся отомстить за них, даже если для отмщения требовались немалые затраты времени и ресурсов, могли приобрести соответствующие репутации, которые в дальнейшем избавляли их от третирования и позволяли преуспеть в конкурентной борьбе за продолжение своего рода.

Дать определение справедливости в каком бы то ни было контексте не просто. Как минимум это понятие может означать, что люди склонны сравнивать отношение к себе с отношением к какой-либо референтной группе, с которой они себя отождествляют, и что они чувствуют себя хуже, когда им кажется, что к ним относятся не так хорошо, как к данной группе. На более высоком уровне ощущение несправедливости может возникать в тех случаях, когда создается впечатление плохого отношения к какой-то группе людей, даже если это отношение не затрагивает непосредственно данного индивида. Наконец, возможен экстремальный вариант, когда индивид жалуется на то, что к нему относятся чересчур хорошо, и предпочитает, чтобы к нему относились так же, как ко всем остальным.

Последний вариант встречается в реальной действительности, однако, по-видимому, довольно редко. Люди делают пожертвования на нужды благотворительности, однако менеджеры нечасто слышат от своих подчиненных просьбы снизить им заработную плату, чтобы можно было больше платить другим работникам.²² Тем не менее, если работники в этом отношении настроены альтруистически, это обстоятельство, несомненно, должно быть учтено при установлении различий в размерах выплат различным работникам: уменьшение неравенства будет вести к уменьшению общей величины заработной платы, которую необходимо выплачивать работникам, чтобы не допустить их перехода к конкурирующим работодателям. Средняя степень стремления к справедливости (общая озабоченность справедливостью оплаты труда) не имеет значительных непосредственных последствий, если только она не приводит к открытому предъявлению каких-то претензий. В этом случае складывается примерно такая же ситуация, как и тогда, когда людей волнует отношение к ним сравнительно с отношением к другим людям. Любой данный уровень оплаты может восприниматься как хороший или плохой, приемлемый или неприемлемый в зависимости от оплаты труда других представителей референтной группы, что может приводить к различным моделям поведения.

²¹ См.: *Frank R. H. Passions Within Reason : The Strategic Role of the Emotions.* New York : W. W. Norton, 1988.

²² В 1991 г. сенсацией стал поступок звезды баскетбола Мэджика Джонсона, попросившего снизить ему заработную плату, чтобы его команда «Los Angeles Lakers», соблюдая установленный лигой лимит затрат на оплату игроков, смогла бы нанять еще одного игрока (Терри Тигла).

Когда люди склонны к сравнению своих заработков, даже правильно применяемая и понятная система стимулирующей оплаты труда неизбежно приводит к неблагоприятным сравнениям. При любой хорошо продуманной системе люди одинаковых способностей, с одинаковой мотивацией к усердному труду будут получать неодинаковые вознаграждения из-за влияния на измеряемые результаты произвольных факторов. Понимая это, люди могут испытывать большее недовольство, чем при уравнивании заработков. Этот фактор ограничивает применение любых систем стимулирующей оплаты труда. Более того, как свидетельствуют некоторые исследования, ощущение несправедливости и обиды, вызываемое различиями в величине заработков, может еще более обостряться в тех случаях, когда люди склонны к завышенной самооценке и систематически переоценивают собственные заслуги.

Разумеется, в последнем случае люди с высокими заработками будут рассматривать их как должное. Уравнивание заработков оскорбит их, даже если в других случаях они обнаруживают стремление к справедливости, и найти выход из такой ситуации будет очень сложно. Этим, возможно, и объясняются попытки не допускать разглашения данных о размерах индивидуальных заработков.

Однако и тогда, когда работники руководствуются исключительно эгоистическими мотивами, измеряя свое благополучие только абсолютными цифрами и не интересуясь чужими заработками, различное отношение к разным людям может повлечь за собой немалые издержки для организации. Различия в фактических заработках дают работникам представление о том, сколько они могли бы получать, и способствуют попыткам повлиять на распределения вознаграждений при помощи интриг. Противостоять этим попыткам может быть достаточно сложно — особенно в тех случаях, когда различия в заработках обуславливаются в большей степени стечением обстоятельств, а не способностями и усилиями (что может иметь место при любой, даже хорошо функционирующей системе стимулирования). Издержки, связанные с такими попытками оказать влияние, могут серьезно ограничить применение стимулирующей оплаты труда. В данном контексте возможно ограничение различий в оплате труда или отказ от осуществления прибыльных инвестиционных проектов, если они сопряжены с чересчур большими издержками данного типа в некоторых группах или подразделениях. Подобные решения могут интерпретироваться даже членами данной организации как проявления заботы о справедливости, хотя на самом деле они принимаются исключительно для того, чтобы ограничить издержки влияния.

РЕЗЮМЕ

Формы оплаты труда чрезвычайно многообразны. Их многообразие отражает разнообразие тех целей, достижению которых должна способствовать политика оплаты труда, а также разнообразие условий, в которых действуют различные организации. Тем не менее стимулирующая функция оплаты всегда является важным элементом, учитываемым при разработке систем оплаты труда, и многие аспекты этих систем могут быть поняты именно в свете их стимулирующего эффекта.

Стимулирующая оплата труда может применяться на уровне отдельных работников или на групповом уровне. Наиболее ярко выраженными форма-

ми оплаты по индивидуальному результату являются *сдельная заработная плата* и *комиссионные выплаты за продажи*. Каждая из этих форм имеет очевидные достоинства, но одновременно сопряжена с издержками и действительна лишь в определенных пределах. Эти системы являются сильными стимуляторами, они способствуют осуществлению самоотбора и могут быть легко поняты работниками. Однако их применение может привести к неэффективному распределению времени и усилий работников в тех случаях, когда работодателя интересует не только количество произведенной продукции или объем продаж, но и другие аспекты деятельности работника, например качество продукции, уход за оборудованием, сотрудничество с другими работниками, обслуживание потребителей или сбор информации. Кроме того, для использования данных систем необходимы такие условия, при которых отдельные работники могут в течение длительного времени работать в различном темпе, а также какие-то средства, позволяющие фирме ограничить объем производства в периоды пониженного спроса. Наконец, зависимость заработка от выработки подвергает работников большему риску, чем контракты, предусматривающие выплату фиксированной заработной платы, что порождает соответствующие издержки. Тем не менее там, где применяются сдельная оплата труда и комиссионные выплаты, реальная практика вполне соответствует рекомендациям теории.

Индивидуальная стимулирующая оплата труда используется и в других случаях, особенно в сфере управленческой деятельности. (Оплата труда и стимулирование менеджеров и руководящих работников рассматриваются в главе 13). Во всех этих ситуациях желательно использовать имеющуюся у работников информацию относительно их собственных индивидуальных характеристик и условий, в которых они работают. Проблема заключается в том, чтобы побудить работников раскрыть эту информацию. Для этого обычно используются два метода: *меню контрактов*, позволяющее работникам выбрать систему оплаты своего труда, и *управление по целям*, при котором работники помогают работодателю определить те плановые задания, которые будут поставлены перед ними.

Однако из-за сложности определения и измерения хороших результатов и установления конкретного лица, ответственного за полученный результат, зачастую оказывается невозможным использовать системы эксплицитного стимулирования, при которых заработки увязываются с результатами при помощи несложных формул. В таких случаях может применяться *имплицитная стимулирующая оплата труда*, обеспечивающая в конечном счете вознаграждение работников за достижение хороших результатов.

Любая форма стимулирующей оплаты труда требует выполнения *оценок результатов*, позволяющих определить, сколько следует заплатить тому или иному работнику. При использовании эксплицитных систем стимулирования ключевой проблемой является правильный выбор характеристик результата, с которыми будет увязан размер заработка. В идеале эти показатели должны отражать реальные цели, которые ставит перед собой организация, и ни одна из сторон не должна иметь возможности манипулировать ими. В системах имплицитной стимулирующей оплаты труда оценки результатов вызывают множество вопросов и могут оспариваться сторонами. Кроме того, необходимость оценивать результаты подчиненных, по всей видимости, обременительна для руководителей. На практике эти оценки обычно оказываются не

очень информативными, и работники не верят в их точность, справедливость или полезность. Этим, в частности, объясняется очевидная слабая зависимость заработков работников от результатов их работы во многих организациях.

При создании системы стимулирования важное значение могут иметь такие факторы, как *структура должностных обязанностей* и *степень свободы*, которой обладают работники при распределении своего времени между выполнением служебных обязанностей и другими делами. При прочих равных условиях с точки зрения стимулирования предпочтительной является такая группировка отдельных задач, которая обеспечивает индивидуальную ответственность за полученные результаты. В тех случаях, когда группировка задач не отражается на качестве информации и когда используется стимулирующая оплата труда, предпочтительно закреплять за отдельным работником задачи с примерно одинаковой степенью сложности измерения результатов. При такой группировке можно, не нарушая принципа равного вознаграждения, использовать интенсивное стимулирование для всех хорошо измеряемых операций и более слабое стимулирование для остальных операций. Работникам, у которых имеются сильные стимулы, побуждающие их добиваться хороших результатов, может быть предоставлена большая свобода действий при распределении своего времени между работой и иными делами, поскольку эти работники, распределяя свое время, будут лучше учитывать альтернативные издержки, чем те работники, чьи заработки мало зависят от результатов работы. Учитывая эффект комплементарности, можно утверждать, что для тех работников, чьи обязанности требуют большей свободы действий, следует обеспечить интенсивное стимулирование результатов с тем, чтобы они более полно ощущали на себе общие последствия своих индивидуальных решений.

Групповое стимулирование работников представляет собой весьма распространенное явление; используется множество различных систем такого стимулирования: как эксплицитных, связывающих величину заработка с производительностью, прибылью или другими характеристиками результатов работы, так и имплицитных; например, применяемые в Японии системы предусматривают выплату премий, размеры которых, по-видимому, связаны с величиной прибыли, однако определяются решением совета директоров фирмы. Источником эффективности группового стимулирования является способность небольших групп работников обеспечивать взаимный контроль и добиваться от своих членов желательного поведения. В тех случаях, когда группы работников могут изменять методы производства, их способность реагировать на стимулы может оказаться большей, чем аналогичная способность отдельных работников, что делает групповое стимулирование еще более эффективным.

Наконец, любая система, создающая дифференциацию между членами группы, может приводить к возникновению вопросов, связанных с понятием *справедливости*. Независимо от того, стремятся ли работники добиться действительной справедливости в вопросах оплаты труда, или им свойственна альтруистическая озабоченность тем, как относятся к другим людям, или же они руководствуются чисто эгоистическими мотивами, но готовы оказывать влияние на распределение фонда оплаты труда, любые хорошо продуманные системы оплаты труда, как правило, лимитируют различия между размерами заработков отдельных работников. Таким образом, очевидное стремление обеспечить равенство заработков может иметь в своей основе простое стремление к эффективности.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Основные работы по теоретическим вопросам оплаты труда по его результатам указаны в главах 5–8. Общепринятая трактовка вопросов оплаты труда руководителей изложена в учебнике Дэвида Белчера и Томаса Атчисона, а Эдвард Лоулер дает современный обзор исследований в данной области и их результатов. Экономическому анализу широкого спектра проблем в сфере оплаты труда и мотивации посвящены работы Джорджа Бейкера, Кевина Мэрфи и Майкла Дженсена, а также Эдварда Лейзера. Анализ частоты представления оценок заимствован у Лейзера. Трактовка проблем структуры должностных обязанностей, ответственности и свободы действий работника основана на работах Бенгта Холмстрома и Пола Милгрома.

ЛИТЕРАТУРА

- Baker G., Jensen M., Murphy K.* Compensation and Incentives : Practice vs. Theory // Journ. Finance. 1988. Vol. 43. P. 593–616.
- Belcher D., Atchison T.* Compensation Administration. 2nd ed. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice Hall, 1987.
- Holmstrom B., Milgrom P.* Multi-task Principle Agent Analysis : Incentive Contracts, Asset Ownership and Job Design // Working Paper N 6. Stanford Institute for Theoretical Economics, 1990.
- Lawler E.* Strategic Pay : Aligning Organizational Strategies and Pay Systems. San Francisco, Cal. : Jossey-Bass Publishers, 1990.
- Lazear E.* Labor Economics and the Psychology of Organizations // Journ. Econ. Perspectives. 1991. Vol. 5. Spring. P. 89–110.

УПРАЖНЕНИЯ

Пицца для размышлений

1. Адам Смит в своем «Богатстве народов» (кн. 5, гл. 1, ч. 3, ст. 2) утверждал, что не следует выплачивать оклады преподавателям университетов — их вознаграждение должно складываться из платы за обучение, которую они смогут получить с обучаемых ими студентов. Каковы преимущества этой системы? Какие трудности, по вашему мнению, возникли бы при осуществлении этого предложения о сдельной оплате труда университетских преподавателей?

2. При уборке урожая некоторых культур, например салата, в долине Империял-Вэлли в Калифорнии фермеры нанимают бригады сборщиков на условиях сдельной оплаты. Бригада сама распределяет заработанные деньги между своими членами. Если члены бригады способны контролировать друг друга, проблема субъективного риска внутри бригады возникнуть не может и возможно эффективное распределение дохода между работниками. В то же время фермеры могут столкнуться с необходимостью стимулировать бригаду в целом, в связи с чем они и используют сдельную оплату труда.

Однако в действительности члены бригады обычно, по-видимому, делят заработанные деньги между собой поровну. Более того, в некоторых других случаях (например, при уборке сельдерея в графстве Вентура в Калифорнии и

при уборке спаржи в графстве Сан-Хоакин) используется бригадная сдельщина, однако фермер сам делит плату между работниками, выдавая каждому из них равную долю. Эта практика, очевидно, не соответствует общим принципам эффективного распределения рисков, связанных с доходом. Какими факторами можно объяснить существование такой практики и что может уменьшить ее очевидную неэффективность?

3. Фирмы, использующие системы оплаты труда по результату, часто сталкиваются с трудностями в периоды, когда из-за спада деловой активности стимулирующие выплаты становятся невозможными: пример с фирмой «Du Pont» достаточно характерен в этом отношении. Как бы вы объяснили это явление? Что бы вы предприняли на месте работодателя в такой ситуации?

4. Для того чтобы избежать проблем, возникающих вследствие нежелания руководителей выставлять своим подчиненным низкие оценки, некоторые фирмы (например, весьма солидная фармацевтическая компания «Merck and Co., Inc.») в порядке эксперимента устанавливали у себя правило, согласно которому к каждой из возможных оценочных категорий обязательно должна быть отнесена определенная часть оцениваемых работников. Какие проблемы, на ваш взгляд, могут возникнуть при использовании такой системы?

5. «Сатурн» — новая модель автомобиля, разработанная «General Motors», имела принципиально новую конструкцию; автомобили этой модели производились на специально построенном для этой цели заводе с заново набранным персоналом. Для сбыта этой модели, которая, по замыслу фирмы, должна была вернуть ей конкурентоспособность на мировом рынке, были созданы специализированные дилерские фирмы. Было объявлено, что торговый персонал этих фирм будет оплачиваться не на основе системы комиссионных выплат, общепринятой в данной отрасли, а на основе системы окладов. Каковы возможные преимущества такой политики оплаты труда?

ОПЛАТА ТРУДА РУКОВОДЯЩИХ РАБОТНИКОВ

С одной стороны, они (руководители фирм) утверждают, что интенсивная конкуренция с иностранцами требует от нас жертв, ограничений и дисциплины. Однако сами они не обнаруживают ничего похожего на эти качества, вознаграждая себя, ведь их личные заработки за год представляют собой суммы, которые невозможно потратить и за несколько жизней.

Оуэн Байбер¹

Это (оплата труда управляющих высшего ранга) с каждым годом, похоже, становится все абсурднее. Больше всего раздражает то, что вознаграждение данного года становится нормой для расчетов вознаграждения за следующий год.

Эдвард Э. Лоулер²

Сделайте ваших высших руководителей богатыми, и они обогатят вас.

Роберт У. Джонсон³

Эта глава посвящена специфическим проблемам, связанным с оплатой труда лиц, принимающих решения, и высших руководителей фирм. В последние годы оплата труда руководящих работников стала предметом общественного обсуждения, в особенности в США, где заработки управляющих высшего ранга (Chief Executive Officers, CEO) крупных фирм росли гораздо более быстрыми темпами, чем ВВП, прибыли корпораций или средняя заработная плата рабочего. Каждый год «Fortune», «Forbes», «Business Week» и другие издания, освещающие события в деловом мире, публикуют материалы, посвященные заработкам CEO ведущих фирм; такие материалы появляются даже в ежедневных газетах. Частично этот всеобщий интерес к заработкам руководителей фирм может быть объяснен обыкновенной завистью, вызываемой внушительными суммами этих заработков, или простым любопытством по поводу чужих доходов, однако в данном случае затрагиваются и существенные вопросы. Стимулируют ли заработки высших руководителей добросовестное выполнение ими своих обязанностей по управлению доверенными им фирмами? Или же внушительные размеры этих заработков зачастую являются результатом управленческого субъективного риска и CEO набивают свои карманы за счет собственников соответствующих фирм?

¹ Глава объединенного союза автомобилестроителей.

² Специалист по вопросам оплаты труда.

³ Бывший управляющий высшего ранга в «Johnson and Johnson Corporation».

ЗАКОНОМЕРНОСТИ И ТЕНДЕНЦИИ ОПЛАТЫ ТРУДА РУКОВОДИТЕЛЕЙ

Данные об оплате труда высших руководителей корпораций США становятся общеизвестными благодаря обязательным отчетам руководства корпораций перед их акционерами. В этих отчетах указываются размеры зарплаток пяти наиболее высокооплачиваемых руководящих работников фирмы. Однако фактические детали контрактов, на основании которых формируются данные зарплатки, не оглашаются; не так легко получить и систематическую информацию о зарплатках руководящих работников в других странах и руководителях менее высокого уровня в США. Это различие в степени доступности информации способствовало тому, что внимание исследователей сосредоточилось на оплате труда высших руководителей, однако интерес общественности к данной теме в значительной мере объясняется размерами и формами получения соответствующих зарплаток.

Зарплатки управляющих высшего ранга в крупных фирмах США

Каждый год еженедельник «Business Week» публикует данные о зарплатках двух главных руководителей каждой из 365 крупнейших корпораций открытого типа в США. Согласно этому обзору за 1991 г. (в котором речь шла о зарплатках в 1990 г.), общий заработок CEO этих фирм в течение 1980-х гг. возрос на 212%, что в четыре раза превышает темпы роста среднего заработка рабочего в промышленности (за этот период он вырос на 53%) и в три раза — темпы роста дохода среднего инженера. За тот же период прибыль на одну акцию, т. е. доходы собственников фирм, возросла на 78%.⁴ Средний оклад CEO с учетом премиальных выплат в фирмах, учитываемых в обзоре «Business Week», достиг в 1990 г. 1.2 млн дол. в год, а с учетом долгосрочных вознаграждений в форме фондовых опционов и других формах среднее годовое вознаграждение высшего руководителя составляло 1.95 млн дол. При существовавших в 1990 г. ставках заработной платы среднему промышленному рабочему для получения такой суммы понадобилось бы проработать 85 лет, а среднему инженеру — 45 лет.

К аналогичным заключениям приводят и другие исследования. Согласно обзору журнала «Forbes» за 1990 г., среднее общее вознаграждение CEO в 800 крупных американских фирмах составляло 1.635 млн дол. в год, причем 43% этой суммы приходилось на различные долгосрочные стимулирующие выплаты, а остальные 57% — на оклад и годовые премии.⁵ Еще одно исследование, в ходе которого изучались зарплатки CEO в 200 фирмах, показало, что их среднее общее вознаграждение в этих фирмах в 1990 г. составляло 2.8 млн дол.⁶

⁴ *Byrne J. A. The Flap Over Executive Pay // Business Week. 1991. 6 May. P. 90-96.*

⁵ *What 800 Companies Paid Their Bosses // Forbes. 1991. 27 May. P. 237-289.*

⁶ Показание Грейфа Кристала в подкомитете Сената США по контролю и правительственным учреждениям 15 мая 1991 г.; приведено в следующей работе: *Salwen K. G. Executive Pay May Be Subject to New Scrutiny // Wall Street Journ. 1991. 16 May. A-3.*

За этими средними цифрами скрыты некоторые поистине исключительные суммы вознаграждений. По данным «Forbes», высший руководитель родительской компании «United Airlines» Стивен М. Вольф получил в 1990 г. 18.3 млн дол. Из этой суммы 1.12 млн дол. составляли оклад и текущая премия, а остальная сумма была получена за счет реализации выгод, предусмотренных долгосрочными системами стимулирования, основанных на наделении акциями компании. Джон Скалли из «Apple Computer» в 1990 г. заработал 16.7 млн дол., из которых на долю оклада и годовой премии приходилось 2.2 млн дол. Пол Файрмен из фирмы «Reebok», выпускающей спортивную обувь, получил 14.8 млн дол. — исключительно за счет оклада и текущих премий. Однако эти цифры меркнут по сравнению с 78 млн дол., выплаченными фирмой «Time Warner» Стивену Дж. Россу — председателю правления и одному из CEO этой фирмы. Большую часть этой суммы, 75 млн дол., составляла премия, выплаченная в связи с осуществлением слияния издательской фирмы «Time, Inc.» с компанией «Warner Communications», действовавшей в сфере шоу-бизнеса, которую возглавлял Росс. Еще более впечатляющую сумму, 186 млн дол., получил Дональд Э. Пелз при слиянии возглавляемой им фирмы «LIN Broadcasting» с «McCaw Cellular Communications» — он реализовал имевшиеся у него фондовые опционы. В общей сложности 25 самых высокооплачиваемых руководителей фирм из списка «Forbes» заработали за 1990 г. в среднем свыше 12 млрд дол.

Разумеется, за счет учета таких громадных сумм среднеарифметическая величина заработка CEO превышает реальный средний заработок руководящих работников из середины данного списка. Более того, долгосрочный стимулирующий компонент заработка весьма изменчив, поскольку вся сумма стимулирующих выплат относится на год реализации выгод, хотя эти выплаты могут быть вознаграждением за несколько лет работы. Например, Майкл Д. Эйснер, руководитель «Walt Disney Company», в 1988 г. получил 32.6 млн дол. за счет реализации фондовых опционов, обретших ценность благодаря успехам, достигнутым компанией под его руководством в течение трех предыдущих лет. В 1989 и 1990 гг. он не получал каких-либо долгосрочных вознаграждений. Его среднегодовой заработок за этот период составлял чуть менее 20 млн дол., однако более 40 млн дол. было отнесено на один год. Поскольку пресса, как правило, сосредоточивает свое внимание на наиболее высокооплачиваемых в данном году руководителях, такой метод учета долгосрочных вознаграждений приводит к тому, что большее внимание оказывается очевидным разовым крупным выплатам, чем стабильным доходам соответствующих руководителей. Тем не менее не приходится сомневаться в том, что CEO этой категории получают немалые деньги. В табл. 13.1 приводится список самых высокооплачиваемых CEO США за 1986–1990 гг.

Формы оплаты и сравнения

Формы и уровни оплаты труда CEO в крупнейших корпорациях США резко отличаются от форм и уровней оплаты труда CEO в сопоставимых фирмах других стран и в менее крупных (хотя и играющих существенную роль в экономике) американских фирмах.

Таблица 13.1

Десять наиболее высокооплачиваемых управляющих высшего ранга США, 1986–1990 гг.

Руководитель и фирма	Вознаграждение за 5 лет, тыс. дол.
Стивен Дж. Росс, «Time Warner»	137.254
Чарльз Лазарус, «Toys R Us»	91.095
Майкл Д. Эйснер, «Walt Disney»	71.069
Пол Б. Файрмен, «Reebok International»	69.356
Ли Э. Якокка, «Chrysler»	49.197
Мартин С. Дэвис, «Paramount Communications»	37.380
Дин Л. Бантрок, «Waste Management»	33.003
Джон Скалли, «Apple Computer»	32.310
Сол П. Стейнберг, «Reliance Group»	32.183
Ричард Э. Мануджен, «Masco»	27.802

Источник: Forbes. 1991. 27 May. P. 218.

ФОРМЫ ОПЛАТЫ ТРУДА ВЫСШИХ РУКОВОДИТЕЛЕЙ

Оклад — денежная сумма, выплачиваемая на протяжении года, размер которой определен заранее. Величина оклада может регулярно корректироваться с учетом стажа работы, конъюнктуры, стоимости жизни, результатов деятельности и других факторов.

Премия — денежное вознаграждение, величина которого официально считается нефиксированной; часто выплачивается по усмотрению совета директоров фирмы. Выплата премий может быть увязана с результатами работы — либо имплицитно, либо при помощи какой-то эксплицитной формулы. В последнем случае результаты обычно измеряются при помощи краткосрочных показателей, например балансовой прибыли за предыдущий год, или роста прибыли, или степени выполнения плановых заданий по данным показателям.

Фондовые опционы — предоставляемые руководящим работникам права на покупку акций соответствующей фирмы в течение определенного периода по заранее определенной цене. Эта цена обычно равна текущей цене акций на момент предоставления опциона или превышает ее, а срок действия опциона, как правило, составляет несколько лет. Получить финансовую выгоду руководитель может только после фактической покупки акций. Тогда его вознаграждением является разница между рыночной ценой данного пакета акций и ценой реализации опциона (т. е. той суммой, которую уплатил за него руководитель).

(Ограниченные) фондовые вознаграждения — акции фирмы, предоставляемые руководящим работникам бесплатно или продаваемые им со значительной скидкой. Зачастую при этом ограничивается право руководителя продавать эти акции, которое может быть оговорено выполнением определенных условий (например, выполнением плановых заданий по величине и темпам роста прибыли или выходом руководителя на пенсию). Число таких «наградных» акций может зависеть от результатов, достигнутых руководителем в прошлом (различные системы «акции за результаты»).

Фантомные акции — условные единицы, соответствующие обыкновенным акциям, однако не дающие своему держателю каких-либо прав собственности.

Обладатель фантомных акций имеет право на получение сумм, равных приросту цены акций фирмы, и дивидендов, которые соответствуют выплачиваемым по настоящим акциям.

Права на получение выгоды от повышения цены акций — права на получение сумм, равных приросту цены определенного числа обыкновенных акций фирмы за отчетный период.

Различия в оплате труда управляющих высшего ранга в разных странах. В очень крупных фирмах Японии (с объемом продаж эквивалентных 30 млрд дол.) CEO зарабатывает в среднем в 17 раз больше, чем средний японский рабочий. Для сопоставимых по размерам фирм Франции и Германии этот показатель составляет примерно 24 раза. В США аналогичное статистическое соотношение равно 109.⁷ Экстремальный пример такого различия можно обнаружить в нефтяной промышленности. В 1987 г. фирмы «Еххон» и «Royal Dutch Shell» имели приблизительно одинаковые показатели объема продаж и прибыли. Обе фирмы относятся к числу ведущих транснациональных нефтяных компаний, и сферы их деятельности приблизительно совпадают. Глава американской фирмы «Еххон» заработал в указанном году 5.5 млн дол.; главный менеджер его европейского конкурента получил 500 тыс. дол. Еще одним примером может служить «Sony Corporation». Как и у большинства японских фирм, совет директоров «Sony» состоит почти исключительно из руководящих работников самой фирмы. В 1989 г. 34 члена правления и ревизионной комиссии «Sony» были постоянными работниками этой фирмы или ее филиалов. В общей сложности им было выплачено в виде окладов и премий 8.2 млн дол. (в пересчете по курсу 1989 г.), что составляло в среднем около 242 тыс. дол. на каждого члена этой группы. Даже если бы вся указанная сумма — 8.2 млн дол. — была бы выплачена одному CEO «Sony», он все равно не смог бы конкурировать с десяткой наиболее высокооплачиваемых руководителей американских фирм.

Зарботки управляющих высшего ранга в менее крупных фирмах.

В менее крупных фирмах США CEO также зарабатывают больше, чем их коллеги в Японии или Европе, однако разница в зарплатах на этом уровне значительно меньше. Согласно обзорам консалтинговой фирмы «Towers, Perrin, Forster & Crosby», специализирующейся на вопросах оплаты труда, средний годовой заработок главного менеджера американской фирмы с объемом продаж 250 млн дол. составляет около 600 тыс. дол. (включая оценочную стоимость различных льгот и привилегий). Руководитель японской или европейской фирмы сопоставляемого размера получает от половины до двух третей этой суммы. Еще одно исследование, проведенное фирмой «Towers», показало, что средний заработок CEO в Канаде составляет приблизительно 65% заработка его американского коллеги.

Роль систем долгосрочного стимулирования. Главное различие между системами оплаты труда руководителей крупнейших фирм США и их кол-

⁷ См. прим. 6.

лег в крупных зарубежных фирмах и в менее крупных фирмах США заключается в той роли, которую играет долгосрочное стимулирующее вознаграждение, связанное с ценами акций фирм. Такие системы получили почти повсеместное распространение в крупных фирмах США, однако в менее крупных американских компаниях и за пределами США они используются нечасто.⁸ В менее крупных фирмах США руководящие работники обычно получают оклады и, возможно, премии, которые могут начисляться исходя из годовых отчетных показателей, например текущей прибыли или доходности инвестиций.⁹ Такая же практика существует и в континентальной Европе и Японии (где руководители премируются таким же образом, как и все остальные работники фирмы); различные системы долгосрочной стимулирующей оплаты, применяемые для руководителей в крупных корпорациях США, в этих странах, по существу, отсутствуют. Это особенно характерно для Франции, где ряд крупнейших фирм находится в государственной собственности и их руководители получают весьма скромные суммы (по крайней мере по стандартам США). Однако в Великобритании в последнее время наблюдается переход к более широкому использованию долгосрочной стимулирующей оплаты, а в Гонконге крупные стимулирующие выплаты за достигнутые результаты являются общепринятой системой.¹⁰

Поскольку крупные фирмы США, вводя в систему оплаты труда CEO различные долгосрочные стимулирующие компоненты, зачастую, по-видимому, не уменьшают при этом прочие составляющие данной системы, осведомленные наблюдатели полагают, что именно эти долгосрочные программы явились причиной относительного скачка заработков CEO в 80-е гг. В 1980 г. соотношение между заработками CEO, инженеров и промышленных рабочих было точно таким же, как и за 20 лет до этого: за два десятилетия все три цифры возросли примерно в три с половиной раза. В 80-е гг. заработки инженеров и промышленных рабочих росли, по существу, теми же темпами, в то время как заработки CEO возрастали в четыре раза быстрее.¹¹ В настоящее время основной составляющей заработков CEO в крупных фирмах США являются непосредственные вознаграждения за достигнутые результаты: 25% общего заработка составляют годовые премии и 36% — долгосрочные стимулирующие выплаты.¹²

⁸ Исключение составляют главным образом индивидуальные частные фирмы, в которых учредитель является главным администратором и сохраняет за собой значительную долю акций.

⁹ Исключение часто составляют новые фирмы — особенно действующие в таких высокотехнологичных отраслях, как электронная промышленность и биотехнологии. В таких «начинающих» фирмах руководители, как правило, получают права собственности, которые приобретают чрезвычайно высокую стоимость, если фирма добивается успеха и преобразуется в компанию открытого типа, продавая свои акции инвесторам-аутсайдерам.

¹⁰ См.: *Tully Sh. American Bosses Are Overpaid... // Fortune. 1988. 7 Nov. P. 121-136.*

¹¹ С учетом уплаты налогов данный диспаритет мог иметь еще больший масштаб, так как в этом десятилетии ставки налогообложения личных доходов в США приобрели менее прогрессивный характер.

¹² *Wall Street Journ. 1991. 17 Apr. R-5* (Специальный отчет об оплате труда руководящих работников).

Руководители среднего звена

Относительно заработков руководителей среднего звена не имеется столь обширной систематической информации. Все они получают оклады, которые в США, как правило, дополняются какой-либо формой стимулирующей оплаты, основанной на результатах деятельности на индивидуальном уровне или на уровне подразделения или корпорации в целом. В 1980 г. рост окладов в фирмах США в целом отставал от темпов инфляции, однако все более широкое использование стимулирующей оплаты труда позволяло увеличивать общие заработки менеджеров в соответствии с ростом стоимости жизни. Все большее распространение приобретает практика вознаграждения руководителей в соответствии с измеряемыми результатами деятельности подчиненных им структурных единиц. Тем не менее доля стимулирующей оплаты в общих заработках у менеджеров среднего звена, по-видимому, значительно ниже, чем у руководителей высшего иерархического уровня.

Сокращение штатов и критерии для установления базовой заработной платы. В последнее время в сфере оплаты управленческого труда в США наблюдается тенденция пересмотра критериев, на основании которых определяется базовая заработная плата менеджера. Эта тенденция связана с уже имевшим место во многих фирмах уменьшением числа уровней управления в организационной иерархии и сокращением числа административных работников.

Ввиду сложности измерения результатов работы менеджеров среднего звена величина их заработков в значительной мере зависит от широты и значимости их сферы ответственности, которые в свою очередь часто измеряются числом работников, подотчетных данному менеджеру. Такая система приводит к искажению стимулов. Менеджер может добиться существенного увеличения заработка только путем расширения сферы своей ответственности. Одним из очевидных способов такого расширения (помимо продвижения на более высокий уровень иерархии) является увеличение числа подчиненных, в особенности работников среднего ранга. Таким образом, у менеджеров возникает заинтересованность в увеличении штатов.

Эти стимулы могут быть нейтрализованы сопротивлением вышестоящих руководителей, несущих ответственность за прибыли и убытки организации, чьи заработки зависят от общих результатов деятельности данной организации. Однако этим руководителям нелегко судить о целесообразности увеличения штатов тех или иных служб или подразделений, в особенности в тех случаях, когда производительность труда нелегко поддается измерению, а загруженность всех имеющихся работников налицо. Здесь имеет место второй негативный эффект: каждая дополнительная штатная единица порождает работу, оправдывающую привлечение новых работников! Менеджер, чьи подчиненные перегружены работой, составляя служебные записки, готовя отчеты, отвечая на предложения и т. п., может добиться разрешения нанять еще одного работника. Этот работник в свою очередь начнет выпускать новые записки, отчеты и предложения; другие подразделения перестанут справляться с обработкой поступающей документации, и им понадобятся дополнительные работники, которые также начнут загружать работой коллег. В итоге формируются громадные коллективы, где каждый сотрудник работает на пределе сил, задавая работу остальным.

В целях противодействия этим тенденциям бюрократической экспансии многие фирмы в настоящее время пытаются разорвать связь между величиной основного заработка менеджеров и числом их подчиненных. Кроме того, фирмы стремятся повысить роль стимулирующих выплат, увязанных с измеряемыми результатами работы, используя, например, системы управления по целям, в которых уровень издержек на оплату управленческого персонала является одним из показателей, учитываемых при определении величины премий.

Конкурсы с выбыванием и роль стимулирующей оплаты труда. Для большинства менеджеров среднего звена важнейшим стимулом, скорее всего, является все же возможность повышения в должности. Сокращение числа уровней управления в фирмах привело к тому, что такие повышения стали менее частыми; уменьшилось и число повышений, которых может добиться менеджер. Как отмечалось в главе 11, в конкурсах с выбыванием на каждом этапе стимулирование участников частично обеспечивается возможностью продолжить борьбу за дальнейшее продвижение по служебной лестнице. «Выравнивание» организационных иерархий, по всей вероятности, привело и к увеличению числа работников, находящихся на низших ступенях иерархии, и соответственно уменьшило их шансы добиться продвижения. Эти эффекты вполне могли оказать негативное влияние на стимулирование менеджеров среднего звена. Однако любое такое негативное влияние могло быть компенсировано увеличением заработков СЕО, имевшим место в последние годы. Более высокие заработки на вершине иерархии увеличили награду, которая достается победителям последних раундов, занимающим исключительно высокооплачиваемые руководящие должности; это обстоятельство могло увеличить заинтересованность менеджеров среднего звена в продолжении борьбы за продвижение по служебной лестнице.

Работник, достигший верхней ступени иерархии, не может продвигаться дальше. Это означает, что финансовое стимулирование руководителей высшего звена, если оно необходимо, должно обеспечиваться исключительно в форме непосредственной оплаты по результатам работы. Соответственно данная теория позволяет предположить, что на вершине иерархии непосредственная стимулирующая оплата труда должна играть более важную роль, что и наблюдается на практике. Этот вывод, кроме того, соответствует рекомендациям теории стимулирующих контрактов, согласно которой интенсивность стимулирования должна возрастать вместе с ростом предельной производительности усилий работника и его потенциальной способности реагировать на стимулы. Качество работы руководителей высшего звена, как правило, оказывает более значительное влияние на общие результаты деятельности организации, чем степень усилий работников низших уровней. В то же время большая свобода действий и более обширная сфера ответственности, связанные с должностями высшего уровня, означают, что работники этого уровня в большей степени способны отреагировать на усиление стимулирования. Оба этих фактора позволяют предположить, что на высших уровнях иерархии непосредственное стимулирование результатов должно быть более интенсивным, а оплата по результату должна играть более важную роль в вознаграждении менеджера, чем это имеет место в среднем звене управления.

Эффективность стимулирующей оплаты труда в среднем звене управления. Хотя в среднем звене управления стимулирующая оплата труда игра-

ет менее важную роль, чем на высшем уровне (как и должно быть), ее значение в настоящее время возрастает. В связи с этим встает вопрос об эффективности более интенсивного стимулирования менеджеров данного уровня.

Общедоступная информация относительно эффективности различных систем стимулирования менеджеров среднего звена имеет крайне ограниченный характер, так как оценки результатов работы отдельных менеджеров являются сведениями высшей степени конфиденциальности. Однако имеющиеся материалы свидетельствуют о том, что стимулирование оказывается действенным и на данном уровне. Так, например, в ходе одного исследования было установлено, что размеры премий, выплачиваемых 92 менеджерам высшего и среднего звена в одной неназванной промышленной компании на Среднем Западе США, зависят от результатов их работы, причем более высокая степень этой зависимости отмечалась у менеджеров, находящихся на более высоких иерархических уровнях, у работников центральной администрации фирмы (по сравнению с менеджерами отдельных производств) и у управляющих с более коротким стажем работы на занимаемой должности. Что более важно — увеличение зависимости размеров премий от результатов работы, как правило, приводило к улучшению результатов в статистически значимом масштабе. Этот эффект сохранялся даже после уточнения полученных результатов, что позволило в косвенной форме учесть и такие факторы, как различия в уровнях способностей.¹³

МОТИВАЦИЯ ПРИНЯТИЯ РИСКА

Крупные корпорации открытого типа с большим числом акционеров часто могут настолько широко распределять риски, с которыми они сталкиваются, что их следует считать практически нейтральными по отношению к риску.¹⁴ Исходя из этого, они должны были бы охотно осуществлять крупные инвестиции (при условии, что у них имеется возможность привлечь необходимые для этого средства), рискуя при этом понести крупные потери — если только ожидаемая доходность таких инвестиций с учетом возможных прибылей и убытков имеет позитивное значение.

Некоторые компании действительно осуществляют чрезвычайно рисковые проекты. В конце 70-х—начале 80-х гг. нефтяные компании выплатили федеральному правительству США в общей сложности несколько миллиардов долларов за право ведения буровых работ в Балтиморском каньоне, расположенном на дне Атлантического океана близ восточного побережья США. Затем они затратили еще сотни миллионов долларов на бурение скважин на дне океана. Однако обнаружить имеющие коммерческую ценность

¹³ Kahn L. M., Sherer P. D. Contingent Pay and Managerial Performance // *Industr. a. Labor Relations Rev.* 1990. Vol. 43. Febr. P. 107S–120S.

¹⁴ Строго говоря, это относится только к несистематическим рискам, связанным с данной фирмой, которые могут быть эффективно диверсифицированы акционерами за счет регулирования своих инвестиционных портфелей (более подробно о выборе портфеля и формировании цен на ценные бумаги см. в главе 14). Фирмам нет необходимости быть нейтральными по отношению к рискам общеэкономического характера, связанным с возможностью экономического спада, повышения цен на нефть и т. д.

месторождения углеводородов в этом районе так и не удалось и в конце концов нефтяные компании прекратили поиски еще до истечения срока действия своих лицензий. Без рисков подобного масштаба нефтяная промышленность не знала бы таких грандиозных открытий, как месторождения в Северном море или в Прудхо-Бэй на Аляске.

Очень крупные инвестиции в начале 80-х гг. направлялись и на развитие биотехнологий. К концу 80-х гг. за счет этих инвестиций было создано лишь несколько прибыльных производств; многие из фирм-первопроходцев в этой области были вынуждены прекратить свою деятельность или уменьшить ее масштабы. Зато некоторые компании добились замечательных успехов в сфере биотехнологий. Так, в 1990 г. гигантская швейцарская фармацевтическая фирма «Hoffmann—La Roche» заплатила 2.1 млрд дол. за 60% акций фирмы «Genentech», имевшей объем продаж 383 млн дол. и прибыль 44 млн дол. Такая цена свидетельствует о том, что покупатель уверен в будущем росте «Genentech». Позднее фирма «Lockheed Corporation» и ее союзники — «Boeing Company», «General Dynamics Corporation» и «United Technologies Corporation» израсходовали около 1 млрд дол. из собственных средств на разработку прототипа истребителя Ф-22, который в 1991 г. победил на конкурсе, объявленном Министерством обороны США; эта победа может обеспечить данным фирмам в предстоящем десятилетии объем продаж в пределах 60–100 млрд дол. Другая группа компаний во главе с «McDonnell—Douglas» израсходовала примерно такую же сумму на разработку альтернативной модели Ф-23, которая потерпела поражение на конкурсе и, скорее всего, никогда не поступит в производство. И последний пример: небольшая фирма «Haloid Corporation», выпускавшая фотобумагу, приобретя патенты десятилетней давности, потратила более 12 лет на их доработку, прежде чем в 1959 г. приступила к производству аппаратов для копирования на обычную бумагу (и изменила свое название: фирма стала именоваться «Хекох»).

Загадка

Как свидетельствуют эти примеры, некоторым компаниям удавалось стимулировать крупномасштабные рискованные проекты. Тем не менее наблюдатели из деловых кругов часто высказывают критические замечания в адрес менеджеров некоторых фирм, не желающих осуществлять выгодные проекты в тех случаях, когда это сопряжено с риском понести крупные убытки. Если это соответствует действительности, то возникает вопрос: почему менеджеры обнаруживают склонность избегать риска при выработке инвестиционных решений для своих фирм? В конце концов они рискуют не своими средствами, а деньгами акционеров, а акционеры должны быть почти нейтральными по отношению к риску. Следовательно, менеджеры должны стремиться к тому, чтобы принимать решения исключительно на основании ожидаемой доходности инвестиций — среднего значения возможных доходностей при всех благоприятных и неблагоприятных вариантах развития событий, — не учитывая степени риска, связанного с проектами. Уклоняясь от осуществления выгодных, но рискованных инвестиционных проектов, менеджеры не способствуют удовлетворению интересов акционеров и реализации экономической эффективности.

Одна из возможных причин такой склонности менеджеров избегать риска при принятии инвестиционных решений заключается в существовании

стимулирующих контрактов, по условиям которых заработки управляющих в значительной степени зависят от результатов тех инвестиционных проектов, которые они осуществляют. В этом случае им приходится принимать на себя инвестиционные риски, а в отличие от акционеров менеджеры не могут без труда диверсифицировать такие риски при помощи операций с инвестиционными портфелями. Однако эмпирические наблюдения, по-видимому, не подтверждают такое объяснение. Подобные контракты существуют лишь у относительно небольшого числа менеджеров; более того, склонность избегать риска и осторожность, по-видимому, преобладают в крупных бюрократических организациях, где эксплицитные стимулирующие контракты используются нечасто. Однако и при отсутствии явной увязки заработка менеджера с результатами инвестиционных проектов его будущие доходы все же могут в конечном счете зависеть от этих результатов, что в свою очередь способно породить склонность избегать риска при принятии решений, касающихся инвестиций корпорации.

Инвестиционные решения менеджеров и риск потери человеческого капитала

В западных экономиках добивающиеся успехов менеджеры имеют возможность переходить из фирмы в фирму, и их оклады устанавливаются исходя из достигнутых ими в прошлом результатов. Хорошие результаты позволяют предположить, что данный менеджер талантлив, трудолюбив или удачлив и в силу этого обладает некоторой положительной рыночной стоимостью, которая является составной частью его человеческого капитала. Для многих менеджеров их человеческий капитал является наиболее ценным из всех активов, которыми они обладают. Кроме того, данный актив, по существу, является неотчуждаемым, и, следовательно, у менеджера нет особых возможностей для диверсификации рисков, связанных с этим капиталом.

Осуществляя рискованный инвестиционный проект, менеджер рискует своим человеческим капиталом. Успех или провал проекта, скорее всего, отразится на положении менеджеров, предложивших этот проект и руководивших его реализацией: изменятся оценки способностей данных управляющих их работодателями (фактическими и потенциальными) и соответственно их возможностей в плане выявления и осуществления будущих инвестиционных проектов. Благоприятный результат реализации проекта может улучшить репутацию менеджера и увеличить его потенциальные будущие доходы; однако и неблагоприятный результат будет, по крайней мере частично, рассматриваться как следствие не просто случайного стечения обстоятельств, но и недостатка способностей у данного менеджера. Неудача проекта может поставить под угрозу оклады, должности и возможности продвижения. Таким образом, даже если заработок менеджера и не увязан непосредственно с результатами инвестиционных проектов, за которые он несет ответственность, в действительности такую связь может порождать сам рыночный механизм.

При отсутствии каких-то форм стимулирования рискованных операций менеджеры могут (вполне благоразумно) не захотеть рисковать своим человеческим капиталом. Беспокойство за свою карьеру заставит менеджера избегать риска при инвестировании средств корпорации. Основная проблема состоит в том, что результаты инвестиций не ограничиваются финансовыми

выгодами или убытками, которые получают или несут нейтральные по отношению к риску собственники фирмы, — к ним относятся и изменения в человеческом капитале избегающих риска менеджеров, обусловленные данными инвестициями. Следовательно, может оказаться необходимым разработать специальные системы стимулирования, создающие у менеджеров желательную готовность к риску.

Значение рынка талантов руководителей. Анализ, выполненный нами в главе 11, позволяет предположить, что идеальным решением данной проблемы было бы страхование фирмой ценности человеческого капитала менеджеров. Если бы удалось полностью исключить зависимость их будущих заработков от успехов или провалов тех инвестиционных проектов, которые они рекомендуют и которыми они руководят, то у менеджеров не было бы никаких причин для того, чтобы избегать риска.

В Японии, где удачливый менеджер обычно всю жизнь работает в одной фирме, а различия между должностными окладами намного меньше, чем в Северной Америке или в Европе, менеджер, рекомендуя или осуществляя рискованный проект, подвергает ценность своего человеческого капитала относительно меньшему риску. В сущности, менеджера интересует только тот заработок, который обещает ему данная фирма, и она в состоянии обезопасить этого менеджера от риска, связанного с осуществляемыми им инвестициями. Более того, практика принятия важнейших решений методом консенсуса обеспечивает разделение ответственности и уменьшает риск, приходящийся на долю отдельного менеджера. Такие фирмы, возможно, не нуждаются в каких-либо специальных системах стимулирования рискованных предприятий.

Западные фирмы действуют в иной рыночной и управленческой среде, в которой японские методы оказываются менее эффективными. Существование активного рынка руководящих кадров означает, что менеджеры, считающиеся талантливыми, т. е. те менеджеры, чьи инвестиционные проекты оправдали себя, должны получать соответствующее вознаграждение — иначе они перейдут к другим работодателям. Отсюда следует, что фирмы, действующие в такой среде, не могут обеспечить полное страхование от риска, которое было бы оптимальным решением проблемы при других условиях. В этом отношении японские фирмы находятся в лучшем положении.

Стимулирование готовности к риску

Преуспевающие фирмы, действующие в этих условиях, применяют различные системы стимулирования готовности к риску. В целом они придерживаются той оптимальной политики, которая была намечена нами в главе 11 при анализе ситуации, когда полное страхование доходов неосуществимо из-за мобильности рабочей силы: такая политика состоит в том, чтобы обеспечивать максимально возможное страхование, т. е. вознаграждать менеджеров за достигнутые успехи и не пытаться возлагать на них издержки, связанные с неудачами. Отметим, что применение финансовых санкций к менеджерам в случае неудач лишь усиливает риск, с которым они и без того сталкиваются, и заставляет их еще более осторожно подходить к отбору инвестиционных проектов.

Подобный эффект достигается при предоставлении менеджерам фондовых опционов — в этом случае успехи вознаграждаются, а неудачи не влекут

за собой непосредственных издержек. Такая асимметрия финансовых результатов помогает компенсировать повышенное значение, которое склонные избегать риска менеджеры придают снижению ценности их человеческого капитала после неудач (по сравнению с возрастанием его ценности после успехов), что и заставляет их уклоняться от рискованных операций.

Аналогичным образом многие нефтяные компании отчисляют часть дохода, полученного в результате успешной разведки месторождений, инженерам и геологам, занимавшимся освоением данных месторождений, и в то же время не применяют к ним никаких санкций в случае неблагоприятных результатов разведки. Такое финансовое стимулирование компенсирует риск, которому подвергается человеческий капитал работников в связи с предложением и осуществлением проекта. Эти компании, кроме того, сознательно стремятся принимать на работу «отчаянных ребят» — людей, менее склонных избегать риска, чем средний менеджер. Многие фирмы также используют систему согласования рискованных инвестиционных проектов, имеющую тот же эффект, что и система консенсуса в Японии. Решения о проведении буровых работ в местностях со сложными условиями, например на дне океана или в Арктике, предлагаются *группами* геологов и изыскателей и подлежат утверждению группой менеджеров; в результате на каждом уровне уменьшается личная ответственность специалистов за принятие решения. Далее, смета расходов на приобретение нефтяных месторождений обычно предлагается администрацией фирмы, но подлежит утверждению советом директоров.

Похожие системы разделения ответственности или вины используются и в других отраслях экономики: крупнейшие расходы должны утверждаться руководителями более высокого уровня, чем тот, на котором отбираются проекты и осуществляется их реализация, а по-настоящему крупные рискованные операции должны быть одобрены советом директоров фирмы.

Плата за инвестиционные предложения

Если эти процессы рассмотрения предложений являются эффективными, т. е. если они позволяют в значительной мере выявить то, что лежит в основе рекомендаций специалистов, то одной из характеристик качества работы отдельного работника становится число представленных им рекомендаций, одобренных руководством. Сколько привлекательных районов разведывательного бурения обнаружил данный геолог? Сколько привлекательных проектов в области биотехнологий предложил и успешно обосновал этот научный сотрудник?

Согласно принципу информативности, если на конечную рентабельность инвестиционного проекта оказывают влияние случайные факторы, которые не могли быть известны в момент принятия инвестиционного решения, вознаграждение работника не должно основываться исключительно на результатах реализации данного проекта. Напротив, работник должен быть вознагражден уже за то, что он внес и успешно защитил свои инвестиционные предложения. Более того, вознаграждение работников в зависимости от числа предложенных ими и одобренных проектов (а не от результатов реализации этих проектов) позволяет преодолеть консервативные тенденции в вопросах отбора проектов: работник получает доход, компенсирующий тот риск, которому неизбежно подвергается его репутация в том случае, когда он рекомендует какой-то проект.

Разумеется, выплаты за принятые проекты и предоставление работникам части выигрыша от реализации проектов, к которым они причастны, при отсутствии наказаний за неудачи создают стимулы, побуждающие работников выдвигать предложения и добиваться их принятия. Это может привести к тому, что работники станут рекомендовать сомнительные проекты, сверхоптимистично оценивая их перспективы и утаивая негативную информацию. Поэтому фирма, берущая на вооружение такую политику, будет вынуждена ужесточить требования, предъявляемые к предлагаемым проектам, по сравнению с теми, которые использовались бы в других случаях, чаще осуществлять независимые экспертизы представляемой информации, а также применять другие механизмы самозащиты. Эта задача облегчается в том случае, когда ответственность за предложение проектов и за их утверждение и контроль за их реализацией несут различные люди или группы людей.

ОТСРОЧЕННОЕ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ

Мы уже встречались с различными примерами отсроченного вознаграждения, которое может применяться для любых категорий работников фирмы. Например, объяснение позитивной зависимости между заработками работников и их возрастом или стажем работы с позиций стимулирования добросовестной работы и предотвращения текучести кадров подразумевает, что часть заработка начинающего работника фирмы резервируется до более поздних времен. Однако особо важную роль отсроченное вознаграждение играет в оплате труда менеджеров.

Простые формулы оплаты, применяемые при сдельной оплате труда и в линейных системах комиссионных выплат, обеспечивают мотивацию для добросовестного выполнения рутинной работы, где влияние любого отдельного решения или действия работника на общий результат незначительно и можно быстро получить информацию о результатах работы, на основании которой может быть рассчитан заработок работника. На высших уровнях внутрифирменной иерархии, где необходимо принимать окончательные решения по таким масштабным, «неделимым» и «однократным» вопросам, как приобретение других фирм и разделение собственной фирмы, крупные капиталовложения и реорганизация корпорации, аргументы в пользу простых линейных формул оплаты труда оказываются неприменимыми. Более того, достоверная оценка результатов таких решений может быть дана лишь спустя много лет после их принятия, когда прояснится рентабельность важнейших инвестиций и стратегических изменений. Из-за таких информационных разрывов сложно вознаградить тех руководителей, которые работают на перспективу; возникает необходимость основывать оплату труда руководителей на долгосрочных результатах деятельности фирмы.

Правильно разработанные формулы отсроченного вознаграждения могут способствовать решению этой задачи. Например, система отсроченных выплат, размеры которых зависят от будущих результатов деятельности фирмы, может побудить менеджеров не концентрировать все свое внимание на краткосрочных результатах, а учитывать в своей деятельности и долгосрочные интересы фирмы. Примерами могут служить предоставляемые руководящим работникам пакеты акций, которые не могут быть проданы в течение опреде-

ленного срока, или опционы с отсроченной датой реализации. Эта система лежит в основе описанной в главе 1 системы, принятой фирмой «Salomon Brothers».

Однако многие реально существующие программы вознаграждения руководителей не поддаются такому упрощенному описанию. Зачастую менеджерам приходится переходить на другие должности задолго до того, как станут очевидными все последствия принятых ими решений, и их заработки на новых должностях не зависят — или слабо зависят — от выявляющихся результатов их прежней деятельности.

Помимо поощрения работы на перспективу система отсроченных вознаграждений выполняет и другие функции. Она играет стимулирующую роль, образуя «залог», внесенный работником, или предотвращает текучесть кадров. При наличии системы прогрессивного налогообложения доходов отсроченное вознаграждение, кроме того, может обеспечивать резервирование ненужной в настоящее время части дохода работника до пенсионного периода, когда и его доход, и уплачиваемые им налоги могут оказаться меньшими, чем в период работы. При разработке системы оплаты труда важное значение имеют и другие налоговые аспекты, однако ввиду различий между налоговым законодательством в разных странах и в разные периоды времени детально рассмотреть этот вопрос в данной работе не представляется возможным.¹⁵

Проблемы выполнения обязательств

Использование отсроченного вознаграждения в целях стимулирования осложняется тем обстоятельством, что данная практика побуждает стороны к пересмотру условий первоначального соглашения. Допустим, что руководящий работник предпринял какую-то акцию, результаты которой станут очевидными лишь спустя некоторое время, и что система стимулирования предусматривает отсрочку выплаты части вознаграждения до тех пор, пока не станут известны результаты акции. Однако после осуществления этой акции нет никаких оснований и дальше подвергать доход руководителя тому риску, который предусматривается условиями стимулирующего контракта, в особенности если руководитель уходит на пенсию или увольняется из фирмы. Фактически, пересмотрев условия контракта таким образом, чтобы устранить этот риск, стороны могут увеличить общую стоимость на величину, равную премии за риск, причитающейся руководителю в связи с риском для его дохода. Разумеется, если стороны заранее предвидят возникновение этого стимула и ожидают, что условия контракта будут пересмотрены, первоначальный контракт будет всего лишь отправной точкой для дальнейших переговоров. В этом случае контракт может оказывать влияние на распределение любого дополнительного дохода между руководителем и фирмой, однако при обычных условиях нельзя рассчитывать на то, что он обеспечит необходимое стимулирование. Следовательно, стимулирование при помощи отсроченного вознаграждения требует способности давать и выполнять обещания.

¹⁵ Читателям, интересующимся налоговыми аспектами проблем стимулирования, рекомендуем книгу: *Scholes M., Wolfson M. Taxes and Business Strategy: A Global Planning Approach // Englewood Cliffs, N. J. : Prentice Hall, 1991.*

ОПЛАТА ПО РЕЗУЛЬТАТУ ДЛЯ УПРАВЛЯЮЩИХ ВЫСШЕГО РАНГА?

Ключевой проблемой в сфере оплаты труда менеджеров является вопрос о заработках СЕО. Некоторые СЕО получают огромные суммы, но и их доходы обычно составляют лишь незначительную часть доходов возглавляемых ими фирм. С точки зрения создания общей стоимости фирмы важно не то, сколько им платят; эти выплаты представляют собой лишь передачу стоимости и, следовательно, не влияют на уровень эффективности. Более важный вопрос заключается в том, обеспечивают ли эти выплаты необходимые стимулы, побуждающие СЕО стремиться к максимизации стоимости фирмы. Определенное значение здесь может иметь и сама величина заработка. Например, наблюдатели неоднократно утверждали, что растущий разрыв между заработками высших руководителей и средней заработной платой в США подрывает трудовую мораль и доверие, необходимые для эффективного руководства предприятиями. Если это верно, то широко освещаемые примеры стремительного роста заработков СЕО — в то время, когда возглавляемые ими фирмы несут убытки и увольняют работников, — отрицательно влияют на стоимость. Тем не менее подавляющее большинство имеющихся материалов свидетельствует о том, что заработки и богатство обычного СЕО зависят от результатов деятельности его фирмы. Вопрос заключается в следующем: является ли эта зависимость достаточной для обеспечения стимулов или нет?

Установление уровня оплаты труда управляющих высшего ранга

Размеры вознаграждений высших руководителей корпорации устанавливаются ее советом директоров. Акционеры не имеют непосредственного права голоса при решении этого вопроса, и политика Комиссии по ценным бумагам и биржам США до сих пор, как правило, обычно состояла в том, чтобы позволять компаниям решать вопросы оплаты труда руководителей без голосований акционеров. Обычно директора назначают специальный комитет, который обязан представлять правлению рекомендации по оплате труда руководителей. Часто (но не всегда) в состав этого комитета входят только те директора, которые не являются штатными работниками корпорации. Тем не менее СЕО обычно является членом комитета *ex officio* (по должности). Ответственные работники корпорации не имеют права играть какую-либо роль в деятельности комитета по оплате труда, а также участвовать в работе правления, когда решаются вопросы, касающиеся их собственных заработков. Вместо этого СЕО представляет комитету по оплате труда рекомендации относительно вознаграждения других руководящих работников, после чего он обязан покинуть помещение на то время, пока комитет будет принимать решения о размерах платы как ему, так и другим руководителям.

Нередко правления корпораций пользуются рекомендациями приглашенных консультантов по вопросам оплаты труда (часто их нанимают руководители). В роли таких консультантов часто выступают специализированные фирмы типа «Towers Perrin», хотя иногда этим занимаются и консалтинговые фирмы широкого профиля. Эти консультанты имеют доступ к информации о формах и уровнях оплаты труда в других фирмах и зачастую имеют

статистические модели оплаты труда, учитывающие результаты работы, размеры фирмы и другие параметры, которые могут быть приняты во внимание. Предоставляемая консультантами информация используется при разработке систем оплаты труда и определении размеров зарплаток.

Дебаты по поводу вознаграждений руководителей

По мнению многих хорошо осведомленных критиков, такой механизм решения вопросов оплаты труда руководителей фирм контролируется самими руководителями, использующими его в своих интересах. Совет директоров обязан представлять интересы акционеров, однако существуют серьезные сомнения относительно того, могут ли директора защищать эти интересы в тех случаях, когда они расходятся с интересами СЕО, и насколько эффективной является такая защита.

Даже директора-аутсайдеры (члены совета, не занимающие штатных должностей в данной корпорации), скорее всего, имеют тесные связи с руководителями фирмы. По существу, их кандидатуры выдвигаются СЕО, большую часть информации они получают от руководящих работников фирмы, и, для того чтобы эффективно формировать политику корпорации, им необходимо иметь хорошие отношения с этими работниками. Зачастую директоров-аутсайдеров связывают с руководителями фирм схожие интересы и жизненный опыт. Нередко такие директора сами являются руководящими работниками других фирм. Более того, для тех директоров-аутсайдеров, которые не занимают должностей СЕО в других фирмах, пост директора вполне может оказаться основным источником дохода.

По данным фирмы «Korn—Ferry International», занимающейся подбором руководящих кадров для компаний, в 1990 г. крупнейшие фирмы выплатили каждому из своих директоров-аутсайдеров в среднем по 32 000 дол. в форме гонораров и оплаты участия в заседаниях правлений. Многие фирмы проявляли еще большую щедрость: «Pepsico», например, в 1990 г. выплатила каждому из своих директоров-аутсайдеров 78 000 дол.¹⁶ Большинство фирм, кроме того, оплачивало работу директоров в комитетах, создаваемых правлениями; многие фирмы бесплатно наделяли своих директоров пакетами акций, обеспечивали их страховыми и пенсионными пособиями и даже бесплатными образцами своей продукции: например, директора «General Motors» каждые 6 месяцев получали новые автомобили. В результате директорство могло приносить существенную выгоду: сообщалось, что декан Школы менеджмента им. Келлога при Северо-Западном университете, входя в состав правлений нескольких фирм, заработал на этих постах только в виде непосредственных выплат сумму, по меньшей мере на треть превосходящую его заработок на основной работе.¹⁷ Учитывая эти обстоятельства, критики сомневаются в том, что комитеты по оплате труда, хотя бы и состоящие из аутсайдеров, способны всерьез учитывать интересы акционеров, не совпадающие с интересами тех руководителей фирм, размеры вознаграждений которых они определяют.

¹⁶ Dobrzynski J. Directors' Pay Is Becoming An Issue Too // Business Week. 1991. 6 May. P. 94.

¹⁷ Lublin J. S. While Outside Directors' Pay Increases, Independence From Managers May Fade // Wall Street Journ. 1991. 22 Apr. B-1.

Противники данной точки зрения утверждают, что СЕО полностью отрабатывают выплачиваемые им деньги — до последнего цента.¹⁸ По мнению этих наблюдателей, СЕО способны оказывать громадное влияние на результаты деятельности фирм; при этом фактически они присваивают лишь малую часть тех выгод, которые создаются, когда они обеспечивают эффективную деятельность фирм в интересах акционеров.¹⁹ Эти наблюдатели высказывают беспокойство в связи с тем, что высшие руководители корпораций в действительности не получают адекватного вознаграждения за свою работу как в абсолютном выражении (по сравнению с альтернативными возможностями в таких сферах, как индивидуальное предпринимательство или инвестиционные банки), так и — что еще более важно — с точки зрения прямого стимулирования улучшения деятельности корпораций.²⁰

Результаты исследований свидетельствуют о том, что фондовые рынки весьма положительно реагируют на создание программ и краткосрочного, и долгосрочного стимулирования высших руководителей фирм.²¹ Те наблюдатели, которые ставят под сомнение адекватность вознаграждений, получаемых СЕО, указывают на факт повышения курса акций (что стимулирует этих управляющих) в результате действий квалифицированных опытных инвесторов как на доказательство важного значения стимулирования высших руководителей для обеспечения успешной деятельности фирм. Это положение подтверждается и тем, что при концентрации прав собственности в руках профессиональных собственников, владеющих фирмами, приобретенными с помощью заемного капитала, новые владельцы жестко связывают вознаграждения руководящих работников с результатами деятельности этих фирм, предоставляя руководителям значительные пакеты акций. Далее сторонники этой точки зрения доказывают, что стимулы, обеспечиваемые менеджерам в большинстве крупных корпораций, слишком слабы, чтобы считаться оптимальными. Для того чтобы оценить эти противоположные точки зрения, необходимо проанализировать, к какому типу поведения требуется побудить высших руководителей фирм и с какими

¹⁸ *Murphy K. J.* Top Executives Are Worth Every Nickel They Get // *Harvard Business Rev.* 1986. March—Apr. P. 125–132.

¹⁹ Даже 25 наиболее высокооплачиваемых руководителей из списка журнала «Forbes» за 1990 г. получили в среднем лишь 2.26 дол. из каждой тысячи долларов дохода своих компаний и 30.20 дол. из каждой тысячи долларов прибыли. Напомним, что речь идет о *самых высокооплачиваемых* в данном году руководителях и что в любом году зарработки наиболее высокооплачиваемых работников, как правило, завышаются за счет включения в их состав элементов отсроченного вознаграждения.

²⁰ См., например, замечания Майкла С. Дженсена: *Jensen M. C.* A Roundtable Discussion of Management Compensation // *Midland Corporate Finance Journ.* 1985. Vol. 2. Winter. P. 32. См. также: *Jensen M. C., Murphy K. J.* CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How // *Harvard Business Rev.* 1990. May—June. P. 138–153.

²¹ Х. Техраниан и Дж. Верелейн (*Tehrani H., Waeglein J.* Market Reaction to Short-Term Executive Compensation Plan Adoptions // *Journ. Accounting a. Econ.* 1985. Vol. 7. Apr. P. 131–144) установили, что после объявления о введении системы стимулирования высшего руководителя, увязывающей его заработок с балансовыми доходами, цены акций повышались в среднем на 11%. Джеймс Брикли, Санджай Бхагат и Рональд С. Лиз (*Brickley J., Bhagat S., Lease R. C.* The Impact of Long-Term Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth // *Ibid.* P. 151–174) установили, что введение систем долгосрочного стимулирования обеспечивало увеличение непосредственного дохода акционеров на 2%.

искушениями они могут сталкиваться, а также рассмотреть имеющиеся данные о фактической силе этих стимулов и их воздействии на руководителей.

Задачи и искушения, с которыми сталкиваются высшие руководители

Высшие руководители фирм имеют на редкость широкий круг обязанностей и обладают большой свободой выбора при определении своего образа действий, а также целей фирм и их политики. Поэтому любая система, имеющая целью обеспечить надлежащее стимулирование этих руководителей, возможно, должна будет учитывать не только какой-либо один аспект их поведения, например интенсивность их работы, но и распределение их времени и усилий между различными направлениями деятельности. Какую цель в первую очередь должны преследовать решения, принимаемые руководителями? Увеличение доли рынка, контролируемого фирмой? Рост объема продаж, активов или числа работников? Стабильность доходов или коллектива? Повышение балансовых норм дохода на активы или акционерный капитал? Долгосрочный рост цены акций? Или любую другую из множества подобных целей? Как будут сбалансированы эти аспекты? Не будет ли все внимание руководителей поглощаться экологическими проблемами, отношениями с жителями тех районов, где действует фирма, или проблемами, связанными с политикой государства, и не повлияет ли это на политику корпораций? В любом из этих аспектов оптимальный выбор не является изначально очевидным, даже если руководитель и считает, что фирмой следует управлять в интересах акционеров.

Даже в тех случаях, когда нет никаких сомнений относительно желательного образа действий, остается неопределенным, станет ли руководитель придерживаться этого образа действий. Будет ли он решать вопросы найма и продвижения работников исходя из соображений эффективности или же станет покровительствовать своим фаворитам? Станет ли он избавляться от излишних издержек и неприбыльных видов деятельности, даже если для этого потребуются суровые решения, которые создадут ему репутацию жестокого или даже бессердечного человека? Будет ли он рисковать тогда (и только тогда), когда риск может принести выгоду корпорации? Будет ли он отказываться от неоправданных с точки зрения экономики привилегий? Не станет ли он осуществлять инвестиции и приобретения в ущерб рентабельности фирмы? Что он будет делать в случае максимизирующей стоимости фирмы попытки враждебного поглощения другой компанией — искренне стараться добиться наилучших условий, даже если переход этой фирмы в другие руки может стоить ему места, или же станет сопротивляться такой попытке, исходя из эгоистических интересов — стремления удержать за собой свое кресло?

При таком обилии подлежащих учету аспектов попытки охарактеризовать надлежащий образ действий руководителей сталкиваются с очевидной трудностью — отсутствием достаточного числа разнообразных инструментов, необходимых для решения данной задачи.

Максимизация стоимости и стимулы

Принцип максимизации стоимости фактически несколько упрощает задачу мотивации высших руководителей: их необходимо ориентировать на максимизацию стоимости фирмы. Далее, если исходить из часто применяемого

допущения, то вопрос о том, максимизируют ли руководители стоимость или нет, решается достаточно просто.

Допустим, что рынки капитала эффективно аккумулируют информацию в том смысле, что цены (курсы) ценных бумаг полностью отражают имеющуюся у всех субъектов информацию, позволяющую прогнозировать будущие доходы. (Это предположение именуется *сильной формой гипотезы эффективности рынков* и более подробно рассматривается в главе 14). Более умеренные формы этой гипотезы, предполагающие, что в ценах отражена вся общедоступная информация, в значительной мере подтверждаются эмпирическими данными: цены, по которым осуществляются сделки с акциями, в первую очередь определяются наилучшими расчетами опытных, квалифицированных инвесторов, которые специализируются на оценке планов и перспектив фирм и выдаче рекомендаций инвесторам. Согласно этой гипотезе, реакция рынка на различные шаги, предпринимаемые фирмой, представляет собой наилучшую возможную характеристику влияния этих шагов на процесс создания экономической стоимости: если рынок считает, что новая политика или стратегия фирмы увеличивает общую стоимость, то он соответствующим образом повысит рыночную стоимость данной фирмы. При таких условиях стимулирование руководителей фирм должно быть организовано таким образом, чтобы побуждать их *максимизировать рыночную стоимость* своих фирм.

Если исходить из столь сильной эффективности рынков и считать, что выполняются все условия принципа максимизации стоимости, то данный рецепт — максимизировать рыночную стоимость фирмы — обладает очевидной привлекательностью. Независимо от того, в чьих интересах по вашему мнению должна управляться фирма, оптимальный образ действий заключается в том, чтобы в максимально возможной степени увеличивать тот общий пирог, который должен быть поделен между претендентами; и если рынок свободно сигнализирует об увеличении или уменьшении этого пирога, то необходимо следовать указаниям рынка.

Однако предположим, что трансферты затруднены, или что выработке договоренностей препятствуют информационная асимметрия и другие транзакционные издержки, или что решения руководителей в значительной мере основаны на частной информации, недоступной для рынка. Что произойдет в этом случае? Ясно, что максимизация рыночной стоимости не может быть эффективным вариантом, если рынок игнорирует какую-то частную информацию, которой обладают менеджеры фирм. Максимизация рыночной стоимости может оказаться неэффективным решением и в том случае, когда из-за существования издержек переговорного процесса данная стоимость не отражает интересы всех сторон, затрагиваемых решениями управляющих фирм.

Несомненно, эта проблема намного упрощается тогда, когда фирма действительно управляется в интересах ее владельцев. В этом случае (по-прежнему исходя из того, что рыночная стоимость фирмы в любой момент отражает наиболее точную оценку будущих денежных потоков данной фирмы) *максимизация рыночной стоимости* вновь становится оптимальным критерием оценки деятельности руководителей. Увязав заработки CEO со стоимостью фирмы, можно было бы направить его внимание именно на эту первоочередную задачу.

Эмпирические данные о результатах и оплате

Предположения, согласно которым руководители должны стремиться максимизировать рыночную стоимость фирмы, а системы стимулирования должны поощрять такое поведение, не допуская при этом чрезмерных издержек, лежат в основе многих систематических эмпирических исследований на тему «Результаты работы руководителей и их заработной платы».

«ЗОЛОТЫЕ ПАРАШЮТЫ» И ФОНДОВЫЙ РЫНОК

«Золотыми парашютами» называют контракты, которые гарантируют крупные выходные пособия высшим руководителям фирм, теряющим свои посты или увольняющимся после слияния или враждебного поглощения. Эти контракты получили очень широкое распространение в США в 80-е гг. — в особенности по мере нарастания угрозы успешных враждебных поглощений в этом десятилетии. Крупнейшие «золотые парашюты» приносили своим обладателям громадные суммы: Ф. Росс Джонсон, бывший главный администратор «RJR Nabisco», после скупки акций его фирмы за счет заемного капитала, организованной компанией «Kohlberg, Kravis and Roberts», получил 53.8 млн дол., еще 45.7 млн дол. получил вице-председатель правления «RJR Nabisco».

«Золотые парашюты» часто подвергались резкой критике как один из образцов алчности руководителей корпораций, которым потакают послушные члены советов директоров. Критики, кроме того, утверждали, что они ослабляют заинтересованность руководителей в успехах фирм, смягчая угрозу, связанную с перспективой увольнения в случае, если плохо управляемая компания перейдет в руки других владельцев. С другой стороны, защитники «золотых парашютов» утверждали, что они приносят пользу с точки зрения совмещения интересов руководителей фирм и акционеров. Такие выходные пособия помогают удерживать руководителей фирм от сопротивления попыткам осуществить враждебные поглощения, выгодные для акционеров, но в то же время связанные с личными издержками для данных руководителей.

Один из возможных способов проверки этих двух противоположных точек зрения заключается в том, чтобы проанализировать реакцию фондового рынка на распространение практики «золотых парашютов». В ходе одного исследования изучение данных за период с 1975 по 1982 г. показало, что цены акций фирм, объявлявших о введении таких систем, в периоды непосредственно перед этими объявлениями и после них возрастали быстрее, чем можно было бы ожидать исходя из всех прочих факторов. Таким образом, рынок — по крайней мере в тот период — благоприятно реагировал на введение систем «золотых парашютов». Сопоставимые данные по более поздним периодам отсутствуют.

Однако эта благоприятная реакция рынка не обязательно свидетельствует о том, что «золотые парашюты» действительно отвечают интересам акционеров. Проблема здесь заключается в том, что введение «золотых парашютов» может быть воспринято рынком как сигнал о том, что руководители фирмы и ее правление располагают частной информацией относительно того, что их фирма, скорее всего, станет объектом попытки враждебного поглощения. Поскольку акционеры фирм, ставших объектами успешных враждебных поглощений в начале 1980-х гг., получили при этом доход, составлявший в среднем 40–50%, любое указание на повышенную вероятность враждебного поглощения неизбежно должно было вызывать рост цены соответствующих акций, даже если данные «золотые парашюты» сами по себе и не отвечали интересам акционеров.

Источник: Lambert R. A., Larcker D. F. Golden Parachutes, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth // Journ. Accounting & Econ. 1985. Vol. 7. Apr. P. 179–204.

Зарботки руководителей и размер организации. Наиболее четко определенная закономерность в области оплаты труда руководителей состоит в том, что зарботки руководителей возрастают вместе с увеличением размеров возглавляемых ими организаций. Одно исследование за другим приносили один и тот же результат, причем величина этого эффекта для различных фирм, отраслей, стран и периодов отличается замечательной стабильностью. Увеличение объема продаж на 10% приводит к повышению зарботков руководителей (оклад плюс премия) примерно на 2–3%.²² Более крупные фирмы больше платят своим руководителям, и когда фирма растет, соответственно возрастают зарботки руководителей. Познакомившись с материалами различных исследований, один наблюдатель даже высказал предположение о том, что обнаружена некая новая «универсальная константа».

Некоторые исследователи утверждали, что эта связь между размерами фирмы и зарботками руководителей создает стимул, побуждающий менеджеров уделять внимание в первую очередь увеличению объема продаж, а не стоимости фирмы, поскольку больший объем продаж означает большие зарботки. Однако такая мотивировка не является единственно возможной. В частности, если предельная стоимость наличия дополнительных способных работников возрастает вместе с размерами организации (поскольку таланты этих людей могут повлиять на большее количество работников и решений) и если распределение руководителей является эффективным, то более крупные организации будут больше платить руководителям потому, что они располагают большим количеством способных работников, создающих более крупный экономический эффект. Следовательно, связь между размерами фирмы и зарботками руководителей едва ли может служить убедительным доказательством отсутствия связи между зарботками и результатами работы.

Зарботки и результаты. Фактические статистические данные убедительно подтверждают, что зарботки высших руководителей зависят от результатов деятельности фирмы. Безусловно, нетрудно найти отдельные примеры отсутствия значительной очевидной связи между этими параметрами, в особенности в многочисленных материалах о зарботках руководителей, появляющихся в прессе. Зарботки какого-нибудь CEO, зачастую и ранее бывшие высокими, могут возрастать год за годом, в то время как прибыли его фирмы уменьшаются, а цена акций катастрофически падает. Однако можно найти и примеры весьма явной связи между зарботками и результатами. Один из них приводится во врезке, посвященной Майклу Эйснеру из фирмы «Walt Disney». Во всяком случае общая закономерность заключается в том, что зарботок руководителя зависит от результатов деятельности фирмы.

Для тех случаев, когда результаты деятельности фирмы измеряются *расчетной нормой дохода* (отношением расчетной, т. е. бухгалтерской, прибыли к балансовой стоимости активов, выраженным в процентах), подсчитано, что при увеличении расчетной нормы дохода на 1% зарботки высших руководителей фирмы возрастают на 1–1.25%. Альтернативной характеристикой результатов деятельности фирмы является *норма дохода акционера* (сумма дивидендов и любого изменения в цене акций за данный год, деленная на цену акций на начало года, в процентах). Для этого показателя величина

²² Rosen Sh. Contracts and the Market for Executives // Working Paper N 3542. National Bureau of Economic Research, 1990.

данного эффекта оказывается меньшей примерно в 10 раз, однако она остается статистически значимой и опять-таки на редкость стабильной для различных выборок данных. Увеличение нормы дохода акционера на 1% повышает заработок СЕО (оклад плюс премия) на 0.1–0.16%.²³

Интенсивность стимулирования управляющих высшего ранга. Таким образом, для СЕО, зарабатывающего в виде оклада и премий 1 млн дол. в год, в фирме, которая обеспечивает своим акционерам рыночный 10%-ный доход, увеличение этого дохода до 11% статистически связано с увеличением заработка на 1000–1600 дол. Если стоимость акций компании составляла, например, 1 млрд дол., то 1%-ный прирост дохода означает, что состояние акционеров увеличилось на 10 млн дол. Каждая дополнительная тысяча долларов, заработанная для акционеров, увеличивает заработок СЕО примерно на 10–16 центов. Такое стимулирование нельзя назвать очень интенсивным. Более того, интересное исследование, выполненное недавно Майклом Дженсеном и Кевином Мэрфи, показало, что в крупных фирмах стимулы, которыми поощряются СЕО, являются еще менее ощутимыми.²⁴

Вместо того чтобы рассчитывать процентное соотношение между изменениями доходов акционеров и вознаграждений высших руководителей, Дженсен и Мэрфи рассчитали изменение заработков СЕО как линейную функцию изменений состояния акционеров, которое, в сущности, представляет собой сумму дивидендов, выплаченных в течение года, и изменения рыночной стоимости обыкновенных акций фирмы. Согласно их расчетам, каждая дополнительная тысяча долларов, заработанная для акционеров, увеличивает заработок СЕО всего на 1.35 цента. Сравнивая эту цифру с теми, что были приведены в предыдущем абзаце, мы видим, что она на порядок меньше тех значений, которые были получены посредством регрессионного анализа изменений заработков в зависимости от нормы дохода.

ОПРАВДАВШИЙ СЕБЯ СТИМУЛИРУЮЩИЙ КОНТРАКТ УПРАВЛЯЮЩЕГО ВЫСШЕГО РАНГА

В начале 80-х гг. фирма «Walt Disney Company» находилась в тяжелом положении. Под руководством членов семьи покойного основателя компании ее проекты в области кинопроизводства нечасто оказывались удачными, показатели прибыли и цены акций находились на уровне ниже среднего, и казалось, что фирма растранижает свои ресурсы. Дело дошло до того, что компания выплатила *отступные* в размере 31 млн дол. одному скупщику акций, выкупив

²³ Ibid. Разумеется, доход акционера может в первую очередь определяться изменениями цены акций, которые объясняются не столько специфическими для данной компании причинами, сколько общим состоянием фондового рынка. Это позволяет предположить, что при определении размеров вознаграждений руководителей фирм следует использовать относительные оценки результатов, что помогает исключить те элементы дохода, которые не связаны с деятельностью данной фирмы. Учитывается ли это на практике советами директоров компаний или нет, до конца не ясно, хотя некоторые исследователи предполагают, что такой подход в настоящее время становится преобладающим. См.: Gibbons R., Murphy K. J. Relative Performance Pay for Chief Executive Officers // *Industr. a. Labor Relations Rev.* 1990. Vol 43. Febr. P. 30S–51S.

²⁴ Jensen M. C., Murphy K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives // *Journ. Polit. Econ.* 1990. Vol. 98. Apr. P. 225–264.

аккумулированные им ценные бумаги «Walt Disney Company» по цене выше рыночной в обмен на обещание оставить фирму в покое.

В 1984 г. на должность CEO «Walt Disney Company» был приглашен Майкл Д. Эйсер, ранее работавший в другой гигантской фирме, действующей в сфере развлечений, — «Paramount». Контракт, заключенный между Эйсером и «Walt Disney Company», предусматривал выплату ему базового оклада в размере 750 000 дол. в год, т. е. весьма скромной по голливудским стандартам суммы. Однако по условиям контракта Эйсер, кроме того, имел право на получение ежегодной премии, равной 2% дополнительной прибыли, полученной фирмой сверх той суммы, которая обеспечивает 9%-ный доход на собственный капитал. В момент прихода Эйсера в фирму ее прибыли не обеспечивали такой 9%-ной доходности. Кроме того, Эйсер получил опционы на право приобретения 2 млн акций «Walt Disney Company» по цене 14 дол. за акцию.

Эйсер вдохнул жизнь в увядавшую фирму. За время его руководства доход на собственный капитал возрос до 25%, а цена акций подскочила до 84 дол. за акцию. В 1988 г. Эйсер реализовал свои опционы, заработав на этом 32.6 млн дол.

В 1989 г. он заключил новый контракт с «Walt Disney Company». По этому контракту его оклад в течение 10 лет будет по-прежнему составлять 750 000 дол. в год, однако он сохранил за собой право на получение 2% дополнительной прибыли — правда, теперь нормативный уровень дохода на собственный капитал повышен до 11%. Кроме того, Эйсер получил новые фондовые опционы, дающие ему право приобрести 1.5 млн акций по цене 69 дол. за акцию (рыночная цена акций «Walt Disney Company» на момент заключения нового контракта) и еще 500 тысяч по цене 79 дол. за акцию.

В 1989 г. премиальные, выплаченные Эйсеру, составили приблизительно 7.5 млн дол., а в 1990 г. — 10.5 млн дол. Доходы компании в 1990 г. составили 6 млрд дол., а ее прибыль равнялась 820 млн дол.

Источники: *Crystal G.* CEO Compensation : The Case of Michael Eisner // Foulkes F. K. (Ed.). *Executive Compensation: A Strategic Guide for the 1990s*. Boston : Harvard Business School Press, 1991. См. также данные из обзоров журналов «Business Week» и «Forbes».

Разумеется, финансовое положение CEO зависит не только от размеров его оклада и премий, но и от многих других элементов. Для того чтобы учесть эти элементы, Дженсен и Мэрфи оценивали влияние изменений общего состояния акционеров (определяемого, как указано выше) на изменение состояния CEO (с учетом оклада, премий и изменения стоимости фондовых опционов), а также учитывали изменения стоимости акций фирмы, принадлежащих такому управляющему, и оценивали прочие возможные долговременные воздействия увеличения текущего заработка на будущие заработки и пенсионные выплаты. Даже с учетом влияния результатов деятельности фирмы на вероятность увольнения высшего руководителя наибольший полученный прирост богатства такого руководителя составил 3.25 дол. на каждую тысячу долларов прироста состояния акционеров. Более того, для более крупных фирм этот показатель оказался значительно ниже. Для фирм из верхней половины выборки (ранжированной по рыночной стоимости) данная величина составляла в среднем 1.85 дол. на тысячу долларов дополнительного богатства акционеров, а для фирм из нижней половины списка — 8.05 дол. Прирост богатства CEO по большей части достигался за счет подорожания принадлежащих им акций соответствующих фирм, чья сто-

имость, естественно, изменялась в точном соответствии с общим богатством акционеров. Из общего прироста богатства СЕО 3.25 дол. 2.50 дол. пришлось на повышение курса акций, и разница в величине прироста между мелкими и крупными фирмами в значительной мере объяснялась тем, что в мелких фирмах СЕО обычно владеют большей долей акций своих фирм. В целом по выборке те факторы, которые контролируются советом директоров фирмы, — оклады, премии, фондовые опционы и вероятность увольнения в связи с неудовлетворительными результатами — обеспечили увеличение богатства СЕО всего на 75 центов в расчете на тысячу долларов прироста богатства акционеров.

Является ли стимулирование управляющих высшего ранга неадекватным? Дженсен и Мэрфи доказывают, что такая связь между заработками СЕО и результатами деятельности фирм слишком слаба для того, чтобы обеспечивать адекватное стимулирование достижения желательных результатов. В качестве примера рассматривается случай, когда СЕО решает вопрос об использовании ресурсов фирмы размером в 1 млн дол. для осуществления какого-то нравящегося ему проекта — скажем, для финансирования новой кафедры в университете, где он когда-то учился. Если не принимать во внимание склонность избегать риска, высший руководитель, находящийся в середине выборки (т. е. такой высший руководитель, чьи стимулы слабее, чем у одной половины СЕО в данной выборке, но сильнее, чем у другой половины), сочтет непосредственно оправданным расходование 1 млн дол. из средств акционеров для реализации проекта в том случае, когда данный проект обеспечит ему личное удовлетворение ценностью в 3250 дол. Если же этот руководитель не владеет существенной долей акций своей фирмы, данная величина снижается до 750 дол., что меньше однодневного заработка «серединного» СЕО в данной выборке. Если не касаться моральной стороны вопроса, то возможность подобного расходования средств акционеров может оказаться достаточно соблазнительной. Разумеется, такие вычисления могут быть выполнены и для менее крупных денежных сумм.

Дженсен и Мэрфи рассматривают также и различные факторы, которые теоретически могли бы ограничивать интенсивность стимулирования СЕО. Снижению интенсивности стимулирования должны способствовать склонность избегать риска и ограниченные размеры богатства СЕО. Еще одна причина малой зависимости зарплаток руководителей от благосостояния акционеров — это несовершенство измерения результатов: цены акций зависят не только от усилий управляющих фирм, но и от большого числа иных факторов. Существуют и другие причины того, что руководители могут добросовестно служить интересам акционеров без дополнительного стимулирования: адекватность нефинансовых стимулов, озабоченность СЕО своей рыночной ценностью как менеджеров или угроза враждебного поглощения. Однако Дженсен и Мэрфи считают все эти объяснения неубедительными. Далее они утверждают, что для улучшения деятельности корпораций необходима гораздо более тесная привязка богатства СЕО к благосостоянию акционеров, для чего необходимо гораздо шире использовать вознаграждения, выплачиваемые в форме акций (т. е. ограниченные фондовые вознаграждения).²⁵

²⁵ Jensen M. C., Murphy K. J. CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How // Harvard Business Rev. 1990. May—June. P. 138—153.

Контраргументы. Анализ Дженсена и Мэрфи и их рекомендации привлекли к себе внимание и вызвали критические замечания как в академических кругах, так и со стороны практиков. Ученые сосредоточили свое внимание на эконометрических и теоретических вопросах. Приводились убедительные аргументы, позволяющие предположить, что по крайней мере первый из расчетов Дженсена—Мэрфи — тот, что касался изменений суммы оклада и премий в зависимости от доходов акционеров, — мог основываться на некорректной функциональной зависимости между этими двумя переменными, чем и объясняется тот факт, что результаты Дженсена—Мэрфи на порядок отличаются от результатов более ранних исследований.²⁶ Однако более убедительными кажутся доводы тех, кто утверждает, что многоплановый характер работы СЕО должен означать не слишком строгую связь между интенсивностью стимулов и динамикой цен акций.

Увязка заработков руководителей с курсом акций несомненно способствует предотвращению непроизводительных расходов на обеспечение чрезмерных привилегий и «строительство империй». Однако, помимо этого, у фирм есть и другие поводы для беспокойства и другие направления мотивации работников. Даже если исходить из гипотезы эффективности рынков капитала, все же представляется очевидным, что текущие доходы оказывают влияние на представления рынка о долгосрочных перспективах фирм и соответственно на цены их акций (см. главу 14). В таком случае увязка заработков с ценами акций может побуждать руководителей отдавать предпочтение инвестициям, имеющим чересчур краткосрочную направленность. (Разумеется, если рынки не являются эффективными, привлекательность цены акций как характеристики результата работы руководителя становится еще более сомнительной). Чрезмерная зависимость заработков от курса акций, кроме того, может отрицательно сказываться на готовности руководителей к осуществлению рискованных, но выгодных инвестиций. Использование фондовых опционов несколько смягчает эту проблему (в этом случае руководитель не несет финансовых потерь при неудачном исходе инвестиционного проекта, однако в случае его успеха получает определенную долю соответствующих выгод), однако данные системы могут поощрять чрезмерно рискованные операции. Далее, балансовые показатели могут быть использованы для того, чтобы держать под контролем тенденцию к злоупотреблению привилегиями, и, следовательно, они также должны учитываться при определении размеров вознаграждения наряду с ценами акций. Как следует из принципа равного вознаграждения, интенсивное стимулирование некоторых видов деятельности создает угрозу неправильного отношения руководителей к другим видам деятельности, которые могут иметь не менее важное значение. В этом контексте слабая зависимость заработков от цены акций может оказаться оптимальным вариантом.²⁷

Другие критические замечания по поводу концепции Дженсена—Мэрфи исходят от тех, кого и ранее беспокоила чрезмерно высокая, неэффективная оплата труда руководителей. Эти критики отмечают очевидную тенденцию — правления корпораций вводят новые формы вознаграждений СЕО, не корректируя размеры уже существующих вознаграждений. В свете этого реко-

²⁶ *Rosen Sh. Contracts and the Market...*

²⁷ *Holmstrom B. Comment on Sh. Rosen «Contracts and the Market for Executives» // Yale University, School of Organization and Management, 1990.*

мендация усилить связь между богатством СЕО и благосостоянием акционеров при помощи выплаты первым вознаграждений в форме ценных бумаг звучит как приглашение дарить таким управляющим крупные пакеты акций и тем самым еще больше обогатить за счет акционеров и без того высокооплачиваемых руководителей фирм.

Влияет ли оплата труда управляющих высшего ранга на результаты деятельности фирмы?

Разумеется, наделение руководителей фирм акциями могло бы оказать оправданным, если бы оно приводило к такому улучшению результатов деятельности фирмы, которое компенсировало бы снижение средней стоимости этих акций. Здесь мы сталкиваемся с фундаментальным вопросом: *оправдывает ли себя на практике стимулирование руководителей?* Зарботки руководителей могут зависеть от результатов работы или не зависеть от них, но суть проблемы не в этом, а в том, способствует ли стимулирование руководителей улучшению деятельности корпораций. Этот вопрос в свою очередь слишком сложен для того, чтобы можно было решить его эмпирическим путем. Данной проблеме было посвящено относительно небольшое число исследований, и их результаты не поддаются однозначному истолкованию.

Статистический анализ. Дженсен и Мэрфи представили данные (правда, эти данные ограничены), свидетельствующие о том, что рыночные цены акций тех 25 компаний из их выборки, которые наиболее интенсивно стимулировали своих руководящих работников, превышали цены акций компаний с наименее интенсивным стимулированием руководителей на существенную, статистически значимую величину.²⁸ Однако Грейф Кристал, пользуясь исключительно данными Дженсена—Мэрфи, показал, что различие в интенсивности стимулирования не имеет или почти не имеет отношения к различиям в результатах деятельности фирм.²⁹

Эти результаты не обязательно противоречат друг другу. Величина зарботков руководителей может влиять на результат деятельности и фактически, и статистически (т. е. связь между этими двумя параметрами является слишком тесной, чтобы ее можно было убедительно объяснить чистой случайностью), но это влияние может полностью поглощаться влиянием других параметров. В этом случае увеличение зависимости заработка от результата будет способствовать улучшению результата в вероятностном смысле, однако это улучшение вполне может быть сведено на нет другими факторами. Тем не менее, если рассматривать только крайние случаи, эта связь может оказаться очевидной.

Кроме того, существуют определенные сложности и при интерпретации реакции рыночных цен акций на различные системы оплаты труда руководителей. Например, если рынок уверен в том, что какое-то нововведение в

²⁸ Jensen M. C., Murphy K. J. Letter to the Editor // Harvard Business Rev. 1990. July—Aug. P. 190—191.

²⁹ Crystal G. The Great CEO Sweepstakes // Fortune. 1990. 16 June. P. 94—102; The Crystal Report on Executive Compensation. 1990. Vol 2. May—June. (Кристал в прошлом руководил крупнейшей консультационной фирмой, специализирующейся на вопросах оплаты труда, а в настоящее время преподает в Калифорнийском университете (Беркли). «Crystal Report» — информационный бюллетень, издаваемый им в Напе, штат Калифорния).

этой области обеспечит улучшение будущих результатов фирмы, цена акций фирмы немедленно возрастет, отражая ожидаемую величину данного эффекта. Впоследствии курс акций фирмы не будет чем-либо выделяться, поскольку все выгоды были реализованы вначале, когда цена акций изменялась таким образом, чтобы сделать их ожидаемую доходность не более чем конкурентоспособной по отношению к другим инвестиционным возможностям. Ввиду этого может оказаться затруднительным выявить какие-либо различия в динамике цен акций между фирмами, использующими высокоинтенсивное стимулирование руководителей, и фирмами, не прибегающими к стимулированию, если только имеющиеся данные не охватывают период внедрения таких систем стимулирования.

Однако более фундаментальное значение имеет тот факт, что ни расчеты Дженсена и Мэрфи, ни регрессионный анализ Грейфа Кристала в действительности не являются оптимальными способами проверки наличия связи между оплатой труда руководителей и результатами фирм. Более эффективный метод состоит в том, чтобы проследить за изменениями в интенсивности стимулирования и за изменениями результатов фирм в последующие периоды. Такая работа недавно была проделана Джоном Эбоудом, собравшим данные о заработках примерно 16 000 руководящих работников 250 крупных корпораций США за период с 1981 по 1986 г.³⁰ Его исследование свидетельствует о том, что увеличение зависимости заработков руководителей (оклады и премии) от текущих результатов деятельности корпораций приводит к улучшению будущих результатов в статистически значимом масштабе: при увеличении зависимости ежегодного увеличения окладов руководителей или размеров их премий в данном году от текущей нормы дохода акционера в следующем году отмечалось повышение нормы дохода акционера. Однако в работе Эбоуда не учитываются системы долгосрочного стимулирования и не исследуется их влияние. Такое исследование представляется желательным, однако сбор необходимых для него данных потребовал бы колоссальных усилий.

Международные сравнения. Совершенно иное отношение к вопросу о влиянии стимулирования СЕО на результаты деятельности фирм и об оправданности соответствующих затрат складывается, если обратиться к опыту Германии и Японии, где долгосрочное стимулирование руководителей фирм, распространенное в США, не применяется или используется в незначительном масштабе; тем не менее крупные фирмы этих стран, по общему мнению, работают намного эффективнее, чем их американские конкуренты. Так, американский статистик У. Эдвардс Демминг, чьи методы контроля качества широко используются в обрабатывающей промышленности Японии, критикует большинство систем стимулирования за их непроизводительность. По мнению Демминга, эти системы фокусируют внимание руководителей на небольшом наборе количественных показателей, а не на долгосрочном благополучии фирм. Высшие руководители различных японских фирм также весьма критически отзывались о существующей в США практике оплаты труда руководящих работников.³¹

³⁰ *Abowd J. M. Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance? // Industr. a. Labor Relations Rev. 1990. Vol 43. Febr. P. 52S-73S.*

³¹ *Linden D. W., Contavespi V. Incentivize Me, Please // Forbes. 1991. 27 May. P. 208-212.*

Несомненно, такое очевидное отсутствие связи (на международном уровне) между масштабами стимулирования руководителей фирм и реальными результатами их деятельности выглядит довольно интригующе, и изучение этой загадки имеет немаловажное значение. Тем не менее внедрение японской системы оплаты труда в условиях Северной Америки представляется нецелесообразным. Во-первых, обязанности высшего руководителя японской фирмы заметно отличаются от обязанностей главного администратора американской компании. В японских фирмах полномочия по принятию решений и ответственность за них традиционно распределяются между различными иерархическими уровнями. Планы и предложения зарождаются на низших уровнях и прокладывают себе дорогу в кабинеты руководителей путем выработки консенсуса. Японские фирмы не приглашают удачливых руководителей со стороны для решительной перестройки своей деятельности. В японской системе CEO обязан представлять компанию и ее ценности, а не управлять ею в американском понимании этого слова. Во-вторых, японские фирмы управляются не в интересах их акционеров. Японские CEO даже не считают нужным отрицать этот факт хотя бы на словах: интересы работников фирм (сохранение рабочих мест, возможности повышения благосостояния и т. д.) рассматриваются ими как по крайней мере не менее важные, чем интересы акционеров. Это подразумевает, что «долгосрочное благополучие компании», которое беспокоит Демминга, в Японии ставится на первое место. Однако нельзя с абсолютной уверенностью утверждать, что именно такой тип деятельности фирм является оптимальным, по крайней мере в условиях Северной Америки. В-третьих, наиболее трудный для промышленности США период, когда столь резко упала ее конкурентоспособность на международных рынках, имел место еще до внедрения популярных в настоящее время систем долгосрочного стимулирования. В то время заработки руководителей в США в гораздо меньшей степени зависели от благосостояния акционеров. Почему же возврат к практике тех времен должен как-то улучшить положение в американской промышленности?

Приложение и выводы

Определить, является ли стимулирование CEO адекватным и оптимальным, очень трудно. 3.25 дол. за каждую тысячу долларов, заработанных ими для акционеров, — адекватный ли это стимул или нет? Или на самом деле речь должна идти о тех миллионах долларов, которые высшие руководители корпораций получают за то, что заседают в роскошных кабинетах, летают на фирменных самолетах и решают судьбы неведомых им простых работников? Трудно даже хотя бы решить, как сформулировать этот вопрос.

Даже если высокие заработки руководителей в целом хорошо обоснованы соображениями мотивации, могут вызывать озабоченность отдельные случаи, когда о таком объяснении явно не может быть и речи. Возможно, что в целом заработки руководителей зависят от результатов деятельности фирм и что эти результаты в свою очередь улучшаются благодаря стимулированию руководителей. Возможно даже, что системы оплаты труда руководителей в среднем являются достаточно продуманными и дифференцированными. Тем не менее, вне всякого сомнения, существует немало примеров, когда действовавшие системы стимулирования CEO вряд ли побуждали их к чему-либо,

помимо преследования своекорыстных интересов. Более того, зачастую советы директоров не только не мешали таким управляющим вести свои фирмы к упадку и даже к краху, но и постоянно щедро увеличивали их оклады и премии.

Возникает вопрос: существуют ли другие механизмы, которые могли бы гарантировать, что такие ситуации будут нечастыми и непродолжительными? Разумеется, если считать, что преобладающие в настоящее время системы оплаты труда СЕО, позволяя им получать громадные суммы, не обеспечивают их адекватной мотивации, то вопрос о возможности существования иных механизмов регулирования поведения руководителей приобретает еще более важное значение.

РЕЗЮМЕ

При рассмотрении вознаграждения руководящих работников помимо общих проблем, охарактеризованных в предыдущей главе, посвященной оплате труда и мотивации, мы сталкиваемся с рядом специфических вопросов. Многие из них связаны с формой и размерами вознаграждений СЕО в крупных фирмах США.

В 80-е гг. заработки СЕО в крупнейших корпорациях США росли в четыре раза быстрее (в процентном исчислении), чем средняя заработная плата наемного работника. Эта тенденция, по-видимому, в значительной мере объясняется широким распространением систем долгосрочного стимулирования, связывавших заработки руководителей с курсами акций их фирм на фондовом рынке. Такие системы редко используются в менее крупных компаниях (за исключением индивидуальных фирм, где учредитель фирмы является и ее главным администратором и сохраняет за собой существенную долю акций фирмы). Нечасто используются такие системы и в Европе и Азии. Во всяком случае, абсолютная величина общего заработка СЕО в крупных американских корпорациях в настоящее время приближается к 2 млн дол. в год, а соотношение между этим заработком и средней заработной платой рабочего в несколько раз выше, чем в других ведущих индустриальных странах и в менее крупных фирмах США.

Заработки руководителей среднего звена до сих пор возрастали значительно медленнее, чем заработки их боссов. Системы стимулирующей оплаты труда по результатам работы, по-видимому, играют все более важную роль и в этом звене управления, однако здесь их значение пока все еще гораздо меньше, чем на более высоких уровнях администрации корпораций. Это соотношение соответствует прогнозам как теории конкурсов, используемых в качестве механизмов стимулирования для претендентов на продвижение по службе, так и теории стимулирующих контрактов. Согласно первой из них, по мере приближения работника к вершине иерархической лестницы косвенные стимулы, связанные с продвижением, должны заменяться прямыми стимулами. В соответствии же со второй теорией стимулирование должно быть более интенсивным там, где усилия работника оказывают большее предельное влияние на рентабельность фирмы и где работник в большей степени способен реагировать на усиление стимулов. Оба этих условия, по всей вероятности, выполняются прежде всего на высших уровнях административной

иерархии фирм. Еще одной важнейшей тенденцией в сфере оплаты труда менеджеров среднего звена в последнее время было изменение базы для определения величины окладов; цель этих перемен заключается в том, чтобы исключить некоторые извращенные стимулы, побуждающие данных руководителей раздувать штаты, что порой имеет место там, где заработная плата менеджера устанавливается исходя из количества людей, непосредственно ему подчиненных.

Отсроченное вознаграждение может играть особо важную роль при обеспечении надлежащей мотивации высших руководителей, поскольку результаты многих важнейших решений и действий данных руководителей становятся очевидными лишь по прошествии значительного времени. Однако в действительности существуют некоторые сомнения относительно ответственности руководителей за их решения и действия: как представляется, зачастую руководители покидают свои посты задолго до того, как становятся известными результаты их деятельности, и не несут никакой ответственности за результаты. Фактически эта тенденция может представлять собой реакцию на проблему соблюдения обязательств. В период, когда решения уже приняты, действия уже совершены, но их результаты еще не стали известными, страхование руководителя посредством устранения зависимости его заработка от результатов деятельности может оказаться выгодным с точки зрения обеспечения эффективности.

Создание у руководителей фирм заинтересованности в принятии выгодных, но рискованных решений — в особенности в сфере инвестиций — осложняется тем обстоятельством, что такие решения подвергают риску не только финансовый капитал собственников фирмы, но и человеческий капитал менеджеров, связанных с осуществлением соответствующих проектов. Успех проектов благоприятно отражается на оценках талантов и работоспособности этих менеджеров, но неудачи наносят ущерб их рыночной стоимости. Одним из возможных средств решения данной проблемы является использование эксплицитных контрактов, предусматривающих вознаграждение менеджеров за осуществление успешных инвестиционных проектов, но не наказывающих их за неудачные инвестиции. Такая асимметричная оплата может помочь преодолеть склонность менеджеров избегать риска, связанного со стоимостью их человеческого капитала, и создать у них заинтересованность в несении рисков, присущих инвестиционной деятельности. Такую роль, по существу, играют фондовые опционы руководителей, а также контракты, применяемые нефтяными компаниями для вознаграждения специалистов, занимающихся освоением месторождений нефти. В данном контексте полезным может оказаться и вознаграждение работника только за внесение им предложений, принятых руководством. Однако эти меры могут создавать у менеджеров чрезмерную заинтересованность в выбивании финансирования для различных проектов, в связи с чем может оказаться необходимой тщательная проверка инвестиционных предложений и потребуются использовать более строгие, чем в других случаях, критерии отбора инвестиционных проектов.

Заработки СЕО крупных американских фирм являются предметом оживленных дебатов. Некоторые наблюдатели считают размеры этих заработков неоправданно высокими: они рассматривают их как следствие алчности руководящих работников, которая не встречает отпора со стороны советов ди-

ректоров и даже поощряется ими. Других, напротив, тревожит то, что заработки руководящих работников корпораций недостаточно велики для того, чтобы привлекать на эти должности наиболее талантливых людей, которые предпочитают работать в инвестиционных банках, заниматься консультационной деятельностью или предпринимательством. Еще один повод для беспокойства заключается в том, что заработок СЕО не может служить адекватным финансовым стимулом, побуждающим руководителей фирм должным образом заботиться об интересах акционеров. Для того чтобы оценить аргументы, приводимые участниками этих дебатов, необходимо разрешить ряд непростых вопросов. Имеющиеся в нашем распоряжении в настоящее время данные позволяют предположить, что в среднем заработки СЕО зависят от результатов деятельности их фирм и что интенсивное стимулирование таких управляющих, основанное на учете этих результатов, оказывает позитивное влияние на деятельность фирм (по крайней мере в условиях США). Труднее судить о том, достаточно ли велика существующая зависимость заработков от результатов и оправдывает ли улучшение результатов, достигаемое при помощи стимулирования, сопряженные с ним издержки.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Превосходный (хотя и имеющий несколько специальный характер) обзор экономических аспектов оплаты труда руководящих работников можно найти в работе Шервина Роузена. Тематические материалы по данному вопросу, публикуемые ежегодно в конце весны и начале лета журналами «Business Week», «Fortune» и «Forbes», содержат свежую информацию об оплате труда руководителей, а также критические замечания по поводу чрезмерных выплат. То, каким образом в бюрократической структуре увеличение штатов приводит к увеличению загрузки работников, было показано Джейн Хэнневэй. Анализ склонности менеджеров избегать риска при принятии инвестиционных решений основан на работах Бенгта Холмстрема, а также Холмстрема и Джоан Рикари-и-Коста. Специальный выпуск журнала «Industrial and Labor Relations Review» (1990. Febr.) содержит ряд превосходных работ, посвященных оплате труда руководителей и ее связи с результатами деятельности фирм. Вопросы оплаты труда руководителей рассматриваются также в работе Бейкера, Дженсена и Мэрфи и в книге Лоулера (см. главу 12); ряд полезных работ по этой теме можно найти в сборнике, выпущенном под редакцией Фреда Фулкса.

ЛИТЕРАТУРА

- Foulkes F. K.* (Ed.). *Executive Compensation : A Strategic Guide for the 1990s.* Boston : Harvard Business School Press, 1991.
- Hannaway J.* Supply Creates Demands : An Organizational Process View of Administrative Expansion // *Journ. Policy Analysis a. Management.* 1987. Vol.7. P. 118-134.
- Holmstrom B.* Managerial Incentive Problems : A Dynamic Perspective // *Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck* // Helsinki, Finland : Swedish School of Economics, 1982.

Holmstrom B., Ricari i Costa J. Managerial Incentives and Capital Management // Quart. Journ. Econ. 1986. Vol 101. P. 835–860.

Rosen S. Contracts and the Market for Executives // Working Paper N 3542. National Bureau of Economic Research, 1990.

УПРАЖНЕНИЯ

Пицца для размышлений

1. Руководители фирм часто, по-видимому, имеют возможность сами определять форму своего вознаграждения и могут предпочесть увеличить предоставляемые им фондовые опционы и другие выплаты за достигнутые результаты, уменьшив при этом свои основные оклады (хотя противоположный вариант — замена рискованных доходов гарантированными выплатами — им, вероятно, не удастся осуществлять с такой же легкостью). Почему акционеры могут считать предоставление руководителям такой свободы выбора выгодным для себя?

2. Исследование оплаты труда менеджеров среднего звена, на которое мы ссылались в тексте данной главы, показало, что заработки работников центральной администрации корпораций в большей степени зависят от результатов деятельности фирмы, чем заработки работников отдельных предприятий данной корпорации. Как бы вы объяснили эту закономерность?

3. Когда фирма осуществляет крупномасштабный рискованный инвестиционный проект, неудача которого может поставить под угрозу само ее существование, она подвергает риску не только стоимость акций, принадлежащих ее акционерам, но и заработки своих работников, доходы своих поставщиков и зависящих от нее потребителей, а также общее благосостояние тех местностей, где она осуществляет свою деятельность. Будет ли это обстоятельство влиять на инвестиционные решения фирмы? Если да, то каким будет это влияние?

4. Представьте себе двух СЕО, возглавляющих похожие друг на друга компании. Оба руководителя находятся в одинаковом положении; единственное различие заключается в том, что один из них владеет крупным пакетом акций возглавляемой им фирмы, а другой — нет. Какие различия в контрактных условиях оплаты их труда должны иметь место, если исходить из теоретических положений? С какими проблемами вы бы столкнулись, попытавшись осуществить эти теоретические рекомендации на практике?

5. Мы подчеркивали ту негативную роль, которую может играть беспокойство менеджера за свою карьеру — оно побуждает его избегать риска при принятии инвестиционных решений фирмы. Однако забота менеджеров о своей рыночной стоимости может иметь и позитивные последствия: она создает стимулы для попыток обеспечить эффективное функционирование организаций, в которых трудятся менеджеры, — ведь успех этих организаций благоприятно отразится на руководителях, увеличив их рыночную стоимость. Исходя из этого, какой должна быть оптимальная интенсивность эксплицитного контрактного стимулирования на различных стадиях карьеры менеджера? Как можно проверить сделанные вами выводы?

6. Предположим, что вы пришли к выводу о важности стимулирования руководящих работников (и в том числе СЕО), основанного на результатах

деятельности фирм. После этого вы обнаруживаете, что менеджеры, работающие в некоммерческом секторе (например, администраторы университетов), как правило, получают за свою работу только обычные оклады. Хотя повышение этих окладов и может зависеть от результатов работы, но они не получают никаких премий; какие-либо формы долгосрочной стимулирующей оплаты труда в этой сфере, разумеется, не применяются. Создает ли такая система оплаты труда какие-либо проблемы для организаций этого сектора? Если проблемы существуют, то каким образом вы бы попытались их преодолеть?

Математическое упражнение

Предположим, что изменение рыночной стоимости фирмы X , имеющей годовой объем продаж S , равен $f(S) + S^{1-a}e + S\varepsilon$, где e — усилия, прилагаемые высшим руководителем данной фирмы, ε — колебания величины прибыли, связанные с неконтролируемыми случайными влияниями, а $f(S)$ — некоторая функция размера фирмы. В спорах по поводу оптимальных форм и уровней оплаты труда руководителей важное место занимает вопрос о том, насколько велико то влияние, которое могут оказать действия одного руководителя на результаты работы крупной организации. В нашей модели это влияние представлено коэффициентом эластичности, a . При $a = 0$ влияние усилий руководителя прямо пропорционально размеру организации; при $a = 1$ это влияние одинаково для всех организаций, независимо от их размеров. При промежуточных значениях a способность руководителя повлиять на величину прибыли возрастает примерно на $a\%$ каждый раз, когда размер организации увеличивается на 1% .

Пользуясь анализом, приведенным в главе 7, определите оптимальный коэффициент прироста заработка руководителя в связи с ростом прибыли фирмы. Исходите из того, что издержки СЕО, связанные с выполнением им своих обязанностей, характеризуются следующей формулой: $C(e) = (1/2)e^2$. (Указание. Используя формулу прибыли X , произведите соответствующую статистическую оценку e . Воспользовавшись этой оценкой, вычислите интенсивность стимулирования β , а затем запишите полученный ответ в виде функции X). Какова зависимость полученного вами ответа от a при больших значениях S ?

Глава 14

КЛАССИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ ИНВЕСТИЦИЙ И ФИНАНСОВ

Октябрь — один из наиболее опасных месяцев для спекуляций акциями. Другие опасные месяцы — это июль, январь, сентябрь, апрель, ноябрь, май, март, июнь, декабрь, август и февраль.

Марк Твен

Четыре предыдущие главы были посвящены исследованию взаимоотношений фирмы и ее работников. В этой главе, как и в следующей, речь пойдет об отношениях, связанных с еще одной важнейшей составляющей экономического процесса — источниками капитала. В ней главное внимание уделяется концептуальным основам классической теории финансов и главным выводам из нее. Фундаментом этой теории является взгляд на фирму как на некий поток финансовых поступлений от сделанных инвестиций и допущение, согласно которому способ финансирования фирмой своих инвестиций не влияет на доходность данных инвестиций. Вытекающая отсюда теория, вероятно имеющая большее практическое применение, нежели любая другая экономическая теория, представляется ценной по нескольким причинам. Во-первых, она позволяет создать практичный и полезный метод оценки инвестиций — теорию чистой приведенной стоимости. Теорема разграничения Фишера облегчает решение постоянно возникающего вопроса о том, в каких случаях на принятие решений, связанных с инвестициями, могут повлиять личные предпочтения собственника фирмы. Знаменитые теоремы Модильяни—Миллера устранили еще одну запутанную проблему: из этих теорем вытекает удивительный вывод: если структура капитала фирмы (т. е. способ финансирования) и принимаемые ею решения, касающиеся выплаты дивидендов, не оказывают влияния ни на основные денежные потоки фирмы, ни на их восприятие инвесторами, то они не могут повлиять и на стоимость данной фирмы. Теория выбора портфеля и вытекающая из нее модель ценообразования на капитальные активы (Capital Asset Pricing Model, CAPM) не только объясняют механизм формирования равновесных цен для ценных бумаг, но и обеспечивают основу для расчета цены капитала фирмы. Наконец, данная теория вкуче с гипотезой эффективности (или совершенных) рынков создает фундамент для оценки качества работы руководителей.

При всей важности этой теории, она тем не менее оставляет без ответа многие вопросы. Поэтому нужны дальнейшие исследования, если мы хотим понять, почему и каким образом структура капитала может оказывать влия-

ние на стоимость фирмы. В рамках классического анализа финансовые инструменты рассматриваются как потоки доходов, обещанных кредиторам и инвесторам. Эти доходы могут зависеть от прибылей фирмы, однако в рамках классического анализа решения, связанные с финансированием, не могут повлиять ни на сами прибыли фирмы, ни на ожидания инвесторов, связанные с ними. Более современные методики анализа учитывают обе эти возможности: финансовая структура фирмы может оказать влияние на стремление ее руководства усердно трудиться на благо ее владельцев, а также и на ожидания инвесторов в отношении будущих прибылей фирмы. Кроме того, она может повлиять на вероятность изменения состава собственников и контроля над фирмой. Все эти взаимосвязи отражаются на рыночной стоимости фирмы. Рассмотрение этих возможных вариантов является одной из главных тем главы 15.

КЛАССИЧЕСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ

Классическая экономическая теория характеризуется допущением, согласно которому интересы менеджеров и инвесторов не противостоят друг другу или по крайней мере финансовые решения фирмы не играют никакой роли в подобных конфликтах интересов. Даже если признать возможность существования таких конфликтов, эти классические допущения остаются полезными в той мере, в какой любые стимулы деятельности менеджеров, которые могут быть обеспечены за счет использования финансовой структуры, могли бы быть с таким же успехом обеспечены при помощи эксплицитных стимулирующих контрактов, определяющих вознаграждение менеджеров, или при помощи правил, ограничивающих свободу действий менеджеров и не связанных с финансированием фирмы. Современные разделы этой теории пока еще не приняли окончательную форму, однако мало кто сомневается в том, что классическая теория имеет большую теоретическую и практическую ценность.

В рамках классической экономической теории фирма представляется как набор возможных производственных планов, из которых выбирается наиболее прибыльный. Классическая теория финансов уходит своими корнями именно в эту концепцию. Она рассматривает фирму как набор потенциальных инвестиций, из которых выбирается лишь часть. Изучению подлежат следующие вопросы: какие инвестиции должны быть реализованы, каким образом необходимо мобилизовать требующиеся для этого финансовые ресурсы и каким образом инвесторы определяют цены, по которым им следует приобрести акции и другие ценные бумаги фирмы.

Теорема разграничения Фишера

Предположим, что владелец некоего магазина рассматривает вопрос об открытии второй торговой точки в близлежащем пригороде. Он должен арендовать здание, нанять персонал, приобрести определенные запасы товаров и вложить средства в первоначальную рекламу и прочие действия, которые извещают местных потребителей о существовании магазина. Владелец магазина рассчитывает, что лет через десять он получит вознаграждение за эти издержки в виде дополнительной выручки и прироста прибыли. За вычетом всех

издержек он рассчитывает получить в 1-м году прибыль в размере P_1 , во 2-м году — P_2 , в 10-м году — P_{10} . Предположим, что эти расчеты являются достоверными, иными словами, инвестор нейтрален к риску, и что они представляют собой ожидаемые величины его дохода. Оправдывает ли себя такое вложение капитала?

Если инвестор должен финансировать создание магазина из своих личных сбережений, то ответ на этот вопрос зависит от того, имеются ли другие альтернативы вложения денег. Если наш предприниматель предвкушает покупку новой яхты, то перспектива отсрочки этой покупки может заставить его отказаться от инвестирования средств в новый магазин. *Когда частные лица финансируют свои инвестиции за счет личных средств, их решения зависят от личных предпочтений в отношении времени потребления.* Иначе обстоит дело, когда инвестиции могут быть профинансированы за счет заемных средств.

Инвестиции, финансируемые за счет займов. Допустим, что хозяин магазина может занять сумму, необходимую для открытия новой торговой точки под $r\%$ годовых. Допустим также, что по условиям кредитного договора весь денежный поток данного магазина — выручка от реализации минус операционные расходы — будет использоваться для выплаты причитающихся по займу процентов и постепенного погашения полученной ссуды. Далее, если ссуда не будет погашена по истечении 10 лет или если магазин закроется до этого срока, его хозяин обязуется погасить остаток ссуды из своих личных средств.

Оценивая данный инвестиционный проект при его финансировании за счет заемных средств, наш торговец придет к выводу, что проект оправдает себя лишь в том случае, если окажется возможным погасить ссуду за счет денежного потока магазина, при этом не исчерпывая его полностью. Если ссуда не может быть погашена из прибылей нового магазина, то его не стоит и открывать, поскольку владельцу придется отдать своему кредитору всю прибыль магазина плюс часть личных сбережений.

Данное предварительное описание процесса принятия инвестиционного решения владельцем магазина хотя и является полезным, но в некоторых отношениях грешит неполнотой. Существенным упущением является игнорирование стоимостной оценки времени, которое предприниматель должен затратить на создание и управление новым магазином. Впрочем, это не является сколько-нибудь серьезной концептуальной проблемой. Чтобы учесть затраты времени владельцем, достаточно задать простым вопросом: позволит ли выручка от нового магазина его владельцу возместить свои альтернативные издержки и получить какой-то дополнительный доход? Инвестирование средств в данный проект является оправданным в том и только в том случае, если ответ на этот вопрос будет положительным.

Отметим важный контраст между данным заключением и первоначально проанализированным вариантом, в котором бизнесмен финансировал проект за счет собственных сбережений. При условии безупречного функционирования рынков ссудного капитала и сбережений не существует какой-либо обязательной взаимосвязи между сроками поступления дохода от инвестиций и сроками личного потребления благ инвестором. В этом случае вопрос о целесообразности инвестиций трансформируется. Его решение перестает зависеть от личных предпочтений, оно становится объективным деловым решением,

основанным исключительно на прогнозируемых величинах прибылей и процентных ставок.

Инвестирование при наличии совершенных рынков капитала. Более реалистичным является такой вариант, в котором собственник имеет выбор между несколькими решениями — финансировать ли инвестиции за счет личных сбережений, за счет займов или же использовать какую-либо комбинацию этих двух способов финансирования. Допустим, что ставка процента, под которую собственник может получить ссуду, равна ставке процента, под который он мог бы ссудить свои средства другим субъектам. Таково одно из допущений о рынке, получившее название *концепции совершенных рынков капитала*.¹ В этом случае альтернативные издержки инвестора равны цене заемного капитала и не будет ошибкой при анализе данного инвестиционного проекта рассматривать его как финансируемый только за счет заемного капитала. Приняв эту логику, мы приходим к следующему выводу.

Теорема разграничения Фишера. При наличии совершенных рынков капитала решение инвестора относительно целесообразности инвестиции зависит исключительно от величины прогнозируемого им дохода от инвестиций и ставки процента. Оно не зависит от его предпочтений в отношении личного потребления или его сроков.

Данная теорема названа именем экономиста Ирвина Фишера, разработавшего эту логическую цепочку в первом десятилетии XX в. Слово *разграничение* в названии теоремы отражает вывод о том, что инвестор может *отделить* решение о целесообразности инвестиций от решения об организации своего потребления во времени. Первое решение зависит от величины прогнозируемых прибылей и процентных ставок; второе — от процентных ставок, размеров богатства и личных предпочтений.

Значение теоремы разграничения. Отделение инвестиционных решений от личных предпочтений имеет весьма важное значение для анализа деятельности фирм. Например, в случае совместного предприятия, если партнеры сходятся в своих прогнозах относительно дохода от инвестиций и им обоим известны ставки процента, под который могут быть получены банковские ссуды для данного проекта, они должны сойтись во мнениях и относительно целесообразности данных инвестиций, невзирая на все различия личных обстоятельств. Конкретный пример: если один из партнеров собирается в ближайшем будущем отойти от дел и начать расходовать накопленное им состояние, это обстоятельство не станет причиной отказа от инвестиционных проектов — при условии, что инвестиции могут быть профинансированы за счет заемного капитала. При отсутствии совершенных рынков капитала подобное расходование личных интересов партнеров может стать причиной разногласий и конфликтов.

Теорема разграничения имеет немаловажное значение и потому, что она помогает оправдать общепринятое отношение к фирмам — в особенности к крупным фирмам — как к объектам, относительно самостоятельным к своим владельцам. Для небольших фирм ситуация может быть иной, поскольку

¹ В более широком смысле совершенные рынки капитала имеют место тогда, когда все участники операций, будь то покупатели или продавцы, совершают операции в одних и тех же условиях, независимо от размеров сумм, которыми они оперируют.

на них не распространяется предпосылка совершенных рынков капитала: владелец такой фирмы не может занимать и ссужать средства под (примерно) один и тот же процент. В этом случае для уходящего на покой владельца фирмы оптимальным вариантом может быть отказ от новых инвестиций в свое предприятие.

Чистая приведенная стоимость

Чтобы завершить описание оптимальной инвестиционной политики владельца фирмы, покажем теперь, каким образом определяется возможность погашения займа, привлекаемого для финансирования инвестиций за счет прогнозируемых будущих денежных потоков, из которых предварительно вычитаются стоимость затрат времени владельца и другие относящиеся к проекту издержки.

Величина, численно равная части кредита, которая может быть погашена за счет элемента денежного потока некоторого года, называется *приведенной стоимостью* данного элемента потока. Это понятие очень важно для практических финансовых расчетов. Табл. 14.1 иллюстрирует то, как рассчитывается приведенная стоимость с использованием показателей и формул. Для упрощения вопроса было допущено, что все платежи осуществляются в конце года, хотя аналогичные расчеты могут быть сделаны с использованием ежемесячных или квартальных платежей.

Рассмотрим сначала графу 3. При ставке процента 10% годовых долг, равный 1 (доллару, тысяче иен и т. д.), спустя один год возрастает до 1.10. Если этот долг не будет погашен, то в течение следующего года он вновь *возрастает* на 10%, т. е. его величина будет умножена на $1.1 : 1.1 \cdot 1.1 = 1.21$. Цифры в данной графе показывают, какой будет величина долга по 1-долларовому займу в конце каждого соответствующего года при условии, что долг не погашается и накапливается, т. е. ежегодно возрастает на 10% по правилу сложных процентов. Значение этой величины для каждого года получается умножением значения за прошлый год на 1.1 начиная с числа 1.000 в строке «год 0».

Ставки процента обычно приводятся в процентном исчислении — мы говорим о ставках, равных 3, 10 или 35%. Для записи формул и производ-

Таблица 14.1
Расчет приведенной стоимости

Год, t	Денежный поток, C_t	Мультиплицирующий множитель, $A_t = (1 + r)^t$	Приведенная стоимость, C_t/A_t
1	2	3	4
0	—	1.000	—
1	99	1.100	90.00
2	121	1.210	100.00
3	100	1.331	75.13
Общая приведенная стоимость			265.13
Первоначальная инвестиция			220.00
Чистая приведенная стоимость			45.13

ства вычислений удобнее выражать величину ставки в форме десятичной дроби — 0.03, 0.10 или 0.35. Несколько упрощая, можно принять, что при ставке процента r мультиплицирующий множитель, A_t , соответствующий году t , определяется путем умножения числа $1+r$ само на себя t раз, или как $(1+r)^t$, что и указано в названии графы. Расчеты подобного типа легко программируются на персональном компьютере с использованием одного из популярных пакетов электронных таблиц. Кроме того, соответствующими программами снабжаются многие портативные калькуляторы, в особенности финансовые и бизнес-калькуляторы.

Как видно из графы 2, согласно прогнозу владельца фирмы, на конец 1-го года доход, который может быть использован для обслуживания долга (выплата процентов и основного долга), после вычета необходимых операционных расходов составит 99. При ставке процента 10% годовых эта сумма позволяет погасить сделанный в начале года заем, величина которого составляет 90. С учетом множителя наращивания сумма займа — 90 — за год возрастает до $90 \cdot 1.100 = 99$. На практике для определения приведенной стоимости применяется обратная процедура, т. е. максимальная величина займа, который может быть погашен за счет суммы в 99, рассчитывается делением 99 на множитель наращивания 1.100. Аналогично приведенная стоимость 2-го года — 100 — рассчитана путем деления прогнозного значения соответствующего этому году элемента денежного потока (121) на множитель наращивания 1.210.

В общем виде сумма займа L возрастает за счет процентов, начисляемых по ставке r , и по прошествии t лет достигает величины $L(1+r)^t$. Если имеющиеся денежные средства или денежный поток, C_t , точно равны подлежащей выплате сумме задолженности, то $C_t = L(1+r)^t$; соответственно $L = C_t / (1+r)^t$. Для табл. 14.1 это означает, что приведенную стоимость элемента денежного потока можно определить, разделив соответствующее значение элемента исходного денежного потока (графа 2) на множитель наращивания (графа 3). Результатом этой операции будет значение приведенной стоимости (графа 4).

Суммируя значения приведенных стоимостей для каждого года, указанные в графе 4, получаем общую приведенную стоимость денежных поступлений от проекта. Переход к приведенной стоимости позволяет выразить все элементы денежного потока в сопоставимом виде — деньгах сегодняшнего дня, избежав сложения сегодняшних долларов (марок, иен) с завтрашними, имеющими иную стоимость. В нашем примере общая приведенная стоимость равна 265.13, необходимые для реализации одного проекта расходы составляют 220, а *чистая приведенная стоимость* всего проекта в целом равна 45.13 ($265.13 - 220$). Другими словами, можно ожидать, что денежные поступления от реализации проекта окажутся достаточными, чтобы оправдать заем в размере 265.13, однако для финансирования проекта необходимо взять займы в настоящий момент всего лишь 220, поэтому реализация проекта приведет к образованию избытка денежных средств сверх суммы, необходимой для погашения займа. Если перед потенциальным инвестором стоит единственный вопрос — взяться за реализацию некоего проекта или отвергнуть его, то осуществление проекта допустимо только в том случае, если его чистая приведенная стоимость является положительной величиной. В общем виде *при выборе между несколькими взаимоисключающими проектами наилучшим является проект, имеющий самую высокую чистую приведенную стоимость*, поскольку он обеспечивает инвестору наибольшую величину денежных средств.

остающихся в его распоряжении после расчетов с кредиторами, которые финансировали проект.

Цена капитала в рамках классической теории. Ставка процента r , использовавшаяся в приведенном выше примере, именуется *ценой капитала*. Она представляет собой минимальную ставку процента, который должно выплатить предприятие, привлекая капитал, необходимый для финансирования данного проекта. Одна из серьезных проблем, с которыми сталкиваются бизнесмены, пытающиеся применять эту теорию на практике, заключается в определении фактической величины цены капитала. Уменьшение налогооблагаемой прибыли на величину процентных выплат, ограничительные условия кредитных соглашений, использование процентных ставок, варьирующих в зависимости от дополнительных условий, использование специального финансирования, предусматривающего различные условия финансирования и различные процентные ставки для различных составных частей одного и того же проекта, — все эти факторы отражаются на реальной цене заемного капитала. Учтем также возможность привлечения партнеров, приносящих дополнительный акционерный капитал, и станет ясно, насколько сложно указать точную величину, которая соответствовала бы теоретическому значению *цены капитала*. Кроме того, размеры дохода, получение которого инвесторы требуют от конкретных инвестиций, зависят от риска, который они несут, финансируя эти инвестиции, поэтому было бы неправильно использовать среднюю величину цены капитала для оценки привлекательности различных инвестиций в одной и той же фирме. Учебники финансов отводят немалое место способам определения цены капитала.²

«Близорукое» руководство и цена капитала (пример). Цена капитала является одним из принципиальных факторов, учитываемых при решении вопроса о целесообразности инвестиций. При высокой цене капитала инвестиции становятся менее привлекательными. В качестве примера рассмотрим проект, предусматривающий инвестирование в данный момент 100 ед. и гарантирующий получение дохода C через два года; до этого момента никаких поступлений от проекта не предусматривается. Если процентная ставка равна 6% ($r = 0.06$), то для того, чтобы данный проект оказался прибыльным, минимальная величина C должна быть равна 112.36 ед., поскольку заем в размере 100 ед. при данной ставке процента спустя два года превратится в долг, равный $100 \text{ ед.} \cdot 1.06^2 = 112.36 \text{ ед.}$, и именно эта сумма должна быть выплачена за счет полученного дохода. При ставке процента 10% ($r = 0.10$) минимально допустимая величина дохода должна составлять 121 ед. ($100 \text{ ед.} \cdot 1.10^2$). При увеличении ставки процента с 6 до 10% величина дохода через два года после инвестирования 100 ед. должна возрасти на 7.7% ($(1.21 - 112.36) : 112.36$), а чистый доход на первоначально инвестированный капитал должен возрасти на 69.9% ($(21 - 12.36) : 12.36$).

По мере удлинения инвестиционного периода резко возрастает разница между требуемыми величинами дохода. Для погашения полученного в настоящий момент займа в 100 ед. спустя 10 лет потребуется доход, равный 179.08 ед. при цене капитала 6%; однако при цене капитала 10% соответствующая величина составит уже 259.37 ед. — почти на 45% больше. Если

² См., например: Van Horne J. C. Financial Management and Policy. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice Hall, 1989.

инвестиционный период равен 20 годам, соответствующие величины составят 320.71 ед. при цене капитала 6% и 672.75 ед. при цене капитала 10%. Таким образом, в этом случае при увеличении цены капитала с 6 до 10% величина требуемого денежного поступления, обеспечивающая прибыльность инвестиций, возрастает более чем в 2 раза; разница между требуемыми величинами денежных поступлений более чем в 3.5 раза превышает величину первоначальных инвестиций — 100 ед.!

Одно из популярных объяснений относительно слабых показателей обрабатывающей промышленности Северной Америки в 70-е и 80-е гг. сводилось к «близорукости» менеджеров. Критики утверждали, что менеджеры США отказываются делать долгосрочные инвестиции, в то время как их конкуренты в Европе и Азии (особенно в Японии) вкладывают огромные средства в новое оборудование и новые технологии, которые гарантируют им конкурентоспособность на много лет вперед.

Знакомство с данными о цене капитала (скорректированными с учетом различий в налоговой политике различных государств) помогает объяснить этот феномен. В течение всего этого периода цена капитала в США была несомненно выше, чем в таких странах, как Германия, и намного выше, чем в Японии. По данным одного исследования, в 1988 г. цена акционерного капитала, привлекаемого для финансирования создания нового промышленного предприятия (после вычета налогов) в Японии составляла 6%, а в США — около 10%.³ Одна из причин такой значительной разницы в цене капитала заключалась в том, что в США доля сбережений в доходах была намного ниже, чем в Японии, а другая — в различиях между системами налогообложения в разных странах.

Технологическая близорукость. Было бы неверным объяснять различия в инвестиционном климате разных стран исключительно описанными различиями в цене капитала. Многие ученые уверены в том, что свою роль здесь играют и различия в технике управления фирмами.

На практике аналитики фирм рассчитывают чистые приведенные стоимости на основе прогнозных значений денежных потоков, образующихся в результате реализации инвестиционных проектов. Те выгоды, которые трудно выразить количественными показателями, чаще всего игнорируются. Однако именно такой характер имеют многие выгоды, обеспечиваемые инвестициями в новые технологии. Они позволяют фирме сохранить и улучшить свои позиции в сфере передовых технологий. Передовая в технологическом отношении фирма способна улучшить свойства своей продукции, использовать преимущества новых материалов или скопировать новшества своих конкурентов относительно ассортимента продукции или технологических процессов. Те фирмы, которыми управляют менеджеры, владеющие финансовым анализом, но не имеющие соответствующей технологической подготовки, могут придавать таким выгодам чрезмерно малое значение, поскольку их трудно выразить количественными показателями, которые могли бы послужить оправданием сделанных капиталовложений. Таким фирмам бывает трудно отличить технологии, сулящие получение подобных выгод, от бесперспективных

³ *Bernheim B. D., Shoven J. B. Comparison of the Cost of Capital in the U. S. and Japan : The Role of Risk and Taxes // Center for Economic Policy Research Publication, N 179. Sept. Stanford University, 1989.*

технологий. Хотя мы не располагаем обширными материалами по данному вопросу, некоторые наблюдатели считают, что важнейшей причиной неверных решений относительно инвестиций в новые технологии, имеющих место во многих американских фирмах, является тот факт, что их менеджеры имеют слабую техническую подготовку и придают чрезмерное значение объективному, но не полному финансовому анализу.

Стратегические инвестиции как конструктивные решения

Строго говоря, имеется множество инвестиционных проектов, анализ целесообразности принятия которых осложняется тем обстоятельством, что некоторые из наиболее существенных ожидаемых выгод трудно поддаются количественной оценке. Таковыми являются прежде всего *стратегические инвестиции*. Это такие инвестиции, выгоды от которых, скорее всего, будут постепенно проявляться во многих подразделениях данной организации и, что особенно важно, даже в тех из них, которые не причастны к данным инвестициям. В этом случае проблема заключается в том, что руководство среднего звена, чье вознаграждение зависит от работы их собственных подразделений, склонно занижать инвестиции в проекты, выгоды от реализации которых в значительной мере достанутся другим подразделениям.⁴

Конструктивные особенности. Характерным примером стратегического инвестиционного проекта является решение той или иной фирмой вопроса о целесообразности строительства нового предприятия, на котором с использованием новой технологии производилась бы уже выпускаемая продукция. В принципе инвестиции в создание такого предприятия следует считать оправданными, если чистая приведенная стоимость ожидаемых денежных поступлений в случае создания этого предприятия будет выше, чем при дальнейшем использовании старой технологии. Однако на практике менеджеры, которым необходимо отстаивать свои оценки, возможно, сфокусируются на некотором узком наборе «безусловных» выгод. Например, менеджер может ограничиться официальным прогнозом о выручке от реализации для того, чтобы определить объемы производства в натуральных единицах и соответствующие издержки при использовании новой или старой технологий. Такой ограниченный подход может привести к ошибочным выводам, особенно если новая технология обеспечивает получение дополнительных выгод, например: 1) повышение гибкости производственных мощностей, благодаря чему ассортимент продукции в будущем может быть существенно расширен; 2) апробация новых методов и техники производства, лучшие из которых могут быть внедрены и на других производственных линиях компании; 3) расширение производственных навыков и возможностей управленческого персонала и работников компании для эффективного их использования в новом производстве; 4) обеспечение дальнейшего углубления внутрифирменной специализации, что может привести к снижению общих издержек фирмы; 5) противодействие агрессивной стратегии роста фирм-конкурентов, которые могут

⁴ Используемое здесь понятие *стратегического эффекта* соответствует понятию *позитивного внешнего эффекта* (экстерналии) в рыночной экономике. В последнем случае, согласно стандартной трактовке, индивиды и фирмы склонны прилагать слишком малые усилия для осуществления тех видов деятельности, которые приносят выгоду другим субъектам, но не могут быть ими оплачены.

воспользоваться бездействием данной фирмы для того, чтобы увеличить собственные мощности и расширить свои ниши на рынке данной продукции. Стоимостная оценка таких стратегических выгод от осуществления инвестиций зависит от планов фирмы: какие новые виды продукции она планирует освоить? каковы основные направления ее развития, планируемые на будущее? за счет чего фирма планирует добиваться преимущества в конкурентной борьбе?

Когда решение о целесообразности инвестирования средств в освоение новой технологии тесно связано с другими аспектами стратегии фирмы, имеет место принятие решения с *конструктивными особенностями*. Суть его в отношении проектов, имеющих стратегическое значение, заключается в том, что выгоды, обеспечиваемые инвестициями, не могут быть оценены изолированно, на основании одной лишь текущей информации о продукции и предприятии, доступной руководителям низшего уровня. Оценка выгодности инвестиций должна учитывать такой фактор, как долгосрочные планы фирмы в отношении конкуренции, технологии и ассортимента продукции. Как отмечалось в главе 4, оптимальный способ учета всей необходимой в данном контексте информации часто состоит в том, что высшее руководство фирмы после сбора соответствующей информации определяет контрольные параметры, или требования к данному решению. Среди этих параметров могут быть такие, как мощность нового производства, сроки реализации проекта, требования по гибкости производства. При условии соблюдения этих требований руководители на местах могут получить право выбора наилучшего из альтернативных решений на основе сравнения их технической осуществимости и чистой приведенной стоимости.

Конфликты интересов руководителей. При организации процесса принятия решений важно сознавать, что интересы лиц, принимающих решения на низшем уровне, не могут полностью совпадать с интересами высшего руководства. Например, если работа управляющего фабрикой оценивается исходя из величины издержек производства, он не может стать поборником внедрения новой технологии, ведущего к увеличению издержек в данном году и к снижению издержек на других фабриках компании в последующие годы. Имеются и противоположные примеры. Руководители подразделений, чьи оклады обычно напрямую связаны с размерами подразделений, чаще всего гораздо больше думают о выгодах, которые сулят новые крупные инвестиции в их подразделения, чем о риске, сопряженном с такими инвестициями. Менеджеры технологических служб, стремясь оправдать свои оклады, могут изобретать доводы в пользу внедрения новых технологий. Когда осуществляется выбор между альтернативными технологиями, не влияющий на общий объем инвестиций в данное подразделение, такие *издержки влияния* чаще всего бывают относительно невелики. Однако когда речь идет о будущих размерах и значении целого подразделения, во многих случаях высшее руководство постарается получить информацию из независимых источников с тем, чтобы иметь возможность принять более непредвзятое решение.

Таким образом, эффективная система распределения капитала должна отвечать весьма широким требованиям: она должна гарантировать соответствие важнейших инвестиционных решений общей стратегии фирмы и их солидную обоснованность с финансовой точки зрения, исключать возмож-

ность чрезмерного влияния личных и служебных интересов руководителей проектов и обеспечивать принятие решений на основе наиболее полной и достоверной информации. Такой информацией зачастую располагают как раз те люди, чьи личные интересы больше всего затрагиваются данным решением.

КЛАССИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РЕШЕНИЙ ПО СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА

До сих пор мы анализировали в основном процессы принятия инвестиционных решений внутри фирм. Другой раздел теории финансов посвящен вопросу о том, каким образом фирмы могут привлекать денежные ресурсы, необходимые для осуществления инвестиций, и какую цену они должны уплатить за эти ресурсы. Эта цена капитала, выраженная в форме процентной ставки, используется затем в расчетах чистой приведенной стоимости.

Предположим, например, что руководство планирует осуществить проект, требующий первоначальных капиталовложений в размере 100 ед. Предположим также, что величина дохода от данных инвестиций не определена и все 100 ед. должны быть получены от внешних инвесторов. Перед руководством фирмы встают вопросы: если 50 ед. будут получены в виде займа, то какую цену будут готовы уплатить новые акционеры за свою долю в оставшейся прибыли (считаем, что первоочередное право на получение соответствующего дохода принадлежит кредиторам)? Не уменьшится ли цена привлекаемого капитала, если в виде займа будет получено более 50 ед., а оставшаяся сумма сформируется за счет выпуска акций? Интересам нынешних владельцев фирмы будет отвечать такое решение, при котором они получают максимальный доход в денежном выражении, независимо от того, какие права на участие в доходах от проекта будут предоставлены инвесторам. Далее мы рассматриваем процесс выработки такого решения, используя концептуальную модель, которая является более полной по сравнению с рассмотренной ранее в этой главе моделью в двух отношениях: допускается, что инвестиции могут быть связаны с риском, и учитывается существование различных видов финансирования. Кроме того, мы будем рассматривать только те фирмы, акции которых обращаются на рынке ценных бумаг.

Подход Модильяни—Миллера

В нашем анализе мы в большинстве случаев будем исходить из того, что фирма может рассчитывать только на два способа финансирования: банковские ссуды (или ссуды других инвесторов путем выпуска облигаций) и эмиссия акций. Далее, можно допустить, что главные различия между заемным и акционерным капиталом состоят в том, что, прежде чем выплатить что-либо держателям акций, фирма должна произвести все выплаты, причитающиеся ее кредиторам. После выплат по долговым обязательствам владельцы акций фирмы делят между собой оставшуюся прибыль пропорционально числу акций, которыми они владеют. (Врезка об обязательствах корпораций содержит материал о некоторых других разновидностях финансовых обязательств и ценных бумаг, практически используемых фирмами).

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА КОРПОРАЦИЙ И ФИНАНСИРОВАНИЕ

Фирмы располагают немалым числом различных способов финансирования своей деятельности; особенно широк выбор возможных финансовых обязательств у корпораций. Принято говорить о «задолженности» и «собственном капитале», однако содержание этих терминов не исчерпывается обыкновенными займами и акциями; реальные финансовые обязательства могут сочетать в себе элементы каждого из этих видов финансирования.

Термин «задолженность» охватывает широкий спектр различных финансовых обязательств. Общим для них является то, что все они представляют собой обязательства выплатить конкретные денежные суммы и их невыполнение может повлечь за собой банкротство фирмы. Простейшим видом таких обязательств являются «счета к оплате», т. е. не оплаченные на текущий момент счета поставщиков фирмы. Закладные и кредиты под залог оборудования обеспечиваются конкретными реальными активами, которые в случае неуплаты по данным обязательствам могут перейти в собственность держателей обязательств. Аналогичным образом товарно-материальные запасы фирмы могут служить обеспечением предоставляемых ей займов на формирование оборотного капитала, за счет которого финансируется производство и сбыт продукции до поступления выручки от реализации. В других случаях обеспечением займов могут служить активы, не связанные непосредственно с теми целями, на которые будут использованы предоставляемые займы. Например, при покупке фирмы «Firestone Tire Rubber» японской шинной компанией «Bridgestone» финансировавший эту операцию банк в случае невыплаты ссуды получал право собственности на одно из предприятий «Bridgestone» в Японии. Некоторые фирмы, кроме того, выпускают *необеспеченные долговые обязательства*, единственным обеспечением которых являются общая кредитоспособность и денежный поток фирмы-эмитента. Необеспеченным долговым обязательствам фирм могут присваиваться различные степени приоритетности: в тех случаях, когда фирма не в состоянии выполнить все свои обязательства, претензии на ее активы со стороны держателей *младших*, или *субординированных*, необеспеченных *долговых обязательств* удовлетворяются лишь после удовлетворения претензий держателей старших долговых обязательств. Кредиторы, предоставившие фирме займы, гарантированные конкретными активами, обладают приоритетным правом предъявления претензий на данные активы в случае банкротства фирмы.

Отличительной чертой собственного капитала является то, что он не подлежит обязательному возмещению акционерам и, таким образом, с точки зрения выполнения обязательств является младшим по отношению к задолженности. Он также может формироваться различными способами. Держатели обыкновенных акций занимают самое последнее место в списке контрагентов фирмы: они имеют право получить то, что осталось после расчетов со всеми остальными. Держатели *привилегированных акций* получают дивиденды в первую очередь — только после расчета с ними могут быть выплачены дивиденды по обыкновенным акциям, — однако они не имеют права голосования на собраниях акционеров. *Конвертируемые привилегированные акции* могут быть обменены на обыкновенные акции по фиксированному курсу.

Некоторые виды задолженности обладают особенностями, сближающими их с собственным капиталом. Так, *конвертируемые облигации* по желанию кредитора могут быть обменены на обыкновенные акции на условиях, оговоренных в кредитном соглашении. Их держатели пользуются всеми преимуществами кредиторов, но, кроме того, имеют возможность получить долю «навар» в том случае, если компания добьется особых успехов. Поскольку эта возможность конвертации обладает определенной стоимостью, ставка процента по этим облига-

циям обычно бывает ниже, чем по облигациям обычного типа. Другие ценные бумаги, обладающие признаками собственного капитала, — это *варранты* (часто прилагаемые к облигациям займов), держатели которых получают права на приобретение у фирмы ее акций на заранее оговоренных условиях. Отличие варрантов от *опционов покупателя* состоит в том, что последние выпускаются обычно не самой фирмой, а третьими сторонами. (*Опционы продавца* дают своим владельцам право на продажу эмитенту акций фирмы по заранее оговоренной цене).

В целях еще большего упрощения мы рассмотрим такой вариант, в котором любые займы, предоставляемые фирме, являются абсолютно обеспеченными. Другими словами, хотя прибыли фирмы и являются неопределенной величиной и подвержены колебаниям, мы будем считать, что финансовые ресурсы всегда достаточны для того, чтобы обеспечивать погашение всех займов, пусть даже при этом на долю акционеров не остается почти ничего. Если общая прибыль — некая произвольная величина X , а сумма полученных фирмой займов — B , то акционеры получают остаток прибыли $X - B(1 + r)$, т. е. ту сумму, которая остается от прибыли после выплаты кредиторам суммы $B(1 + r)$, складывающейся из платежей в счет погашения долга и процентов по займам. Пусть P — коэффициент соотношения рыночной цены акции и дохода на акцию. Тогда $P[X - B(r + 1)]$ представляет собой рыночную оценку акционерного капитала. Общая сумма, которая будет уплачена кредиторами и держателями акций в обмен на обещание фирмы выплачивать им соответствующие доли прибылей X , равна $B + P[X - B(r + 1)]$ и называется *стоимостью* фирмы. Нам необходимо выяснить, каким образом выбор фирмой величины B отражается на ее стоимости.

Чтобы ответить на этот вопрос, крайне важно осознать тот факт, что кредиторы и акционеры не обязательно должны быть различными людьми. Напротив, инвесторы часто *диверсифицируют* свои капиталовложения, участвуя и в заемном, и в акционерном капитале различных фирм, а также приобретая облигации государственных займов, недвижимость и другие активы. В меру своего понимания инвесторы рассматривают свои капиталовложения не изолированно друг от друга, а как составные части единого инвестиционного портфеля.

Точка зрения инвесторов. Чтобы взглянуть на эту проблему с позиции инвестора, предположим, что существуют две схожие друг с другом фирмы. Одна из них выпускает акции, но совершенно не прибегает к займам, в то время как другая выпускает акции и одновременно берет займы некую сумму B . Инвестор, желающий получить доход, равный, например, $0.05X$, может осуществить свое желание, купив 5% акций первой фирмы. Или же он может купить 5% акций второй фирмы по цене, равной $0.05P[X - B(1 + r)]$, и 5% долговых обязательств этой фирмы по цене, равной $0.05B$. Эта альтернативная стратегия обеспечит получение дохода от облигаций в размере $0.05B(1 + r)$ и дохода от акций в размере $0.05[X - B(1 + r)]$, что в сумме составит общий доход $0.05X$. Поскольку обе эти стратегии обеспечат индивидуальному инвестору одинаковый в денежном выражении доход, первая стратегия (покупка акций первой фирмы) не должна быть сопряжена с большими издержками, чем вторая. Следовательно,

$$P[X] \leq B + P[X - B(1 + r)].$$

Рассмотрим теперь случай, когда инвестор желает получать 10% дохода $X - B(1+r)$. Первая возможность, имеющаяся у этого инвестора, заключается в том, чтобы приобрести 10% акций второй фирмы. Другой вариант: если инвестор может использовать свои акции в качестве обеспечения ссуды, то он может купить 10% акций первой фирмы, а затем сделать заем в размере 10% суммы B со ставкой процента r , в результате чего его чистый доход составит 10% от $X - B(1+r)$, т. е. будет точно таким же, как в первом варианте. Этот альтернативный (к покупке акций второй фирмы) вариант, обеспечивающий такой же денежный доход, не должен быть менее дорогостоящим:

$$P[X - B(1+r)] \leq P[X] - B.$$

Эти два неравенства в совокупности позволяют заключить, что $P[X] = B + P[X - B(1+r)]$. Очевидно, что стоимость фирмы в обоих случаях одинакова; она не зависит от способа финансирования, используемого фирмой.

Основной вывод из этих рассуждений заключается в том, что выбранная фирмой величина B совершенно не влияет на величину доходов, которые могли бы получить инвесторы, манипулируя своими вложениями. Следовательно, эта величина не влияет и на конечные доходы, полученные инвесторами в результате формирования своих инвестиционных портфелей, и на готовность инвесторов оплатить право на получение этих доходов. Из этой логической цепочки, впервые разработанной Франко Модильяни и Мертоном Миллером, вытекает одно из самых известных положений теории финансовых рынков.

Теорема Модильяни—Миллера № 1. Если финансовые решения фирмы не затрагивают величину ее общего распределяемого дохода и если инвесторы могут получать займы на тех же условиях, что и фирмы, используя в качестве обеспечения акции фирм, то решения, принимаемые фирмой по поводу ее финансовой структуры, не могут повлиять на ее стоимость.

В рамках классической теории рынков финансовая политика фирмы сама по себе никогда не может повлиять на стоимость этой фирмы. Фирма может получать огромные банковские ссуды или выпускать собственные облигации, и это никак не отразится на ее стоимости. Следовательно, тот факт, что финансовая структура фирмы, по-видимому, все же влияет на готовность инвесторов вкладывать средства в эту фирму, должен объясняться чем-то отличным от несложного механизма классических рынков.

Налоги, банкротство и структура капитала. Сама теорема Модильяни—Миллера подсказывает несколько возможных объяснений. В некоторых странах существуют различия в налогообложении заемного и собственного капитала. Наиболее примечательный пример этого — США, где проценты, выплачиваемые фирмами своим кредиторам, рассматриваются как расходы, подлежащие исключению при расчете налогооблагаемой прибыли, а дивиденды, выплачиваемые индивидуальным акционерам, такими расходами не считаются. В результате заемное финансирование в США приносит фирмам весьма существенную выгоду, однако это обстоятельство не может служить объяснением использования заемного финансирования в ту эпоху, когда оно не давало никаких налоговых выгод, или в других странах, где налоговое законодательство не делает различия между двумя этими формами финансирования. В условиях США, где ставка налога на прибыль корпораций на протяжении полувека была близка к 50% и лишь в 1986 г. была снижена

до 34%, выгода заемного финансирования с точки зрения налогообложения заставила некоторых наблюдателей задаваться вопросом о том, почему фирмы вообще продолжают выпускать акции. Один из возможных ответов на этот вопрос состоит в том, что чрезмерно высокая задолженность увеличивает риск банкротства, а банкротство уничтожает стоимость фирмы. Однако, как мы увидим в следующей главе, более полная концепция финансовых структур дает убедительный ответ на вопрос о смысле использования заемного и собственного капитала.

Политика выплаты дивидендов в классической модели. Идеи, использованные в схеме Модильяни—Миллера, могут быть применены и к другим финансовым решениям, помимо выбора между использованием заемного и акционерного капитала. Рассуждения, весьма похожие на те, что приведены выше, могут быть проведены для всех сложных и разнообразных финансовых инструментов, применяемых в наше время на финансовых рынках, — опционов, варрантов, отзываемых облигаций, конвертируемых облигаций и т. д. В каждом из этих случаев доказывается, что инвестор способен собрать в своих руках все те части, на которые фирма разделила свой доход. Это достигается за счет приобретения инвестором в определенных количествах всех видов ценных бумаг, выпускаемых фирмой.⁵ Такие *арбитражные* доказательства (основанные на предпосылке, согласно которой равновесные цены ценных бумаг не оставляют места для несомненно прибыльных операций, основанных на несбалансированности цен различных активов) составляют логическую основу теории финансов.

Те же идеи могут быть применены и для анализа политики выплаты дивидендов фирмой — при условии, что мы по-прежнему будем считать заранее заданными инвестиционные решения фирмы, а также ее (ожидаемый) денежный поток. В этом случае средства для выплаты дивидендов должны поступать, в сущности, от выпуска ценных бумаг. Предположим далее, что фирма выплачивает в качестве дивидендов некую сумму D , полученную за счет выпуска новых акций. Акционеры, предполагающие не использовать эти дивиденды в целях потребления, могут купить на них дополнительные акции. Если фирма финансирует выплату дивидендов за счет займов, то инвесторы могут использовать дивиденды для приобретения долговых обязательств фирмы, что в конечном счете нейтрализует влияние данного решения фирмы на их финансовое положение. Как и в случае выбора между заемным и акционерным капиталом, мы опять обнаруживаем, что инвестор способен нейтрализовать влияние принимаемых фирмой решений относительно выплаты дивидендов на свои доходы. Поскольку же возможности инвестора не зависят от избираемой фирмой стратегии выплаты дивидендов, то соответственно от нее не зависит и величина суммы, которую инвестор готов внести в капитал фирмы. Этот вывод считается настолько важным, что составляет основу второго важнейшего утверждения Модильяни—Миллера.

⁵ И наоборот, если фирма не раздробила свой доход на отдельные части путем выпуска финансовых обязательств различных типов, инвесторы могут сделать это сами при помощи выпуска производных ценных бумаг, что и делается порой инвесторами в реальной действительности. Однако описание этого процесса увело бы нас слишком далеко в сторону от рассматриваемых вопросов. Более подробно об этом см., например: *Sharpe W., Alexander G. Investments. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice Hall, 1990.*

Теорема Модильяни—Миллера № 2. Если финансовые решения фирмы не отражаются на величине ее общего дохода, доступного для распределения, X , и если инвесторы могут покупать и продавать ценные бумаги на тех же условиях, что и фирма, то в этом случае избираемая фирмой политика выплаты дивидендов не может повлиять на стоимость данной фирмы.

Теоремы Модильяни—Миллера являются хорошим отправным пунктом для дальнейших размышлений о принципах финансирования и выплаты дивидендов. Их суть сводится к тому, что различные способы распределения прибыли фирмы не влияют на ее стоимость — точно так же, как вес пирога не может увеличиться от того, что пирог будет разрезаться на куски различной формы и размеров. Стоимость фирмы может увеличиться только за счет изменения ее составляющих, т. е. за счет изменения совокупного дохода X , доступного для распределения.

Распределение инвестиционного капитала на рынках

Приведенный выше анализ оставляет нас в некотором недоумении. Подборники свободного рынка иногда утверждают, что на рынках капитала ограниченный объем инвестиционных ресурсов достается наиболее продуктивным фирмам, которым легче удастся привлечь к себе капитал, по сравнению с фирмами, имеющими худшие результаты в своих сферах деятельности. Недоумение вызывает следующий вопрос: каким образом вообще может осуществляться рыночное распределение капитала, если анализ инвестиционной деятельности фирм отделен от анализа их финансирования?

В действительности классическая теория рынков никоим образом не оправдывает данные утверждения о регулирующей роли рынков капитала. В классической теории, так же как и в реальной жизни, если предлагаемое обеспечение займа является приемлемым, то кредитор не интересуется гарантией удачного инвестирования самого занимаемого капитала. Например, готовность банка предоставить ссуду может зависеть от качества дополнительного обеспечения или от общих перспектив заемщика. Если дополнительные обеспечения и общие перспективы являются надежными, то решение банка совершенно не будет зависеть от оценки планируемого нового инвестиционного проекта как такового.

Другая версия тех же доводов исходит из предположения о том, что фирмы, имевшие хорошие показатели в прошлом и рассчитывающие на продолжение этих успехов, будут иметь более высокие цены акций.⁶ Из этой предпосылки выводится заключение о том, что фирмам, имеющим особо прибыльные инвестиции, привлечение капитала обходится дешевле. Данный вывод, однако, находится не в ладах ни с логикой, ни с реальностью. Цены акций фирм зависят от *средней* прибыльности их инвестиций, поскольку акции представляют собой права на денежный поток фирмы в целом, а не на доходы от каких-либо отдельных ее инвестиций. Однако вопрос о том, как будет распределяться новый капитал, решается в зависимости только от доходности новых, *дополнительных*, инвестиций.⁷

⁶ Хотя это утверждение и представляется разумным, его едва ли можно считать неоспоримым. См. ниже раздел о гипотезе эффективности рынков.

⁷ Именно такой ход мыслей побуждает инвесторов больше интересоваться средней доходностью уже реализованных проектов, чем доходностью новых проектов, что наносит ущерб системе распределения капитала.

При правильной интерпретации классической теории рынков капитала она приводит к выводу о том, что эффективное распределение инвестиционных ресурсов в масштабе всей экономики обеспечивается именно за счет того, что стремящиеся к максимизации прибыли фирмы сталкиваются со *строго одинаковой ценой капитала* для любых инвестиционных проектов. Именно по этой причине, согласно данной теории, *независимо от состава инвесторов* оправданные проекты реализуются, а неоправданные отвергаются. Согласно классической теории, в наибольших объемах инвестиции осуществляются не теми фирмами, которые имеют самую низкую цену капитала, а теми, которые имеют наибольшее число привлекательных инвестиционных проектов (т. е. проектов с положительной чистой приведенной стоимостью).

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РИСК И ЦЕНА КАПИТАЛА

В принципе в качестве ставки процента для оценки инвестиций следует использовать фактическую цену привлечения денежных средств для финансирования того или иного инвестиционного проекта. Из теории Модильяни—Миллера вытекает, что осуществление фирмой такого проекта, который инвесторы не стали бы финансировать как отдельную инициативу, не может увеличить стоимость фирмы, поскольку общая рыночная стоимость фирмы может рассматриваться как сумма стоимостей отдельных компаний, созданных для реализации каждого из проектов фирмы. В классической финансовой модели доходы от реализации предлагаемого инвестиционного проекта могут считаться достаточно высокими только в том случае, если они являются привлекательными для рынка, т. е. для инвесторов, покупающих и продающих доли различных финансовых активов, обращающихся на рынках ценных бумаг. Для того чтобы определить ту норму дохода, которую потребует рынок, необходимо поближе познакомиться с тем, как квалифицированные инвесторы оценивают рискованные инвестиции.

Риск и доходность

Индивидуальный инвестор может столкнуться со множеством возможных способов инвестирования средств: акции фирм, облигации, недвижимость, инвестиционные фонды, банковские счета различных типов, произведения искусства, торговые карточки и т. д. Некоторые из них вполне безопасны, однако предлагают доходность, которая намного ниже, по крайней мере так было в прошлом, чем доходность более рискованных инвестиций. Другие виды капиталовложений в прошлом обеспечивали более высокую доходность, однако порой приносили инвесторам крупные убытки. Внутри любой отдельной группы рискованных инвестиций фактические значения доходности могут резко отличаться друг от друга. Примером может служить группа «акции небольших фирм, специализирующихся на высоких технологиях»: стоимость акций небольшой компьютерной фирмы может расти в то же самое время, когда падает стоимость акций небольшой фирмы, выпускающей прикладные программы. Как должен действовать инвестор при наличии таких рисков?

Было бы ошибкой со стороны инвестора задаться вопросом: какие инвестиции являются наиболее привлекательными? Такая формулировка вопроса является чересчур ограничительной. При соответствующем подборе инвести-

ций инвестор может сформировать *портфель* (набор активов), доходность которого может оказаться не ниже, чем у любого отдельного актива, но при этом доходы будут подвержены меньшей изменчивости. Поэтому инвестор должен сформулировать свой вопрос следующим образом: какой должна быть доля каждого из различных типов активов в моем инвестиционном портфеле?

Анализ средних значений и дисперсий. Традиционный подход к решению этого вопроса основан на трех главных предпосылках. Во-первых, инвестор не любит риск и предпочитает инвестиции с высоким ожидаемым уровнем дохода, при этом риск измеряется дисперсией доходов от инвестиций или их стандартным отклонением (корень квадратный из дисперсии). Именно такой тип предпочтений был принят для оценки стимулирующих контрактов в главе 7. Во-вторых, существуют безрисковые облигации, гарантирующие доходность (норму дохода) r . Наконец, рынки капитала являются *совершенными* рынками; другими словами, инвестор может покупать или продавать любые ценные бумаги в любом количестве, не оказывая при этом влияния на цену данных бумаг, и операции по купле-продаже ценных бумаг не сопряжены со сколько-нибудь значительными издержками.

Выбор, перед которым стоит инвестор, может быть представлен как совокупность из J активов; доли этих активов реализуются на рынках. Типичный актив j обеспечивает неопределенную норму дохода R_j , которая обычно выражается в процентном исчислении подобно процентной ставке.

В стандартной математической интерпретации инвестиционный портфель определяется как набор (вектор) чисел $(\alpha_1, \dots, \alpha_j)$, указывающих на то, какие доли общей инвестиционной суммы будут вложены в каждый из имеющихся активов. Эти доли в сумме, разумеется, должны составлять единицу. На реальных финансовых рынках могут заключаться (в определенных пределах) сделки, предусматривающие предоставление покупателю в будущем активов, которыми продавец в данный момент не владеет, но которые будут позднее им куплены для выполнения обязательств по контракту. Такая практика получила название короткой продажи, или *продажи без покрытия* (short selling); при этом некоторые из величин α_j становятся отрицательными числами. Независимо от наличия или отсутствия подобных сделок реализуемая инвестором доходность инвестиционного портфеля равна $\sum_{j=1}^J \alpha_j R_j$. Инвестор интересуется среднее значение и дисперсия этой доходности.

На рис. 14.1 изображен набор сочетаний средней доходности и стандартного отклонения, на которые инвестор может рассчитывать, выбрав тот или иной состав портфеля. В заштрихованном секторе расположены сочетания, получение которых возможно, когда портфель составлен только из рискованных активов. Каждая точка в данной области представляет собой доходность и уровень риска отдельного актива, имеющегося на рынке, или определенного портфеля активов. Точка r на вертикальной оси представляет собой соотношение риска и доходности, достигаемое при инвестировании средств только в безрисковые ценные бумаги. Рисунок выполнен с учетом того, что существуют инвестиции с ожидаемой доходностью выше, чем r , они и являются рисковыми.

Живив часть своего состояния в размере $1 - \beta$ в безрисковые облигации, а оставшуюся часть β — в рискованый портфель A со средней доходностью \bar{A} и стандартным отклонением S_A , инвестор создает новый портфель со средней



Рис. 14.1. Средняя доходность и уровень риска. Точки, расположенные на линии, проходящей через r , M , C , показывают наибольшую возможную среднюю доходность при любом уровне риска.

доходностью $(1 - \beta)r + \beta\bar{A}$ и стандартным отклонением $(1 - \beta)0 + \beta S_A = \beta S_A$.⁸ Соотношение риска и доходности B , например, может быть достигнуто при инвестировании одной трети общей суммы в портфель A и двух третей — в безрисковые облигации. Если инвестор может получить заем под r процентов, то в этом случае величина B может принимать значения больше единицы. Например, точка C достигается при наличии займа под r процентов и инвестировании всех имеющихся средств в портфель M .

Каким же образом инвесторы должны сочетать рискованные и безрисковые активы? Обратимся к рис. 14.1. Очевидно, что при любых уровнях стандартного отклонения наивысшая средняя доходность, достижимая для любого портфеля, находится на непрерывной линии, соединяющей M с точкой безрисковой доходности r . Также наивысшая доходность достигается при инвестировании части имеющихся средств в безрисковые облигации, а оставшейся части в портфель M . Отсюда вытекает ключевое положение теории инвестиционного портфеля.

Теорема однофондового портфеля. Для любого инвестора, интересующегося лишь средней величиной и дисперсией (или стандартным отклонением) доходности, оптимальный портфель представляет собой некоторую комбинацию безрисковых облигаций и портфеля рискованных активов, имеющего ожидаемые значения доходности и стандартного отклонения, соответствующие точке M на рис. 14.1.

Название теоремы отражает тот факт, что, если бы существовал взаимный фонд, портфель которого имеет соответствующее точке M на рис. 14.1 соотношение риска и доходности, ни одному инвестору никогда не понадобилось бы вкладывать средства в какие-нибудь активы, помимо данного фонда и безрисковых облигаций. В последующем анализе доходность такого единственного фонда (заранее неизвестная) будет обозначена символом R_M .

Формула ценообразования. Важным следствием приведенной теоремы является формула ценообразования, характеризующая соотношение между доходностью от покупки любых имеющихся на рынке активов и R_M . Пусть

⁸ Математическое доказательство: если доходность портфеля составляет R , то $E[\beta R + (1 - \beta)r] = (1 - \beta)r + \beta E[R]$ и $\text{Var}[(1 - \beta)r + \beta R] = \beta^2 \text{Var}(R) = \beta^2 S_A^2$.

R — некоторая доходность какого-либо актива. Тогда *дополнительная доходность* $\bar{R} - r$, т. е. ожидаемая доходность сверх ставки процента по безрисковым облигациям, будет определяться следующей формулой:

$$\bar{R} - r = \frac{\text{Cov}(R, R_M)}{\text{Var}(R_M)} (\bar{R}_M - r). \quad (14.1)$$

Интуитивно понятно, что ожидаемая доходность любого вложения капитала в ценные бумаги может быть разбита на безрисковую доходность и дополнительную доходность, которую можно рассматривать как компенсацию за риск, сопряженный с данным размещением капитала. Используя подходящее ожидаемое значение доходности данного актива, можно определить его приемлемую цену путем расчета приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков. В однопериодной модели текущая цена равна ожидаемому в будущем доходу, деленному на $1 + \bar{R}$. Например, если ожидаемые в будущем доходы равны 132 дол., а $\bar{R} = 10\%$, то приемлемая текущая цена актива равна 120 дол. (132 дол. : 1.10). Поскольку доходность \bar{R} определяет цену актива, формула (14.1) называется *формулой ценообразования* (pricing formula).

Эта формула первоначально может вызвать удивление. С учетом других наших предположений можно было ожидать, что уровень риска, сопряженного с отдельным инвестиционным проектом, будет измеряться показателем типа дисперсии, $\text{Var}(R)$. Однако в данном случае дело обстоит иначе: дополнительная доходность, компенсирующая риск, вообще не зависит от $\text{Var}(R)$. Вместо этого величина компенсации пропорциональна $\text{Cov}(R, R_M)$ — ковариации доходности данного актива с доходностью идеального фонда;⁹ в правой части формулы это единственный член, зависящий от R .

Эту загадку можно разрешить, если вспомнить о том, что инвестора волнуют не уровни риска отдельных инвестиций, а общий уровень риска портфеля в целом. Например, если один из активов имеет отрицательную ковариацию, то его доходность будет наивысшей именно тогда, когда значения доходности остальных активов портфеля будут самыми низкими. При включении его в портфель M такой актив, как правило, *уменьшает* колебания общей доходности портфеля. Избегающие риска инвесторы положительно оценят такое уменьшение колебаний и будут готовы согласиться с тем, что доходность данного актива ниже даже той доходности, которую они могли бы требовать от облигаций безрискового займа. Это снижение доходности рассматривается как своего рода страховая премия, выплачиваемая за снижение колебаний доходности портфеля в целом. Аналогично большая величина $\text{Cov}(R, R_M)$ свидетельствует о том, что значения доходности данного актива подвержены значительным колебаниям и, как правило, бывают высокими, когда значения доходности остальных активов портфеля находятся на высоком уровне, и наоборот. Владение таким активом, как правило, увеличивает амплитуду колебаний доходности портфеля и уровень риска портфеля в целом. Инвесторы будут приобретать такие активы лишь в том случае, если их ожидаемые доходности достаточно высоки, чтобы компенсировать эти колебания.

⁹ Напомним, что ковариация двух случайных величин x и y представляет собой математическое ожидание произведения $(x - \bar{x})(y - \bar{y})$ и является характеристикой их совместной изменчивости (см. Математическое приложение к главе 7).

Отметим, что приведенные выводы существенно отличаются от тех, которые могли бы быть сделаны при оценке активов изолированно друг от друга (распространенная ошибка). При таком подходе активы с одинаковой дисперсией доходности воспринимались бы как имеющие одинаковый уровень риска и соответственно инвестор счел бы необходимым требовать высокой дополнительной доходности. При оценке двух таких активов в составе портфеля они оказываются достаточно различными, и дополнительная доходность актива с отрицательной ковариацией в действительности должна быть отрицательной. Понятие портфеля является необходимой составной частью любой солидной теории инвестиций.

Математическое доказательство формулы ценообразования

Зададимся некоторым распределением доходности R со средним значением \bar{R} . Необходимо найти значение β , при котором соблюдается условие $\beta\bar{R}_M + (1 - \beta)r = \bar{R}$. Найти β означает найти такое сочетание инвестиций в идеальный фонд и безрисковые облигации, которое имело бы ту же ожидаемую величину доходности, что и R . (Если \bar{R} превышает \bar{R}_M , что возможно в том случае, когда данный актив имеет более высокий уровень риска, чем фонд, и соответственно на рис. 14.1 представлен точкой A_1 , расположенной в заштрихованной области выше и правее точки M , то β должна быть больше 1. Это означает, что коэффициент, на который умножается R , является отрицательной величиной и что искомая комбинация подразумевает «короткую» продажу безрисковых ценных бумаг). Значения средней доходности и стандартного отклонения для этого портфеля на рис. 14.1 находятся на непрерывной линии, проходящей через точку M . Сверившись с рисунком, убеждаемся, что этот портфель имеет наименьшую возможную дисперсию для заданного дохода \bar{R} .

Рассмотрим теперь комбинированный портфель, состоящий из части γ , инвестированной в актив R , и части $1 - \gamma$, инвестированной в фонд $\beta R_M + (1 - \beta)r$. Поскольку каждый из компонентов этого комбинированного портфеля имеет ожидаемую доходность \bar{R} , ожидаемая доходность будет также $\gamma\bar{R} + (1 - \gamma)\bar{R} = \bar{R}$. Следовательно, при любых значениях γ его дисперсия должна быть как минимум не ниже дисперсии портфеля $\beta R_M + (1 - \beta)r$. Таким образом, дисперсия доходности взвешенного портфеля должна быть минимальной при $\gamma = 0$. Эта дисперсия равна

$$\begin{aligned} \text{Var}[\gamma R + (1 - \gamma)(\beta R_M + (1 - \beta)r)] = \\ = \gamma^2 \text{Var}(R) + (1 - \gamma)^2 \beta^2 \text{Var}(R_M) + 2\gamma(1 - \gamma)\beta \text{Cov}(R, R_M). \end{aligned} \quad (14.2)$$

Этот минимум рассчитывается путем взятия производной по γ и приравняв ее 0 при $\gamma = 0$. Решая итоговое выражение для β , получаем

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R, R_M)}{\text{Var}(R_M)}. \quad (14.3)$$

Однако, согласно первоначальному определению β , должно выполняться условие $\bar{R} - r = \beta(\bar{R}_M - r)$. Следовательно,

$$\bar{R} - r = \frac{\text{Cov}(R, R_M)}{\text{Var}(R_M)} (\bar{R}_M - r), \quad (14.4)$$

что в точности соответствует приведенной выше формуле ценообразования.

Модель ценообразования на капитальные активы

Значение только что выведенной формулы ценообразования заключается в том, что она позволяет найти решение вопроса о том, каким образом должен учитываться риск при принятии инвестиционных решений. В формуле ожидаемая доходность нового проекта \bar{R} выражается через r и \bar{R}_M . Это цена капитала, которую следует использовать при расчете приведенной стоимости новых инвестиционных проектов вместо некоей нормы дохода, относящейся к портфелю активов фирмы в целом. Однако для того, чтобы эта формула оказалась полезной, нужно иметь возможность идентифицировать портфель, соответствующий точке M (рис. 14.1). Первой и наиболее важной попыткой идентифицировать точку M является модель ценообразования на капитальные активы Шарпа—Линтнера (САРМ).

Предположим, что все инвесторы осуществляют свои инвестиции в соответствии с теоремой однофондового портфеля. Поскольку в совокупности они владеют всеми имеющимися активами, то в том случае, если каждый из них владеет долей одного и того же фонда (доли могут быть разными), каждому из них должна принадлежать некая доля портфеля, состоящего из *всех* активов, и, таким образом, точка M соответствует рыночному портфелю, или портфелю, состоящему из всех финансовых активов. Даже тогда, когда инвесторы имеют различные портфели рискованных активов, но все эти портфели соответствуют точке M , то, поскольку рыночный портфель относится к числу портфелей, соответствующих точке M , он все же может использоваться для выполнения расчетов по формуле ценообразования.

Число β , рассчитанное в соответствии с формулой (14.3), где в качестве R_M взята доходность рыночного портфеля, именуется финансистами и квалифицированными инвесторами *бета-коэффициентом* ценной бумаги.

Согласно САРМ, дополнительная доходность ценной бумаги должна быть пропорциональна ее бета-коэффициенту, рассчитанному описанным выше способом. Эта зависимость, получившая название «линия рынка ценных бумаг», изображена на рис. 14.2. Точкой пересечения линии рынка ценных бумаг с ординатой является точка r , поскольку бета-коэффициент безрисковой облигации равен нулю. Линия имеет тенденцию к повышению, так как более высокое значение β свидетельствует о том, что данная ценная бумага увеличивает уровень риска портфеля и, следовательно, должна приносить доходы выше r , чтобы заинтересовать инвесторов. Фактический наклон линии определяется общей терпимостью инвесторов к риску и общей дисперсией доходов на рынке.

Оценка рискованных инвестиций фирмами. Значение САРМ для инвестиционных решений, принимаемых отдельными фирмами, состоит в том, что она предлагает теоретически правильный способ учета уровня риска проек-

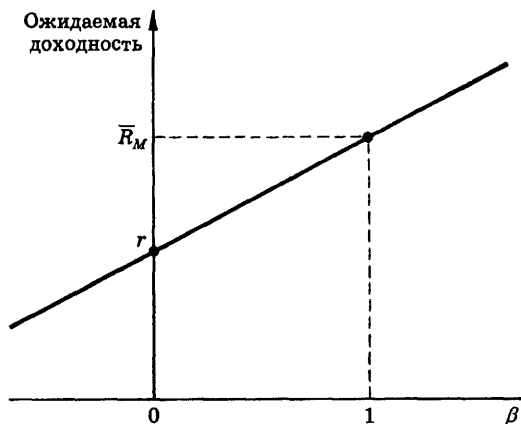


Рис. 14.2. Линия рынка ценных бумаг. Ожидаемая доходность линейно зависит от β и не зависит от дисперсии доходности самих ценных бумаг.

тов фирмы при расчете приведенной стоимости. Согласно САРМ, единственным имеющим значение показателем уровня риска является бета-коэффициент. Те элементы произвольности или неопределенности в доходности проекта, которые являются *идиосинкратическими*, или *несистематическими*, т. е. не связанными с изменениями доходности на рынке в целом (*систематический риск*), согласно САРМ, не должны учитываться при определении процентной ставки, используемой при оценке инвестиций; такие элементы соответственно не должны компенсироваться инвесторами, поскольку те фактически не будут нести на себе риск данного типа.

Это теоретическое положение о несущественности идиосинкратического риска следует дополнить двумя важными оговорками. Обе они вытекают из признания того факта, что хотя такой риск и не может иметь непосредственного значения для внешних инвесторов, он может иметь важные последствия внутри самой фирмы. В одном случае это может иметь место, когда фирма в целях мотивации своих менеджеров использует систему стимулирования по результатам работы. Подобно любому другому риску, идиосинкратический риск, связанный с инвестиционным проектом, представляет собой ту составляющую дохода от проекта, которая не может контролироваться менеджером. Такой риск затрудняет оценку качества работы менеджера и делает стимулирование повышения качества работы более сложной и дорогостоящей задачей. Еще хуже то, что в отличие от систематического риска, который оказывает влияние на все проекты одного типа, идиосинкратический риск не может быть выявлен и уменьшен при помощи метода сравнительных оценок. Эти издержки должны учитываться фирмами при оценке потенциальных инвестиций.

Во-вторых, в тех случаях, когда проект может быть аннулирован или расширен по мере снятия ранее существовавшей неопределенности, эта неопределенность фактически может увеличивать стоимость. Например, проведение исследований в области синтетического горючего может оказаться экономически неоправданным, если фактическая динамика цен на энергоресурсы совпадет с ожидаемой. Если бы не существовало неопределенности в отношении будущих цен на энергоресурсы, подобные исследования не стоило бы и проводить. Однако в действительности такая неопределенность существует, и в результате этого данные исследования могут оказаться оправданными. При воз-

растании неопределенности инвестиции, увеличивающие число вариантов, имеющих у инвестора, могут приобрести очень высокую стоимость — даже если отдельные варианты в рамках наиболее вероятного сценария не имеют никакой стоимости.

Тот же эффект существует и в случае с индивидуальными инвесторами, владеющими варрантами или иными правами на приобретение акций фирм по заранее определенной цене. Эти права могут оказаться не имеющими стоимости в том случае, если стоимость акций не претерпевает больших изменений, но они могут и приобрести вполне ощутимую стоимость, если курсы акций окажутся труднопредсказуемыми, поскольку такая неопределенность увеличивает вероятность получения крупной прибыли за счет реализации этих прав.

Критика и расширения CAPM. CAPM стала первой углубленной теорией влияния риска на доходность ценных бумаг, однако она вряд ли является последним словом науки по данному вопросу. Эта теория подверглась разнообразной критике, что способствовало ее модификации и возникновению альтернативных теорий.

Одно из важнейших критических замечаний заключается в том, что, поскольку совокупность всех имеющихся на рынке активов включает в себя и такие активы, доходность которых с трудом поддается определению, например жилью и другое недвижимое имущество, формула ценообразования с R_M на базе рыночного портфеля не может быть проверена при помощи имеющихся данных. Это весьма убедительное возражение против CAPM, главным образом потому, что необходимые для проверки данные едва ли когда-нибудь станут доступными.

Другие критики CAPM фокусируют свое внимание на предпосылках, заложенных в основу этой теории. Что в действительности может играть роль безрисковой облигации? Даже облигации государственного долга, которые никоим образом не могут остаться непогашенными, являются рисковыми, если рассматривать их в *номинальном* (денежном) выражении, как они почти всегда рассматриваются: непредсказуемые изменения в уровне цен делают неопределенной *реальную* стоимость доходов, которые принесут эти облигации. Что произойдет, если некоторые инвесторы при оценке своих портфелей станут рассматривать в качестве рискового актива свой человеческий капитал? Для многих людей такой подход, несомненно, будет логичным и разумным, поскольку накопленный ими в течение многих лет учебы и трудовой деятельности человеческий капитал является самым ценным из всех принадлежащих им активов. Что произойдет в том случае, если некоторые инвесторы не будут действовать рационально, как подразумевается этой теорией? Ведь утверждение о соответствии R_M рыночному портфелю основывается на предположении о рациональном поведении всех инвесторов.

Ученые-экономисты продолжают изучение всех этих проблем и их влияния на теоретические заключения, однако единого мнения по данным вопросам еще не сложилось.

Ожидания, формирование цен на активы и эффективность

Очень большое место в CAPM и большинстве других теорий ценообразования занимает математическое понятие *ожидаемых* значений доходности. Однако когда мы пытаемся применить данные модели к явлениям реального

мира, возникает серьезный вопрос: чьи ожидания должны братья за основу при применении модели? Вряд ли инвесторы имеют одинаковые ожидания в отношении будущих результатов деятельности фирмы. Менеджеры фирм имеют собственные ожидания относительно результатов, к которым приведут принимаемые ими решения, и эти ожидания часто бывают более оптимистичными, чем ожидания инвесторов-аутсайдеров.

Чтобы наполнить теорию эмпирическим содержанием, мы пользуемся метафорой *рынка* как некоего единого инвестора, чьи ожидания представляют собой своего рода средневзвешенную ожиданий реальных инвесторов, причем веса зависят от размеров сумм, инвестируемых различными индивидами. Для эмпирической проверки теории необходимо установить, являются ли ожидания рынка разумной и точной оценкой будущих доходов фирмы.

Все вопросы, связанные с ожиданиями рынка, могут показаться сугубо абстрактными, однако в действительности они имеют непосредственное практическое значение как для бизнеса, так и для политической жизни общества. Если цены акций действительно определяются в соответствии с формулой ценообразования, в которой ожидания рынка основаны на солидном анализе всей доступной инвесторам и менеджерам информации, то столь же хорошо обоснованной будет и цена капитала для различных инвестиционных проектов, и фирмы тем самым будут иметь стимулы для осуществления необходимых инвестиций. Менеджеры не будут опасаться, что солидные инвестиции, осуществляемые в настоящий момент в надежде на получение долгосрочного дохода, снизят рыночную цену акций, нанесут ущерб акционерам и сделают фирму более уязвимой с точки зрения скупки контрольного пакета. Кроме того, как отмечалось в главе 13, если цены акций точно отражают их стоимость, изменения этих цен могут служить эффективной основой для оценки качества работы руководителей фирм и определения размеров вознаграждения их усилий. В противном случае, если ожидания, отражающиеся в рыночных ценах, не являются хорошо обоснованными, даже наилучшим образом управляемые фирмы могут оказаться в числе наиболее вероятных жертв скупщиков контрольных пакетов, а привязка вознаграждения к уровню рыночных цен акций может побудить менеджеров не к созданию новой стоимости, а к манипуляциям ожиданиями инвесторов. Ввиду всего сказанного вопрос о том, насколько хорошо цены акций отражают теоретические стоимости фирм, приобретает исключительно важное значение.

ИНФОРМАЦИЯ И ЦЕНЫ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

Ожидания инвестора зависят от его осведомленности. Например, работник фармацевтической компании, знающий о том, что фирма собирается объявить о создании вакцины от СПИДа, или о том, что отчет о прибылях и убытках за ближайший квартал будет содержать неожиданно высокие показатели объема продаж и прибыли, или о том, что его компания вскоре сольется с более крупной фирмой на весьма выгодных условиях, обычно будет ожидать более высокого дохода от владения акциями этой компании, чем другие инвесторы, не располагающие такой информацией. Поэтому

вопрос о том, насколько хорошо цены акций отражают теоретические стоимости фирм, можно разделить на две части: какой информацией пользуется рынок при оценке фирм и насколько правильно он использует эту информацию?

Гипотеза эффективности рынков и ее формы

Наиболее оптимистическими ответами на эти вопросы являются различные формы *гипотезы эффективности рынков*. Все они утверждают, что формирование цен на ценные бумаги определяется ожиданиями инвесторов и что эти ожидания формируются в результате эффективной обработки доступной инвесторам информации. Различие между ними заключается в определении минимального объема информации, которая используется при формировании этих ожиданий. *Слабая форма гипотезы эффективности рынков* имеет место тогда, когда соответствующие ожидания основываются по крайней мере на информации о ценах фондового рынка в прошлом и в данный момент. Другими словами, инвестор, которому известны лишь тенденции изменения цен акций различных корпораций в прошлом, не может, исходя только из этой информации, выбрать акции, которые в среднем будут приносить дополнительный доход выше того, который прогнозируется при помощи формулы ценообразования. Способность делать такой выбор свидетельствовала бы о неправильности теоремы; это означало бы, что цены акций не являются точным отражением наилучшего прогноза стоимости, выполненного на основании всей информации, содержащейся в прошлых и текущих ценах. Если слабая форма гипотезы эффективности рынков верна, то приверженцы *технического анализа* — прогнозирования динамики цен в будущем на основании сведений о динамике цен в прошлом — это попросту шарлатаны, чьим предсказаниям нельзя доверять. Не существует каких-либо тенденций изменения цен во времени, и в качестве расчетных будущих цен лучше всего попросту использовать цены сегодняшнего дня.

Были предложены еще две формы этой гипотезы. В соответствии с *умеренной формой гипотезы эффективности рынков* в основе ожиданий рынка лежит целый комплекс информации, включающий в себя помимо цен прошлых периодов всю остальную общедоступную информацию, содержащуюся, например, в отчетах о прибылях и убытках и сообщениях прессы об объявленных прибылях, новых видах продукции, скупках контрольных пакетов, изменениях в составе руководства фирм и т. д. Однако данная форма гипотезы эффективности рынков не предполагает, что в ценах должна отражаться и информация, как правило не становящаяся общеизвестной: в случае с вакциной от СПИДа цена акций фирмы не обязательно изменится после разработки вакцины; это изменение обязательно произойдет лишь после того, как об этом событии станет известно общественности. Согласно данной форме гипотезы, инвестор, формирующий портфель на основе только сведений о ценах акций в прошлом, а также сообщениях о прибылях и убытках и тому подобной общедоступной информации, не сможет обеспечить себе среднюю доходность, превышающую ту, которая была спрогнозирована с помощью формулы ценообразования. В данном случае оптимальная стратегия заключается в покупке и сохранении диверсифицированного рыночного портфеля.

«СДЕЛКИ ПОСВЯЩЕННЫХ» И ЭФФЕКТИВНОСТЬ РЫНКА

В США «сделки посвященных», т. е. использование частной внутрифирменной информации в личных коммерческих операциях, считаются противозаконной деятельностью, и в последние годы Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) и федеральные прокуроры возбудили ряд уголовных дел (а не гражданских исков) против лиц, обвиненных в совершении таких операций. К сожалению, ни законы, ни правительственные постановления не дают точного определения данных операций. Основная идея, однако, заключается в том, что лица, которые в силу своего служебного положения обладают доступом к информации, которая может быть использована для прогнозирования доходов на акции и цен акций, не должны использовать ее в целях личного обогащения. Например, ответственный работник корпорации, ознакомившись с сообщениями о получении неожиданно высокой прибыли, после этого не имеет права приобретать акции фирмы или — что, возможно, является еще более серьезным нарушением закона — убеждать акционеров в том, что прибыль велика, и затем покупать акции, извлекая выгоду из временного падения цены. (Именно один из таких случаев, имевший место в 1942 г., побудил SEC ввести Правило 10b-5, на основании которого ведется судебное преследование лиц, обвиняемых в совершении «сделок посвященных»).

Дискуссии, ведущиеся на эту тему в деловых и правительственных кругах, по большей части сводятся к вопросу о том, какие именно запреты и для кого следует установить. Вместе с тем юристы, финансисты и крупные ученые-экономисты активно обсуждают и вопрос о том, целесообразно ли вообще вводить какие-либо ограничения для «сделок посвященных». Начало этим дебатам положил в середине 60-х гг. Генри Манн, и они продолжают и по сей день.

Противники запрещения «сделок посвященных» в основном приводят три аргумента. Во-первых, разрешение таких сделок привело бы к более быстрому отражению существующей информации в рыночных ценах и соответственно эти цены более точно отражали бы теоретические стоимости фирм. Во-вторых, если фирмы желают вознаграждать своих работников, разрешая им использовать внутрифирменную информацию в личных целях, почему бы и не позволить им заключать такие соглашения? Логика этого аргумента состоит в том, что данная информация принадлежит фирме и фирма должна иметь возможность распоряжаться ею по своему усмотрению. В-третьих, «сделки посвященных» так или иначе представляют собой широко распространенное явление, запрет неосуществим, а попытки осуществить его приводят к несправедливостям. Доказательством справедливости этого довода служит большое количество случаев, когда изменения цен начинаются в период между получением информации работниками фирм и ее официальным оглашением. Эти случаи настолько часты, что ученые, проводящие «исследования событий» с целью измерить реакцию рынка на различные события и сообщения, автоматически включают в рассматриваемый период несколько дней, предшествующих обнародованию информации; в противном случае значительная часть изучаемой реакции осталась бы неучтенной.

Контраргументы зачастую имеют моральный характер, однако «сделки посвященных» могут быть подвергнуты критике и с позиций эффективности. Во-первых, максимальный выигрыш от этих сделок в том, что касается отражения информации в ценах, составляет всего несколько дней, а это не имеет сколько-нибудь ощутимого значения для эффективности инвестиционных решений. Более существенной представляется создаваемая такими сделками проблема ухудшающегося отбора, вследствие которой снижается эффективность функционирования рынка. Если рядовые субъекты рынка вступают в отношения с информирован-

ными посвященными, то они оказываются в безыигрышной ситуации: посвященные будут совершать сделки только тогда, когда имеющаяся у них частная информация указывает на то, что их контрагенты окажутся в проигрыше. Это может отпугивать прочих субъектов рынка, приводить к уменьшению объема сделок и к замедлению их совершения, что едва ли будет способствовать повышению общей эффективности экономики.

Наконец, *сильная форма гипотезы эффективности рынков* утверждает, что рыночные цены отражают даже ту информацию, которая доступна лишь менеджерам и ответственным работникам фирм, но не общественности. Такая ситуация может иметь место в тех случаях, когда осведомленные лица, например тот работник фармацевтической фирмы, которому известно о вакцине от СПИДа, начинают сами совершать сделки на рынке ценных бумаг, руководствуясь частной информацией, или когда частная информация просачивается к аналитикам или друзьям и родственникам осведомленных лиц. Сделки, совершаемые ими на основании этой информации, скорее всего, изменят цены акций так, что в них найдет отражение такая информация и ее влияние на будущие доходы. Во врезке «Сделки посвященных» рассматриваются социальные последствия такой деятельности.

Как цены реагируют на информацию. Теоретические аргументы в поддержку гипотезы эффективности рынков в значительной мере основаны на несложной теории поведения инвесторов: если ожидания, воплотившиеся в ценах, недостаточно точно отражают имеющуюся информацию о будущих доходах, то инвесторы, обратившие внимание на эту информацию, скорее всего, захотят купить те акции, ожидаемый доход по которым наиболее высок по отношению к их ценам. Этот дополнительный спрос приведет к повышению цен данных акций и соответственно к снижению их доходности. Аналогичным образом инвесторы станут продавать акции, цены которых завышены, в результате чего цены таких акций снизятся, а их ожидаемые доходности возрастут. При наличии достаточного количества квалифицированных инвесторов, уделяющих внимание соответствующей информации и реагирующих на нее, цены акций никогда не смогут значительно отклониться от уровня, предписанного им теорией.

Внимательное изучение теории инвестиционного портфеля лишь частично подтверждает эти аргументы. Действительно, при прочих равных условиях (например, одинаковых бета-коэффициентах) инвесторы будут склонны покупать те акции, по которым ожидаются более высокие значения доходности. Спрос со стороны квалифицированных инвесторов будет способствовать приближению цен данных акций к уровню, соответствующему их ожиданиям. Однако дополнительный спрос в процентном исчислении составит лишь часть ожидаемого дополнительного дохода. Размеры остающейся разницы между ожидаемой и фактически складывающейся ценой будут зависеть от удельного веса информированных и квалифицированных инвесторов в общей численности инвесторов и от уровня риска, связанного с уменьшением диверсификации портфелей в результате осуществления таких операций. Ожидания рынка остаются средневзвешенными ожиданиями всех инвесторов, и вес ожиданий квалифицированных инвесторов зависит от их доли в общем объеме инвестиций.

Если бы подавляющее большинство сделок на рынке совершалось квалифицированными инвесторами, то цены отражали бы их ожидания, основанные на высокой степени информированности. Однако можно предположить, что значительная доля общего объема сделок приходится на тех субъектов рынка, которые покупают и продают активы не на основании собственных рациональных прогнозов динамики цен, а следуя советам каких-нибудь консультантов по инвестициям из газет или с телевидения, которые дают им «неоспоримые» указания о том, когда и какие операции следует совершать; они могут также просто стремиться вслед за общей массой прочих инвесторов (или, наоборот, стремиться выделиться из общей массы) или же пытаться «действовать с умом», но при этом выбирать неправильные модели поведения. Поэтому средневзвешенные ожидания не могут наилучшим образом отражать всю имеющуюся информацию и могут изменяться в большей степени, чем это оправдано изменениями в реальной экономической ситуации. Результатом этого могут быть поветрия, бумы и внезапные крахи. Чтобы разобраться в различных факторах, определяющих уровень цен, необходимо оценить имеющиеся эмпирические свидетельства.

Проверка гипотезы эффективности рынков

В первые годы после появления гипотезы эффективности рынков для ее проверки в основном привлекались данные о краткосрочных изменениях цен. Получаемый инвестором доход на акции за любой период складывается из дивидендов, выплачиваемых за этот период, и прироста цены акций. На основании таких данных рассчитывается норма дохода, после чего проводится статистический анализ с целью выявить наличие или отсутствие зависимости нормы дохода за любой данный период от норм дохода за предшествующие периоды. Если верна слабая форма гипотезы эффективности рынков, то такой зависимости не должно быть: сегодняшние изменения цен акций не должны быть связаны с их вчерашними изменениями. Когда данное предположение было высказано впервые, оно рассматривалось как весьма смелое предсказание, однако впоследствии оно неоднократно подтверждалось результатами целой серии исследований.¹⁰ Аналогичные исследования, посвященные умеренной форме гипотезы эффективности рынков, не позволили выявить какую-нибудь общедоступную информацию, которая могла бы оказаться полезной для прогнозирования краткосрочной динамики цен.¹¹

Доказательства того, что рыночные цены отражают не только общедоступную информацию (как утверждает сильная форма гипотезы эффективности рынков), были получены при помощи методики, именуемой *исследованием события* (при этом подходе с помощью CAPM или какой-либо другой модели ценообразования рассчитывается предполагаемая динамика цены каких-либо акций за определенный период при отсутствии новой информации,

¹⁰ См.: Fama E. Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work // Journ. Finance. 1970. Vol. 25. May. P. 383—417.

¹¹ Обзор этих исследований см.: Malkiel B. Efficient Markets Hypothesis // The New Palgrave : A Dictionary of Economics. Ed. by J. Eatwell, M. Milgate, P. Newman. London : Macmillan Press, 1987. Vol. 2. P. 120—123; более полно, но и в более профессиональном разрезе: LeRoy S. Efficient Capital Markets and Martingales // Journ. Econ. Lit. 1989. Vol. 28. Dec. P. 1583—1621.

а затем полученные результаты сравниваются с фактическими данными за аналогичный период, в течение которого произошло какое-то событие, например была обнародована новая информация). Например, если компания сообщила о том, что получена прибыль меньше той, которую прогнозировали аналитики фондового рынка или сама фирма, то можно ожидать, что такое сообщение станет причиной снижения курса акций этой фирмы по отношению к рынку в целом. Однако имеющиеся данные свидетельствуют о том, что, хотя низкие прибыли действительно приводят к снижению цен акций, значительная часть снижения цены приходится на несколько дней, *предшествующих публичному объявлению о размере прибыли*. Как правило, это период между моментом завершения сотрудниками фирмы работы по составлению отчета о прибылях и убытках и моментом обнародования отчета.¹² Повышение соответствующих цен накануне объявлений о слиянии компаний также позволяет предполагать, что в ценах акций отражается и частная информация.

В результате этих исследований к концу 70-х гг. в академических кругах в значительной мере установилось согласие относительно общей справедливости, по крайней мере слабой формы гипотезы эффективности рынков; ученые верили в возможность реального подтверждения умеренной формы гипотезы эффективности и выразили некоторую готовность обсуждать возможность проявления ее сильной формы.

Негативные свидетельства. В 1981 г. были опубликованы две работы, которые разрушили согласие и поставили под серьезные сомнения соответствие реальной динамики совокупных цен акций гипотезе эффективности рынков.¹³ Эти работы доказывали, что колебания цен акций слишком велики для того, чтобы их можно было объяснить как реакцию на изменения ожиданий в отношении будущих дивидендов. Позднее статистический анализ долгосрочной динамики цен продемонстрировал наличие существенных негативных корреляций на протяжении периодов в 3–5 лет, что не соответствовало элементарным версиям данной теории, которые использовались в более ранних эмпирических исследованиях.¹⁴ Экономические исследования последних лет в целом подтверждают мнение о неполном соответствии слабой формы гипотезы эффективности рынков реальному положению вещей, однако они свидетельствуют о том, что отклонения фактических цен от теоретических не настолько велики, чтобы полностью опровергнуть эту гипотезу.¹⁵

Всемирный крах фондовых рынков 19 октября 1987 г. дает еще более веские основания для того, чтобы усомниться в истинности этой гипотезы.

¹² См.: *Foster G. Financial Statement Analysis*. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice Hall, 1986. P. 380. Осложняющим обстоятельством здесь является то, что данная информация, по-видимому, может становиться общедоступной еще до ее опубликования в «Wall Street Journal», однако исследователи в своих работах зачастую принимают за дату обнародования информации день появления соответствующего материала в этом издании.

¹³ *LeRoy S. F., Porter R. D. Stock Price Volatility : Tests Based on Implied Variance Bounds // Econometrica*. 1981. Vol. 49. P. 555–574; *Shiller R. J. Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? // Amer. Econ. Rev.* 1981. Vol. 71. June. P. 421–436.

¹⁴ *Fama E., French K. Permanent and Temporary Components of Stock Prices // Journ. Polit. Econ.* 1988. Vol. 96. Apr. P. 246–273.

¹⁵ *Mankiw N. G., Romer D., Shapiro M. Stock Market Forecastability and Volatility : A Statistical Appraisal // Rev. Econ. Stud.* 1991. Vol. 58. May. P. 455–478.

Трудно понять, какие же именно новости могли побудить инвесторов между пятницей и понедельником пересмотреть свои ожидания в отношении будущих доходов настолько, что это вызвало снижение цен акций почти на треть.

Близорукие рынки и близорукие менеджеры

В первую очередь критики гипотезы эффективности рынков подвергали сомнению ее применимость к явлениям реального мира. Имеются эмпирические данные, которые позволяют оспаривать истинность умеренной и даже слабой формы этой гипотезы. Второе направление критики не зависит от имеющихся эмпирических доказательств и исходит из следующего положения: если только не является истинной и сильная форма гипотезы эффективности рынков, то максимизация рыночной стоимости акций не может рассматриваться как цель, к которой должны стремиться менеджеры фирмы. В общем виде при условии отсутствия сильной формы гипотезы эффективности руководители фирм лучше информированы о стоимости различных альтернатив, чем инвесторы, и могут использовать свою информированность в целях правильного выбора направлений деятельности фирмы, независимо от того, как этот выбор отразится на рыночной цене акций. Эта проблема имеет особое значение для многих фирм, в которых высшие руководители получают вознаграждения в зависимости от цены акций, но она существует и для остальных фирм, руководители которых могут считать, что для сохранения своих постов им необходимо добиваться хороших показателей курса акций.

Как правило, инвесторам легче собрать и оценить информацию о некоторых факторах, определяющих теоретическую стоимость, например о прибылях за непродолжительный период или об объемах продаж существующей продукции, чем о других таких факторах, например о рыночном потенциале разрабатываемой продукции. Рыночные цены, естественно, будут в большей степени реагировать на те источники стоимости, которые способны распознать рынок, например на квартальные показатели объема продаж прибыли, чем на такие факторы, как инвестиции в многообещающие новые технологии, оценить которые инвесторам значительно труднее. Следовательно, руководитель, чье вознаграждение зависит от цены акций, будет склонен уделять слишком много внимания тем видам деятельности, которые сулят улучшения краткосрочных показателей, в ущерб тем, выгоды которых в данное время будут скрыты от инвесторов.

Что еще хуже — эта проблема может самообостриться: инвесторы, осуществляющие краткосрочные капиталовложения, склонны собирать ту информацию, которая имеет наибольшую ценность для прогнозирования краткосрочных изменений. Осознав, что цены акций в первую очередь определяются краткосрочными показателями фирмы, такие инвесторы с еще большим энтузиазмом станут добывать заблаговременную и точную информацию о прибылях, пренебрегая столь сложными, дорогостоящими и требующими времени занятиями, как оценка долгосрочных перспектив фирмы.

Формализованная модель. Большинство этих тезисов можно проиллюстрировать при помощи модели поручитель—исполнитель типа той, которая была представлена в главе 7 и в которую также была включена модель формирования цен акций. В данной модели стоимость фирмы зависит от распределения усилий ее высших руководителей по созданию текущих и будущих

прибылей. Преимущество руководства фирмы над инвесторами в области информации заключается в том, что лишь руководству известно, сколько усилий оно посвятило краткосрочным операциям, а сколько — долгосрочной деятельности. Инвесторы пытаются рассчитать величины текущих и будущих прибылей, собирая соответствующую информацию, и стоимость, которой они наделяют данную фирму, точно отражает результаты этих расчетов. Таким образом, цены акций точно отражают всю общедоступную информацию, и тем не менее выясняется, что руководство будет посвящать слишком много усилий увеличению краткосрочных доходов и слишком мало — увеличению долгосрочных прибылей. Ключ к анализу этого явления дает то обстоятельство, что распределение усилий руководства определяется принципом равного вознаграждения.

Математический анализ модели

Предположим, что имеется фирма, чья теоретическая стоимость V представляет собой сумму стоимостей текущих и будущих прибылей фирмы. Сами текущие прибыли в свою очередь являются суммой двух слагаемых. Одно из них, $C(t_C)$, зависит от времени и усилий t_C , посвященных высшим руководством фирмы наращиванию этих прибылей. Второе слагаемое, V_C , представляет все остальные неизвестные факторы, влияющие на величину прибыли ближайшего периода, — исторические, конъюнктурные, случайные. Аналогичным образом будущие прибыли представляют собой сумму двух слагаемых: первое, $F(t_F)$, зависит от затраченных руководством времени и усилий, а второе, V_F , представляет все прочие факторы, оказывающие влияние на величину прибылей. Таким образом, общая стоимость может быть представлена как

$$V = C(t_C) + V_C + F(t_F) + V_F.$$

Инвесторы не могут непосредственно оценивать эти составляющие стоимости, однако они имеют возможность собирать неполную информацию о них. В данной модели первоначально существующая у инвесторов неопределенность в отношении двух компонентов стоимости будет выражена тем, что V_C и V_F будут рассматриваться как случайные переменные: в целях упрощения примем, что эти переменные имеют нормальное распределение со средними значениями \bar{V}_C и \bar{V}_F и дисперсиями, равными $1/\rho_C$ и $1/\rho_F$. (Величины ρ_C и ρ_F представляют собой результаты расчетов, сделанных инвесторами на основе их собственных оценок компонентов стоимости). Информация о перспективах получения прибылей, собираемая инвесторами, представляется выражениями $C(t_C) + V_C + \varepsilon_C$ для текущих прибылей и $F(t_F) + V_F + \varepsilon_F$ для долгосрочных прибылей. Члены ε_C и ε_F — случайные ошибки в собранной инвесторами информации. Введение таких членов позволяет учесть неполный характер собираемой инвесторами информации. Примем, что средние значения этих членов равны нулю, а дисперсии — $1/\pi_C$ и $1/\pi_F$. Условимся, наконец, что ожидаемые инвесторами затраты времени менеджеров на два вида деятельности составляют \bar{t}_C и \bar{t}_F .

Статистический расчет показывает, что после сбора соответствующей информации инвесторы оценивают текущие компоненты стоимости фирмы следующим образом:

$$\hat{V}_C = \frac{\rho_C(C(\bar{t}_C) + \bar{V}_C) + \pi_C(C(t_C) + V_C + \varepsilon_C)}{\rho_C + \pi_C}$$

и

$$\hat{V}_F = \frac{\rho_F(F(\bar{t}_F) + \bar{V}_F) + \pi_F(F(t_F) + V_F + \varepsilon_F)}{\rho_F + \pi_F}.$$

В выражении для \hat{V}_C член $C(\bar{t}_C) + \bar{V}_C$ представляет собой первичные ожидания инвесторов, основанные на их первоначальных представлениях о стиле действия менеджеров и основных показателях фирмы. Аналогично член $C(t_C) + V_C + \varepsilon_C$ — оценка, которая сформировалась бы у инвесторов на основании исключительно вновь полученной несовершенной информации. Их фактическая оценка представляет собой взвешенную сумму двух этих компонентов, где веса определяются точностью каждого источника информации. Аналогично интерпретируется и выражение для \hat{V}_F .

Согласно САРМ, для любых фиксированных значений бета-коэффициентов цена акции находится в зависимости от ожиданий инвесторов относительно общих доходов $\hat{V}_C + \hat{V}_F$. К этому же заключению приводят и другие модели формирования цен акций. Таким образом, общая цена акций пропорциональна:

$$\hat{V}_C + \hat{V}_F = \frac{\rho_C(\bar{V}_C + C(\bar{t}_C)) + \pi_C(V_C + C(t_C) + \varepsilon_C)}{\rho_C + \pi_C} + \frac{\rho_F(\bar{V}_F + F(\bar{t}_F)) + \pi_F(V_F + F(t_F) + \varepsilon_F)}{\rho_F + \pi_F}.$$

Если премиальные высшего руководства фирмы находятся в пропорциональной зависимости от изменения цены акций, то предельное вознаграждение руководителей за усилия (t_C) по повышению текущих прибылей будет пропорционально $C'(t_C)\pi_C/(\rho_C + \pi_C)$, а за ориентированные на будущее усилия (t_F) пропорционально $F'(t_F)\pi_F/(\rho_F + \pi_F)$. В каждом из этих случаев выражение пропорционально предельному объему усилий по созданию соответствующего компонента стоимости, умноженному на вес, который инвесторы придают соответствующей информации. Этот вес представляет собой относительную точность новой информации по сравнению с любой ранее существовавшей информацией.

В соответствии с принципом равного вознаграждения, если необходимо побудить высших руководителей фирмы уделять определенное время и усилия обоим видам деятельности, то их доходы от обоих видов усилий должны быть равными:

$$\frac{\pi_C}{\rho_C + \pi_C} C'(t_C) = \frac{\pi_F}{\rho_F + \pi_F} F'(t_F).$$

Принцип эффективности, однако, требует и равенства предельных стоимостей, создаваемых усилиями на каждом из этих направлений деятельности: $C'(t_C) = F'(t_F)$.

Ранее мы приняли как гипотезу, что больший вес будет придаваться показателю текущей деятельности. Статистическое условие, обеспечивающее такое положение, выглядит следующим образом:

$$\frac{\pi_C}{\rho_C + \pi_C} > \frac{\pi_F}{\rho_F + \pi_F}.$$

Это неравенство означает, что погрешность в прогнозах текущих показателей меньше, чем в прогнозах прибылей более отдаленных будущих периодов (в обоих случаях погрешность определяется относительно погрешности первичной информации).

Данное неравенство в сочетании с непосредственно предшествовавшим ему равенством позволяет сделать вывод о том, что $F'(t_F) > C'(t_C)$. Это распределение усилий не является эффективным. Предельный прирост стоимости за счет дополнительных усилий по повышению долгосрочных прибылей больше, чем аналогичный показатель для текущих прибылей. Теоретическая стоимость фирмы может быть увеличена в том случае, если удастся побудить ее высшее руководство игнорировать рыночные оценки и перенести часть своих усилий с деятельности, ориентированной на достижение ближайших краткосрочных целей, на деятельность, ориентированную на более отдаленные во времени цели.

Выводы из модели. Эта математическая интерпретация проясняет три момента. Во-первых, способность цен реагировать на информацию, касающуюся текущих и будущих доходов, зависит не только от точности информации, но и от точности тех сведений о доходах, которые имелись до поступления этой информации. Если долгосрочные показатели фирмы являются весьма неопределенными, то нельзя исключить возможность того, что даже относительно скудная информация о соответствующих перспективах вызовет существенную реакцию. Во-вторых, данная проблема порождена не какой-либо особой ошибочной склонностью инвесторов переоценивать краткосрочные показатели. В ее основе лежит тот факт, что менеджеры лучше, чем инвесторы, информированы о направлениях своей деятельности по увеличению стоимости фирмы. Если бы инвесторы могли непосредственно следить за действиями менеджеров и их результатами — $C'(t_C)$ и $F'(t_F)$ в модели, — то они могли бы точно реагировать на результаты деятельности менеджеров соответствующими изменениями цены акций. Понимание проблемы является первым шагом к разработке лучших решений, о чем будет говориться в следующей главе. Наконец, справедливость этих рассуждений не зависит от «правильности» ожиданий инвесторов в отношении теоретических стоимостей (\bar{V}_C и \bar{V}_F) или усилий менеджеров (\bar{t}_C и \bar{t}_F). Действительно, в формализованной модели количественные значения данных параметров не играют какой-либо роли. Если инвесторы используют новую информацию так, как это предусматривается моделью, то они будут придавать краткосрочным показателям больший вес, нежели долгосрочным показателям. В соответствии с моделью именно данное обстоятельство побуждает менеджеров уделять больше внимания краткосроч-

ным результатам деятельности и соответственно меньше внимания долгосрочным результатам по сравнению с тем, что необходимо для максимизации теоретической стоимости.

Значение новых теорий для организаций

Рассмотренные здесь новые теории ставят под сомнение как различные формы гипотезы эффективности рынков, так и вытекающие из этой гипотезы экономические и политические выводы. Во-первых, согласно этим теориям, все формы гипотезы эффективности рынков являются ложными ввиду наличия большого количества неквалифицированных инвесторов, чьи основанные на некачественной информации мнения и изменчивые ожидания отражаются на ценах, делая их неточными и чрезмерно изменчивыми. Однако ложность самой гипотезы не означает ложности всех выводов из нее. Существование некоторого числа квалифицированных инвесторов все же подразумевает наличие некоторых пределов для возможных колебаний цен на различные виды активов, и этим обстоятельством может объясняться тот известный факт, что весьма сложно получить дополнительный доход (с поправкой на риск) в течение короткого периода времени, используя только общедоступную информацию. Это соответствует положениям гипотезы эффективности рынков.

Несостоятельность этой гипотезы не означает также и того, что фирмы не могут извлечь выгоду из предпринимаемых ими и известных общественности мер по увеличению их долгосрочной прибыльности. В самом деле, фактические данные свидетельствуют о том, что цены акций повышаются после сообщений соответствующих фирм об увеличении расходов на НИОКР и о других долгосрочных инвестициях, даже если при этом может ожидаться краткосрочное уменьшение денежных потоков.¹⁶ Такие инвестиции могут увеличивать ожидания квалифицированных — и даже наивных — инвесторов относительно общей стоимости фирмы и тем самым приводить к повышению цены акций.

Ожидания инвесторов могут возрастать и в результате сообщений об усовершенствованиях фирмами систем стимулирования своих высших руководителей, например об увеличении удельного веса долгосрочных выплат в общем объеме их вознаграждения. В данном случае требуется тщательный анализ производимых изменений. Более интенсивное стимулирование высшего руководства означает перенос риска на соответствующих руководителей, что приводит к возрастанию их премии за риск и требует более крупных выплат. Эффективная система стимулирования должна обеспечивать сбалансированное стимулирование за краткосрочные и долгосрочные результаты деятельности и поддерживать приемлемый уровень передаваемого риска.

Теории «близорукости руководства» указывают на то, что, даже если верна умеренная форма гипотезы эффективности рынков, могут быть справедливыми и жалобы на то, что менеджеры придают чрезмерный вес краткосрочным показателям, и ответный аргумент о том, что подобное их поведение обусловлено давлением фондового рынка. Менеджеры, пытающиеся макси-

¹⁶ Institutional Ownership, Tender Offers and Long Term Investments Office of the Chief Economist, United States Securities and Exchange Commission. 1985; *McConnell J. J., Muscarella Ch. J. Capital Expenditure Decisions and Market Value of the Firm // Journ. Financial Econ.* 1985. Vol. 14. P. 399-422.

мизировать рыночную стоимость акций фирмы, не будут стремиться к принятию социально эффективных решений. Вместо этого, в той степени, в какой их действия являются неизвестными для посторонних наблюдателей или основываются на частной информации, они будут склонны фокусировать свои усилия на попытках взвинтить текущие прибыли и уделять слишком мало внимания вопросам долгосрочной стратегии.

Этот теоретический прогноз подводит нас к важнейшим вопросам о возможностях существования альтернативных систем, обеспечивающих лучшие результаты. Например, не станут ли экономические системы функционировать лучше, если акции будут принадлежать в первую очередь стратегическим инвесторам, которые не бросятся продавать их при первом же неблагоприятном сообщении о прибылях? Такая структура собственности уже стала нормой в Японии, где значительная часть (70%) акций большинства крупнейших компаний принадлежит другим фирмам, которые обычно не стремятся продавать свои акции, и финансовым структурам, которые традиционно сохраняют эти акции за собой в течение длительного времени и не ведут активной торговли ими. В Германии фирмы примерно на 90% финансируются банками, которые в свою очередь представлены в наблюдательных советах фирм. Отношения между банками и финансируемыми ими фирмами имеют долгосрочный характер.

Существуют признаки, свидетельствующие о возможности формирования сходной структуры и в США. Значительная часть акций американских фирм — в особенности крупных — принадлежит *институциональным инвесторам* — страховым компаниям, инвестиционным и пенсионным фондам. В свое время много говорилось о том, что институциональные инвесторы отличаются особенной придирчивостью и нетерпением, и именно росту их удельного веса на рынке приписывалось то давление в пользу первоочередного обеспечения краткосрочных результатов, которое ощущали на себе — если верить их словам — менеджеры. Однако к началу 90-х гг. многие из этих инвесторов обнаружили невыгодность активного управления своими портфелями, т. е. покупок и продаж ценных бумаг в соответствии с колебаниями рыночной конъюнктуры, не только ввиду отсутствия у них частной информации в объеме, достаточном для выработки прибыльных стратегий, но и потому, что их портфели стали настолько крупными, что подобные операции с ними стали оказывать чересчур значительное влияние на состояние рынка. Институциональные инвесторы начали переходить к стратегии типа «купи и держи» и стали пытаться воздействовать на менеджеров фирм, акциями которых они владеют, добиваясь повышения эффективности управления.

Аналогичный эффект — избавление менеджеров от соблазна удовлетворить краткосрочные запросы рынка в ущерб долгосрочным доходам — обеспечивает и еще одна тенденция, наметившаяся в США в 80-е гг.: преобразование фирм в компании закрытого типа с преобладанием заемного финансирования и концентрацией акций в руках менеджеров и небольшой группы собственников-аутсайдеров. При этом, кроме того, возрастают стимулы, побуждающие менеджеров максимизировать теоретическую стоимость фирмы.

Новые теории, кроме того, ставят под сомнение традиционное представление о том, что обязанностью руководителей фирмы является максимизация стоимости акций, обращающихся на рынке в настоящее время. С точки зрения эффективности более важной целью может оказаться максимизация

теоретической стоимости. Проблема здесь заключается в том, что трудно установить, действительно ли менеджеры решают данную задачу, или же они в большей степени преследуют свои собственные цели. Хотя рынок и не дает идеальных критериев для оценки деятельности менеджеров, но при отсутствии альтернативных способов такой оценки и мотивации менеджеров, возможно, лучше все же побуждать их следовать диктату курсов акций, чем лишать их всякой мотивации.

Еще один вопрос — это интерпретация и оценка скупок контрольных пакетов акций. Если рыночные цены точно отражают стоимость фирмы при нынешнем руководстве, то скупка контрольного пакета может быть прибыльной лишь в том случае, если она способна увеличить стоимость фирмы. Если корпорации-скупщики способны получать лучшую информацию, чем другие инвесторы, то проблема еще более усложняется. Скупщик может попросту приобрести компанию по заниженной стоимости и изгнать из нее компетентных руководителей, уничтожив тем самым часть стоимости фирмы. С другой стороны, скупщиками могут оказаться и инвесторы, весьма заинтересованные в оценке долгосрочной деятельности фирмы, и их деятельность может способствовать более точному отражению теоретической стоимости фирм в ценах акций. Скупки контрольных пакетов порождают также целый ряд других вопросов, которые более подробно рассматриваются в следующей главе.

РЕЗЮМЕ

Классическая экономическая теория финансов основана на представлении о фирме как о потоке доходов и расходов. Менеджеры должны решать, какие потоки представляют собой удачные капиталовложения, как должны финансироваться эти капиталовложения — за счет заемного капитала или выпуска акций — и какую часть прибылей фирмы следует выплатить акционерам в форме дивидендов. Инвесторы должны решать, в какие фирмы и в каких размерах они будут вкладывать свои средства. Совокупность этих решений определяет спрос на различные ценные бумаги и, следовательно, соотношение между доходами на инвестиции различных типов. Наконец, согласно классической теории, может быть произведена оценка всей этой системы в целом и определена эффективность распределения капитала между потенциальными объектами инвестирования.

Мы рассмотрели ряд важнейших выводов из этой классической теории. Во-первых, в идеальной ситуации каждая ставка процента для ссуд и накоплений фирмы одинакова, инвестиционные решения фирм могут оцениваться отдельно от любых решений, связанных с потреблением, принимаемых собственниками фирм, и безотносительно к предпочтениям собственников. Этот первый вывод получил название *теоремы разграничения Фишера*. Во-вторых, инвестиционный проект является рентабельным и может быть рекомендован для реализации тогда, когда приведенная стоимость порождаемого им денежного потока — она определяется как наибольшая сумма займа, которая может быть погашена за счет данного денежного потока, — превышает сумму необходимых первоначальных инвестиций. Другая формулировка этого положения звучит таким образом: *чистая приведенная стоимость* денежного потока («очищенная» от первоначальных инвестиционных издержек) должна быть

положительной величиной. В-третьих, при выработке стратегических инвестиционных решений расчеты чистой приведенной стоимости проекта, основанные только на информации о непосредственных денежных потоках данного проекта, приводят к неверным выводам, поскольку значительную часть стоимости проекта может создавать его косвенное влияние на другие подразделения или проекты данной организации.

Четвертый вывод из классической теории заключается в том, что если инвесторы могут занимать и накапливать средства на тех же условиях, что и фирмы, и если финансовые решения фирм не влияют на их общие денежные потоки, то выбираемые фирмами соотношения между заемным и собственным капиталом, а также их решения по поводу выплаты дивидендов не оказывают никакого влияния на общую стоимость фирмы. Эти утверждения относительно структуры капитала и дивидендов известны под названием *теорем Модильяни—Миллера* и часто излагаются в следующей формулировке: «Структура капитала и политика выплаты дивидендов не могут создавать стоимость, если только они не влияют на величину общего дохода».

В-пятых, если выполняется теорема разграничения Фишера, распределение инвестиций в масштабе экономики является эффективным, поскольку все фирмы сталкиваются с одной и той же ценой капитала для своих инвестиционных проектов, и осуществляются лишь те проекты, которые способны обеспечить оплату капитала по данной цене и сверх того принести какой-то доход собственникам фирм.

Несколько дополнительных выводов было сделано исходя из допущений, согласно которым инвесторы интересуют лишь средние значения и дисперсия доходности их инвестиционных портфелей и им доступны безрисковые облигации. В этом случае существует такой портфель активов, что для любого не склонного к риску инвестора оптимальным решением будет инвестирование части своего состояния в безрисковые активы, а оставшиеся части — в указанный портфель. *Формула ценообразования* утверждает, что ожидаемая доходность любой инвестиции равна безрисковой доходности плюс некоторая величина, пропорциональная *бета-коэффициенту* данного актива, который представляет собой частное от деления ковариации доходности этого актива с доходностью вышеуказанного портфеля на дисперсию доходности этого портфеля. Модель ценообразования на капитальные активы (САРМ) добавляет к этому предположение о том, что все инвесторы оптимизируют свои портфели в данном направлении, и приводит к выводу о том, что указанный портфель совпадает с *рыночным портфелем* — портфелем, состоящим из всех активов, в которые могут быть инвестированы средства.

Гипотеза эффективности рынков имеет три варианта. *Слабая форма гипотезы эффективности рынков* утверждает, что цены прошлых периодов не содержат в себе какой-либо информации, которую можно было бы использовать для прогнозирования динамики цен в будущем. *Умеренная форма гипотезы эффективности рынков* утверждает, что опубликованная общедоступная информация не может быть использована для прогнозирования динамики цен. Наконец, *сильная форма гипотезы эффективности рынков* утверждает, что для прогнозирования динамики цен бесполезна даже частная, внутрифирменная, информация. Слабая и умеренная формы гипотезы эффективности ранее пользовались широким признанием, однако эмпирические и теоретические работы последних лет поставили под сомнение истинность даже сла-

бой формы. В настоящее время существуют серьезные сомнения по поводу приемлемости этой гипотезы в целом.

Важным следствием сильной формы гипотезы эффективности является утверждение о том, что максимизация теоретической стоимости фирмы для ее акционеров эквивалентна максимизации стоимости акций фирмы. Это объясняется тем, что реакция рынка на решения и события, связанные с данной фирмой, отражает максимально точные оценки создаваемой или уничтожаемой стоимости, какие только могут быть сделаны на основании доступной на данный момент информации. В более новых теоретических работах подчеркивается, что слабая и умеренная формы гипотезы эффективности рынков не приводят к аналогичным заключениям. В частности, даже если рынки идеальным образом используют всю общедоступную информацию в целях эффективного прогнозирования, то и в этом случае информация может более полно отражать усилия по увеличению краткосрочных прибылей, чем меры, которые приводят к увеличению долгосрочных прибылей. Следовательно, руководители фирм, чье вознаграждение или пребывание в должности зависит от курса акций фирмы, могут оказаться перед необходимостью пренебрегать долгосрочными целями ради принятия мер по улучшению краткосрочных результатов деятельности фирмы.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Предмет финансов стал активно изучаться начиная с конца 60-х гг. В настоящее время несколько специализированных журналов посвящены исключительно данной теме, и материал этой главы был более избирательным по сравнению с другими главами. При отборе результатов, которые описаны выше, выделяется несколько имен. Книга Ирвина Фишера, изданная в 1907 г., заложила основы анализа приведенной стоимости, при котором ставки процента рассматривались как цены, а денежные потоки как величины, которые могут быть ими оценены. Однако его более поздняя книга лучше известна и отчасти более понятна.

В тексте описывается основная работа Франко Модильяни и Мертона Миллера. Прекрасное обсуждение результатов, полученных Миллером, их влияние и развитие в течение 30 лет с момента разработки содержится в статье Миллера в «*Journal of Economic Perspectives*» и сопровождающих ее комментариях, сделанных Модильяни, Судипто Бхаттачария, Стивеном Россом и Джоузефом Стиглицем.

Модель ценообразования на капитальные активы (САРМ) создана Уильямом Шарпом и Джоном Лингнером и основывается на теории портфельного анализа Гарри Марковица и Джеймса Тобина. Большой вклад в развитие этого направления внес также Жан Моссен. Дуглас Бриден в ответ на некоторые критические замечания по поводу САРМ сделал существенные добавления. Стивен Росс разработал модель оценки активов, являющуюся основной альтернативой САРМ. Большое влияние оказал также анализ ценообразования на активы, предложенный Робертом Лукасом. Бенгт Холмстром подчеркнул, что стимулы создают основания для фирм заботиться об идиосинкратическом риске даже при применении САРМ.

Пол Самуэльсон создал теоретический фундамент для гипотезы эффективности рынков. Прекрасное обсуждение гипотезы и ее применения содер-

жится в классической работе Бартон Малкиела «A Random Walk Down Wall Street». Марковиц, Миллер, Модильяни, Самуэльсон, Шарп и Тобин были удостоены Нобелевской премии по экономике.

Сомнения относительно гипотезы эффективности рынков начались с эмпирических исследований Роберта Шиллера и Стивена Лероя и Ричарда Портера. Статьи в «Journal of Economic Perspectives» 1990 г. («Symposium on Bubbles») посвящены возможности систематических отклонений от рыночной эффективности и некоторым выводам из этого. Особенно полезна статья Андрея Шлейфера и Лоуренса Саммерса. Обзор гипотезы эффективности рынков был сделан Лероем. Наша математическая модель «близорукого» менеджмента и «близоруких» рынков базируется на работе Тимоти Бреснахана и Пола Милгрота и Джонатана Пола, которые также развили основы для нашего обсуждения роли финансовых рынков в размещении капитала для инвестиций. Схожая модель «близорукости» была разработана Джереми Стейном, а также Ричардом Зекхаузером и Джоном Паундом. Генри Манн начал дебаты об инсайдерской торговле.

Одним из важнейших элементов классической теории финансов, который не был нами рассмотрен, является ценообразование на производные ценные бумаги — опционы и фьючерсы; эти бумаги являются производными от первичных ценных бумаг, таких как акции. Прорыв в данной области произошел с появлением работы Фишера Блэка и Майрона Скоулза о ценообразовании на опционы. Обзор этих материалов сделан Марком Рубинштейном. В опубликованной в том же номере статье Хэла Вэриана изучается важность для теории финансов вопросов арбитража, поднятых Миллером и Модильяни.

Прекрасными работами по проблемам финансов, обсуждаемым выше, являются учебники Ричарда Брили и Стюарта Майерса, Джеймса Ван Хорна, а также Шарпа и Гордона Александра.

ЛИТЕРАТУРА

- Bhattacharya S.* Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani // Journ. Econ. Perspectives. 1988. Vol. 2. Fall. P. 135–148.
- Black F., Scholes M.* The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journ. Polit. Econ. 1973. Vol. 81. May. P. 637–654.
- Brealey R., Myers S.* Principles of Corporate Finance. New York : McGraw-Hill, 1991.
- Breeden D.* An Intertemporal Asset Pricing Model with Stochastic Consumption and Investment Opportunities // Journ. Financial Econ. 1979. Vol. 7. Sept. P. 265–296.
- Bresnahan T., Milgrom P., Paul J.* The Real Output of the Stock Exchange // Output Measurement in the Services Sector / Ed. by Griliches. Chicago : University of Chicago Press, 1991.
- Fisher I.* The Rate of Interest. New York : Macmillan, 1907.
- Fisher I.* The Theory of Interest. New York : Macmillan, 1930.
- LeRoy S.* Efficient Capital Markets and Martingales // Journ. Econ. Lit. 1989. Vol. 27. Dec. P. 1583–1621.
- LeRoy S., Porter R.* Stock Price Volatility : Tests Based on Implied Variance Bounds // Econometrica. 1981. Vol. 49. May. P. 555–574.
- Lintner J.* The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets // Rev. Econ. a. Statistics. 1965. Vol. 47. Febr. P. 13–37.

получить деньги за свои акции, только продав их кому-либо. Для закрытых фондов обычной практикой является продажа по более низкой цене, чем реальная стоимость пакета акций компании. Как это можно объяснить? При каких обстоятельствах закрытый фонд будет предпочтительнее открытого? См.: Close Ties at a Closed-End Fund // New York Times. Money. 1990. 15 July. F13.

2. Предположим, что предпочтения индивидуальных инвесторов основываются не только на среднем значении и дисперсии доходности активов. Какие аспекты обсуждения индивидуальных инвестиций, по вашему мнению, окажутся наиболее действенными? Как вы ожидаете, они изменятся?

3. Какими информационными преимуществами, по вашему мнению, обладают инсайдеры перед обычными инвесторами? Возможно, они лучше осведомлены о планах долгосрочных инвестиций? Или об отчетах о прибылях? Каким образом каждое из информационных преимуществ наносит вред эффективному функционированию системы финансов, базирующейся на рынках ценных бумаг? Что оказывает наибольшее влияние?

Математические упражнения

1. Предположим, выпускник американского колледжа думает зарабатывать 20 000 дол. в год в течение 5 лет и 60 000 дол. в год в течение последующих 30 лет до ухода на пенсию. Допустим, что доход поступает в конце каждого года. Какова приведенная стоимость будущих доходов студента, если ставка процента равна 5%? Как изменится результат, если доход поступает в начале года? если в середине?

2. Покажите (используя расчеты), что, если фирма ежегодно будет получать прибыль, приведенная стоимость потока прибыли снизится тогда, когда ставка процента, используемая в расчетах, увеличится. Для того чтобы увидеть, что результат будет иным, если у фирмы будут не только прибыли, но и убытки, рассчитайте приведенную стоимость потока (-50, +190, -100) при ставках процента 3, 5 и 7%.

3. На основании табл. 14.2 продемонстрируйте расчеты приведенной стоимости, если темпы инфляции в стране составляют 25% в год, а реальная стоимость капитала компании 10%. Впишите в таблицу недостающие значения. Покажите, что итоговое значение приведенной стоимости такое же, как

Таблица 14.2

Расчет приведенной стоимости в условиях инфляции

Год, t	Номинальный денежный поток, C_t	Инфляционный фактор, $I_t = (1 + i)^t$	Реальный денежный поток, C_t/I_t	Мультиплицирующий множитель, $A_t = (1 + r)^t$	Приведенная стоимость, C_t/A_t
0	—	1.000	—	1.000	—
1	124	1.250	99	1.100	90.00
2		1.563	121	1.210	100.00
3	195			1.331	

Общая приведенная стоимость

Первоначальная инвестиция 220.00

Чистая приведенная стоимость

Таблица 14.3

Стоимость выпущенных облигаций	Выплаты фирмы	Доходы владельцев облигаций	Доходы акционеров
50	100	50	50
	300	50	
	Ожидаемые	50	
100	100		
	300		
	Ожидаемые		
150	100		
	300		
	Ожидаемые		

если бы вычисления проводились на основании табл. 14.1, но при значении номинальной стоимости капитала 37.5% (номинальная стоимость капитала n определяется по формуле $1+n = (1+r)(1+i)$, где r — реальная стоимость капитала, а i — темп инфляции).

4. Основатель фирмы намеревается продать ее. Будущие доходы фирмы неопределенны. Они с равной вероятностью могут составить 100 или 300. Инвесторы нейтральны к риску, поэтому они приобрели бы фирму за сумму предполагаемой доходности 200. Однако владелец хотел бы определить, может ли быть получена более высокая цена за счет продажи требований на доходы компании как комбинации облигаций и акций, при этом держатели облигаций имели бы преимущественное право на доходы фирмы в пределах суммы облигаций. Предполагаемые суммы выпуска облигаций составляют 50, 100 и 150. В табл. 14.3 впишите суммы, получаемые акционерами и держателями облигаций в каждом случае, и определите цену, которая будет заплачена при различных вариантах. Справедлив ли для данного примера вывод Модильяни—Миллера?

5. Предположим, некий инвестор может распределить свои вложения только между тремя активами. Первый актив является безрисковым и приносит гарантированные 5 ед. чистого дохода с каждых 100 инвестированных. Второй актив рискован, приносящий предположительно 9 ед. чистого дохода со 100 инвестированных при дисперсии дохода 64. Третий актив также является рискован с ожидаемой доходностью 7 ед. со 100 инвестированных при дисперсии, равной 100. Допустим, доходность двух активов статистически независима. а. Рассчитайте среднее значение и дисперсию портфеля, в котором 80% средств инвестировано в безрисковые облигации и 20% в первый из рискованных активов. б. Рассчитайте среднее значение и дисперсию портфеля, в котором 75% вложено в облигации, 15% — в первый из рискованных активов и 10% — во второй. в. Почему третий актив, несмотря на более низкую ожидаемую доходность и более высокий риск, может представлять ценность для инвестора? г. Вычислите долю средств первого фонда, которая будет инвестирована в каждый из двух рискованных активов. (Из рис. 14.1 видно, что первый фонд представляет собой портфель рискованных инвестиций, для которого отношение ожидаемой доходности к среднеквадратичному отклонению является максимальным).

Глава 15

ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА, СОБСТВЕННОСТЬ И КОНТРОЛЬ НАД КОРПОРАЦИЕЙ

Кредо рейдеров: «Отдайте мне ваши недооцененные активы, ваши ассигнования на технологию, исследования и разработки, надежды и устремления ваших работников, ваши связи с потребителями, ваши пенсионные фонды — и я обогащусь сам и обогащу тех, кто устроит эту сделку».

Роберт Мерсер¹

Как говорилось в предыдущей главе, классическая теория финансов чрезвычайно полезна, но в то же время отличается серьезной неполнотой. Эта теория рассматривает ценные бумаги только как право на получение части чистых доходов, величина и изменчивость которых определяются некими неизвестными внешними факторами. Так, акция фирмы попросту дает своему владельцу право на получение некоторой доли дохода, остающегося у фирмы после выполнения ею своих обязательств перед кредиторами. Классическая теория допускает, что данный доход может быть неопределенным, однако при этом считается, что его вероятная величина (и соответствующие ожидания инвесторов) не зависит от финансовой структуры фирмы. Существуют по меньшей мере три значительных фактора, в силу которых данное положение классической теории оказывается обманчивым упрощением.

Во-первых, в реальной действительности формы и способы финансирования могут влиять на доходность фирмы, поскольку они оказывают влияние на стимулы и поведение различных сторон, а также на вероятность возникновения обусловленных ими издержек банкротства. Во-вторых, поскольку менеджеры фирмы зачастую бывают лучше осведомлены о ее перспективах, чем инвесторы, последние нередко тщательно следят за финансовыми решениями руководства фирм, пытаясь на основании этих решений определить перспективы соответствующей фирмы. Так, уменьшение величины объявленных дивидендов может привести инвесторов к выводу, что руководство фирмы не уверено в том, что фирма будет располагать достаточным объемом денежных средств. Оказывая влияние на ожидания инвесторов, финансовые решения могут повлиять на цену акций фирм. Наконец, ценные бумаги дают своим владельцам не только право на получение доходов, но и определенные права в том, что касается принятия решений и контроля. Как было показано в главе 9, верное распределение прав принятия решений и доходов может оказать

¹ В 1983–1989 гг. был CEO в «Goodyear Tite & Rubber Company».

существенное влияние на экономические результаты деятельности фирмы и соответственно на цену ее акций.

В этой главе мы развиваем данные соображения и используем их для того, чтобы проанализировать различия между типами финансовых структур в различных странах, изменения в сфере финансирования, имевшие место в 80-е гг., и драматические схватки за контроль над корпорациями, разыгравшиеся в этом десятилетии.

ИЗМЕНЕНИЯ В КОНТРОЛЕ НАД КОРПОРАЦИЯМИ: ТЕНДЕНЦИИ И КОНФЛИКТЫ

Хотя различные бизнесмены давно уже придерживались различных мнений относительно наилучших способов финансирования своих операций, в 80-е гг. данный, казалось бы, абстрактный вопрос приобрел неожиданную остроту. В этом десятилетии произошли драматические изменения в финансовых структурах корпораций, в типах собственности и контроля, и эти перемены вызвали бурные дебаты в обществе, а также заставили вновь обратить внимание на различия в практике финансирования корпораций в разных странах.

Изменения в контроле над корпорациями в 80-е гг.

80-е годы были ознаменованы волной перемен в составе владельцев североамериканских и британских корпораций, затронувшей некоторые из крупнейших фирм мира. Во многих случаях эти изменения были вызваны попытками враждебных поглощений, т. е. попытками приобрести контроль над корпорацией, несмотря на активное сопротивление ее высшего руководства. Иногда имела место *скупка акций администрацией* (Management Buyouts, MBOs), когда менеджеры фирмы приобретали ее акции с тем, чтобы установить свой контроль над корпорацией. Эти финансовые изменения часто сопровождались другими структурными изменениями — в частности, разделением крупных фирм на менее крупные самостоятельные подразделения.

Слияния и приобретения. Враждебные поглощения одних фирм другими в 80-е гг. приняли беспрецедентный размах, затронув многие известные корпорации. Например, нефтяная компания «Chevron Oil» за 13.3 млрд дол. купила фирму «Gulf Oil», в результате чего образовался крупнейший в мире на тот момент промышленный концерн. Фирма «Marathon Oil» была куплена «U. S. Steel», а «Mobil Oil» объединилась с фирмой «Montgomery Ward», специализирующейся на розничной торговле. Спустя четыре года «Montgomery Ward» вновь стала независимой фирмой, но уже в качестве *корпорации закрытого типа*, т. е. корпорации, акции которой не обращаются на открытом рынке. Гигантская транснациональная риэлтерская фирма «Olympia & York Development» приобрела фирмы «Gulf Oil of Canada» и «Hiram Walker», занимавшихся производством алкогольных напитков и разработкой природных ресурсов; однако производством ликеров «Olympia & York Development» уступила британскому пищевому и пивоваренному концерну «Allied—Lyons». «General Electric» приобрела фирму RCA и в ходе этой операции купила телекомпанию «National Broadcasting Company» (NBC). Табачная компания «R. J. Reynolds» купила «Nabisco Brands» — пищевой концерн, образовавшийся незадолго до этого в результате слияния фирм «Nabisco» и «Standard

Brands». «General Motors» приобрела фирмы «Electronic Data Services» (EDS) и «Hughes Aircraft». Японская компания «Bridgestone» — производитель шин и резины — приобрела американскую шинную компанию «Firestone», а французская шинная компания «Michelin» купила фирму «Uniroyal Goodrich». «Sony» купила «CBS Records» и «Columbia Pictures», а затем концерн «Matsushita» приобрел гиганта шоу-бизнеса — фирму MCA. «Thomson Corporation» — крупнейший газетный концерн в США, Канаде и в графствах Великобритании — стал крупнейшей канадской фирмой розничной торговли благодаря приобретению прославленной «Hudson's Bay Company».

Этот перечень можно продолжать без конца. В разгар этих операций, в 1986 г., в США было зафиксировано 3336 объявлений о слияниях и приобретениях фирм, предусматривавших передачу прав собственности не менее чем на 10% активов или собственного капитала компании по цене более 500 000 дол. Общая стоимость таких сделок составила 173 млрд дол.; в начале десятилетия этот показатель был равен 44 млрд дол. К 1988 г. число сделок уменьшилось, однако их общая стоимость достигла 250 млрд дол.²

Враждебные поглощения. 80-е годы стали, кроме того, и эпохой враждебных поглощений. Многие предложения о приобретении акций корпораций, вызвавшие сопротивление у их администраций и советов директоров, исходили от рейдеров — «налетчиков на корпорации». Т. Бун Пиккенс-младший из относительно небольшой фирмы «Mesa Petroleum» скупал акции гигантской нефтяной компании «Unocal». Джеймс Голдсмит, ранее владевший фирмой «Crown Zellerbach» и пытавшийся приобрести «Goodyear Tire and Rubber»,³ предпринял крупнейшую в истории Великобритании попытку поглощения фирмы «B. A. T. Industries». Рональд Перельман добился контроля над фирмой «Revlon» и атаковал «Salomon Brothers». «Walt Disney Company», чтобы избавиться себя от посягательств Сола Стейнберга, выкупила у него акции, которыми он владел, переплатив 31 млн дол. сверх их рыночной стоимости. Роберт Кампо приобрел две сети универмагов, занимавшие первое и пятое места в США, что обеспечило ему контроль над примерно 250 магазинами 33 фирм, среди которых такие известные, как «Brooks Brothers», «Bloomingdales», «Bonwit Teller», «Donaldson's», «Filene's», «I. Magnin» и «Rich's». Алан Бонд приобрел пивоваренные заводы, отели, издательства, теле- и радиоконпании, шахты и ризлтерские фирмы на пяти континентах. Карл Айкен купил авиакомпанию «Trans World Airlines».

Однако в других случаях попытки враждебных поглощений исходили от корпораций. Например, предложение AT&T о приобретении акций компьютерной фирмы NCR (сделка осуществилась в начале 1991 г.) первоначально вызвало серьезное сопротивление со стороны администрации NCR. Когда «Mobil Oil» попыталась овладеть фирмой «Marathon Oil», «U. S. Steel» сыграла роль *белого рыцаря*, предложив такие условия приобретения акций, которые пришлись по душе администрации «Marathon Oil» и в конце концов были одобрены ею.

Скупка акций администрацией. Зачастую страх перед рейдерами заставляет менеджеров фирм организовывать скупку акций своих фирм, в которой

² По данным «W. T. Grimm & Company» (Mergerstat Review, Chicago).

³ Что и послужило причиной высказывания, приведенного в эпиграфе к данной главе.

участвуют они сами и их союзники; в результате акции этих фирм исчезают с открытого рынка. Так, администрация крупнейшей в мире сети продовольственных магазинов «Safeway», сопротивляясь попытке поглощения, предпринятой семейством Хафтов, организовала такую операцию при содействии фирмы «Kohlberg, Kravis, Roberts & Company» (KKR), специализирующейся на подобных операциях.

МВО предпринимались и по другим мотивам. Например, администрация фирмы «RJR Nabisco» первоначально предложила выкупить у акционеров их акции, исходя из того, что рыночная цена акций представлялась ей заниженной, и эта операция позволила бы новым акционерам получить доход от реальной стоимости этих акций. (Само высшее руководство фирмы также рассчитывало получить существенную прибыль от этой операции). В конечном счете фирма была реструктурирована, но не ее администрацией: последняя не смогла противостоять предложению, сделанному KKR.

Деконгломерация. За многими из этих операций, имевших место в 80-е гг. (слияний, приобретений, враждебных поглощений и выкупов акций), последовали *отделения* (bust-ups), т. е. продажи отдельных предприятий и подразделений соответствующих фирм другим компаниям, или *разделения* (spin-offs), когда подразделения фирмы преобразовывались в самостоятельные компании и акционеры наделялись акциями этих новых компаний пропорционально их долям в капитале расформированного концерна. При осуществлении отделений отделяемые предприятия часто приобретались фирмами, уже имевшими интересы в данной отрасли или в смежных с ней отраслях.⁴ Результатом этого стал широкомасштабный распад конгломератов, образовавшихся путем слияния фирм в 60-е гг., и реструктуризация корпораций на основе более узких и более четко определенных сфер деятельности. (Это явление более подробно рассматривается во врезке, посвященной сферам деятельности, производительности и контролю над корпорациями).

СПЕЦИАЛИЗАЦИЯ, ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТЬ И КОНТРОЛЬ НАД КОРПОРАЦИЯМИ

Волна слияний 80-х гг. была лишь самой последней из нескольких подобных волн, имевших место в США за последнее столетие. Для предыдущей такой волны — в 60-е гг. — были характерны «конгломератные слияния», в результате которых предприятия различных, не связанных между собой отраслей экономики обретали общих собственников. Хотя наиболее очевидным результатом этого явления было образование фирм-конгломератов, образцами которых стали «Телпесо», ИТТ и «United Technologies», в действительности большинство крупных фирм значительно расширили сферы своей деятельности. При объяснении причин таких слияний предлагались два варианта аргументации. Во-первых, существовало мнение, согласно которому для управления любой организацией необходим некий единообразный набор способностей и навыков в таких областях, как составление бюджетов, финансирование, закупки, управление персоналом и т. д. Соответственно опыт работы в конкретной отрасли при подобном подходе оказывался ненужным, а для достижения наи-

⁴ Bhagat S., Shleifer A., Vishny R. W. Hostile Takeovers in the 1980s : The Return to Corporate Specialization // Brookings Papers : Microeconomics. Washington : Brookings Institution, 1990. Vol. 1.

большей эффективности необходимо было поставить во главе фирм первоклассных менеджеров, которые имелись в конгломератах или могли быть ими привлечены. Во-вторых, утверждалось, что менеджеры-профессионалы лучше, чем инвесторы, справляются с задачами оптимального использования капитала и диверсификации рисков путем их распределения между различными предприятиями.

Хотя в то время фондовый рынок в целом благоприятно реагировал на конгломератные слияния и приобретения, сейчас оба эти варианта аргументации представляются не лишними изъяснов. Еще в то время отмечалось, что акционеры могут обеспечить себе диверсификацию риска при помощи манипуляций со своими инвестиционными портфелями и, следовательно, вряд ли нуждаются в соответствующих услугах фирм. Далее, менеджеры при всей своей лучшей информированности имеют цели, не совпадающие с целями акционеров, инвестирующих собственные деньги, и руководствуются иными соображениями. Кроме того, после 60-х гг. стало очевидно, что более систематическое знакомство менеджеров с предприятиями, которыми они управляют, обеспечивает реальные преимущества; накапливается все большее количество данных, свидетельствующих о том, что более специализированные, менее диверсифицированные фирмы добиваются лучших результатов. Так, Б. Вернерфельт и С. Монтгомери обнаружили, что более специализированные фирмы имеют более высокие значения коэффициента Тобина (отношение рыночной стоимости фирмы к стоимости замещения ее активов; характеризует стоимость, создаваемую непосредственно в фирме), чем более диверсифицированные фирмы. Фрэнк Лихтенберг установил, что производительность отдельного производства значительно снижается при увеличении числа различных сфер бизнеса, в которых действует фирма — владелец данного производства. К 1980 г. рыночные стоимости многих диверсифицированных фирм оказались ниже, чем их предполагаемые стоимости в случае разделения, т. е. те суммы, которые могли бы быть выручены при продаже ее предприятий по отдельности.

Смены собственников фирм в 80-е гг. привели к частичной ликвидации результатов диверсификации 60-х гг. Фирмы превращали свои «побочные» предприятия в самостоятельные организации или — благодаря характерному для данного периода более либеральному подходу к антитрестовским законам — продавали их фирмам, имеющим интересы в соответствующих отраслях. Иногда такие операции осуществлялись администрациями фирм в рамках сознательно осуществляемой стратегии респециализации, однако часто это являлось следствием враждебного поглощения фирмы и имели целью извлечение выгоды из различия между стоимостью фирмы как целого и общей стоимостью ее отдельных подразделений. ЛВО также способствовали сокращению масштабов диверсификации, поскольку, среди прочего, предприятия продавались и для получения средств, необходимых для погашения привлеченных займов.

Результатом всех этих операций стало значительное сокращение общего масштаба диверсификации. Лихтенберг обнаружил, что во второй половине этого десятилетия прекращали свое существование, как правило, фирмы со степенью диверсификации выше средней, а те из изученных им фирм, которые продолжали свою деятельность и к концу десятилетия, обычно значительно сокращали число отраслей, в которых они действовали; новые фирмы, возникшие в этот период, отличались гораздо более высокой степенью специализации. В целом среднее число отраслей, в которых действовала одна фирма, уменьшилось на 14%; доля высокодиверсифицированных фирм (действующих более чем в 20 различных отраслях) в обследованной им выборке снизилась на 37%, а доля высокоспециализированных фирм (действующих в одной отрасли) возросла на 54%.

Учитывая рост специализации и ту связь, которая существует между специализацией и производительностью, следовало ожидать, что смены владельцев контрольных пакетов должны были привести к росту производительности. На это прямо указывают результаты некоторых исследований. Лихтенберг и Сигал, обследовав предприятия обрабатывающей промышленности, сменившие собственников в 70-е гг. или бывшие объектами операций LBO в 80-е гг., обнаружили, что на следующий год после осуществления данных операций показатели производительности на этих предприятиях (измеряемые на уровне завода) оказывались выше среднеотраслевых значений. Далее, в 80-е гг. цены акций фирм превосходили среднерыночный уровень за это десятилетие в те годы, когда наблюдалось увеличение специализации деятельности фирм, и были ниже этого уровня в те годы, когда отмечался рост диверсификации.

Источники: *Matsusaka J. G. Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave.* University of Chicago, 1991. (Mimeo); *Montgomery C., Wernerfelt B. Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance* // Amer. Econ. Rev. 1988. Vol. 78. March. P. 246–250; *Lichtenberg F. Industrial De-Diversification and Its Consequences for Productivity* // National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper N 3231. 1990. Jan.; *Lichtenberg F., Siegal D. Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants* // Brookings Papers on Economic Activity. 1987. Vol. 3. P. 643–673; *The Effects of Takeovers on the Employment and Wages of Central-Office and Other Personnel* // NBER. Working Paper N 2895. 1989. Sept.; *The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Other Aspects of Firm Behavior* // Ibid. N 3022. 1989. June; *Jarrell G., Comment R. Corporate Focus and Stock Returns.* University of Rochester, 1991. (Mimeo).

Увеличение роли заемного капитала

Многие из описанных перемен в США сопровождалась обширными изменениями в финансовых структурах соответствующих фирм. Во второй половине прошлого десятилетия источником финансирования как операций рейдеров, так и MBO стал выпуск *бросовых облигаций* (junk bonds), т. е. облигаций, которые классифицируются крупнейшими рейтинговыми агентствами как высокорисковые.⁵ Эти облигации использовались для увеличения *уровня финансового левериджа* фирм — соотношения между общей стоимостью фирмы и величиной ее собственного капитала, инвестированного акционерами (остальной капитал формируется за счет заемного финансирования). Эта тенденция приобрела настолько широкое распространение, что операции по преобразованию корпораций в фирмы закрытого типа стали называть *выкупом акций за счет заемного капитала* (Leveraged Buyouts, LBO). Другие фирмы также резко изменили структуру источников средств, привлекая заемный капитал для финансирования своих приобретений или выкупа собственных акций для ESOP или же обычного выкупа собственных акций в ходе рекапитализаций за счет заемного капитала. Например, фирма «Polaroid», столкнувшись с угрозой, исходившей от одного из рейдеров, приобрела 22% своих акций, передав их новой ESOP, а фирма «GenCorp» (бывшая «General Rubber and

⁵ Эти облигации обеспечивались денежным потоком приобретаемой компании, однако из-за столь крупной доли заемного капитала в общем финансировании фирмы существовала значительная вероятность невозможности выплаты требуемых процентов.

Tire» прибегла к выпуску облигаций, чтобы профинансировать приобретение половины своих акций в обращении. Скупка акций «RJR Nabisco» фирмой KKR, осуществленная за счет заемного капитала, привела к тому, что в RJR на 1 дол. собственного капитала приходилось 23 дол. заемных средств. Только в 1989 г. этой фирме пришлось выплатить в порядке обслуживания долга 3.34 млрд дол. За 1980–1989 гг. долгосрочная задолженность корпораций в процентах от общей стоимости их активов возросла почти в полтора раза — с 16.6 до 24.2%.⁶

Соответственно в связи с приобретениями и слияниями фирм, выкупом их акций или их преобразованием в фирмы закрытого типа снижалась доля собственного акционерного капитала. За 1980–1989 гг. общая величина акционерного капитала фирм обрабатывающей промышленности США, выраженная в процентах от общей балансовой стоимости их активов, снизилась с 49.6 до 40.5%, а соотношение между заемным и собственным капиталом возросло с 34 до 59%. Эти тенденции нашли отражение не только в балансах фирм, но и на рынках. Только за 1984–1985 гг. общая рыночная стоимость акций в обращении в США снизилась почти на 10%.⁷

К 1990 г. рост доли заемного капитала в структуре источников средств корпораций США приостановился, по крайней мере на какое-то время. В значительной мере сошел на нет рынок для новых бросовых облигаций: отчасти это было связано с давлением правительства, заставлявшего ссудо-сберегательные ассоциации продавать приобретенные ими ранее бросовые облигации, а отчасти — с осуждением Майкла Милкена по обвинениям, связанным с операциями с ценными бумагами и с банкротством фирмы «Drexel Burnham Lambert».

Одновременно с этим схлынула волна враждебных поглощений и LBO. Общий объем LBO, составлявший в 1989 г. 54 млрд дол., в 1990 г. уменьшился в 10 раз, а общая стоимость поглощений сократилась почти наполовину. Многие фирмы, в результате операций по скупке акций имевшие исключительно высокие уровни заемного капитала, начали уменьшать свое долговое бремя путем продажи активов и выпуска новых акций; большее число фирм для финансирования новых инвестиций стало также прибегать к выпуску новых акций. За период с четвертого квартала 1989 г. по четвертый квартал 1990 г. доля заемного капитала в общей сумме источников в среднем по компаниям обрабатывающей промышленности чуть снизилась — до 23.9%, хотя при этом продолжалось и снижение доли собственного капитала.

⁶ Данные о соотношениях заемного и собственного капитала к стоимости активов взяты из квартальных финансовых отчетов Министерства торговли США за 1980–1989 гг. Они представляют собой так называемые балансовые оценки, т. е. цифры, приводимые в балансах фирм. В этих документах указывается балансовая стоимость активов (часто представляющая собой их стоимость на момент приобретения за вычетом амортизационных отчислений) и обязательств (сумма краткосрочной и долгосрочной задолженности); разница между двумя этими величинами представляет собой собственный капитал акционеров. Таким образом, эти цифры не обязательно должны находиться в тесном соответствии с рыночной стоимостью активов или акций фирм.

⁷ Данные Генри Кауфмана из «Salomon Brothers, Inc.»; цит. по: *Weston J. F., Kwang S. Chung, Hoag S. E. Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice-Hall, 1990. P. 123.

Дебаты

Все эти операции привлекли к себе внимание общественности и стали предметом оживленных дебатов. Необходимость изыскивать денежные средства для обслуживания вновь образовавшегося долга вынуждала фирмы с высоким уровнем заемного финансирования сокращать свои штаты и продавать или закрывать некоторые из своих предприятий, в результате чего часто лишались работы люди, много лет проработавшие в этих фирмах. Критиков подобных операций тревожило то, что фирмам, обремененным высокой долей заемного капитала, возможно, придется отказаться от осуществления инвестиций в создание новых видов продукции и в освоение новых технологий, вследствие чего они будут обречены на отставание от конкурентов и упадок. Вызывало тревогу и повышение вероятности банкротства таких фирм в периоды спада; экономический спад, начавшийся летом 1990 г., до некоторой степени подтвердил обоснованность этих опасений. По мнению критиков, менеджеры корпораций полностью сосредоточили свое внимание на финансовых операциях и на защите от безответственных рейдеров, стремящихся скупить их корпорации по частям. Высказывались опасения на тот счет, что зарубежные конкуренты, свободные от таких забот, полностью подчинят себе мировой рынок, оставив американцам, не являющимся сотрудниками инвестиционных банков, лишь бесперспективную, плохо оплачиваемую работу типа приготовления гамбургеров в «McDonald's».

МАЙКЛ МИЛКЕН, «DREXEL BURNHAM LAMBERT» И БРОСОВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Высокодоходные бросовые облигации играли важную роль в операциях LBO и враждебных поглощениях 80-х гг. Еще большую роль они сыграли в формировании отношения общества к финансовым операциям того периода — как к LBO и поглощениям, так и к катастрофе ссудо-сберегательной отрасли. Непосредственным создателем рынка бросовых облигаций и его центральной фигурой был Майкл Милкен из инвестиционной компании «Drexel Burnham Lambert».

Высокорисковые и высокодоходные облигации корпораций не являются новым изобретением: всегда существовали «падшие ангелы» — выпущенные крупнейшими фирмами облигации, первоначально считавшиеся надежными, однако затем ставшие рисковыми в связи с тем, что выпустившие их фирмы оказались в трудном положении. Важнейшая новинка, разработанная Милкеном в конце 70-х гг., заключалась в том, что фирма «Drexel Burnham Lambert» создавала рынок для облигаций тех фирм, которые прежде не могли продавать свои облигации на открытом рынке, поскольку рейтинговые агентства оценивали их как недостаточно надежные для инвестиций. Эти операции принесли «Drexel Burnham Lambert» громадную прибыль — ее комиссионные были в четыре-пять раз выше, чем у других инвестиционных банков, распространявших облигации более привычных типов. Фирма заняла доминирующее положение на рынке бросовых облигаций, чрезвычайно разросшемся в начале 80-х гг., когда и более солидные фирмы приступили к выпуску младших, субординированных долговых обязательств. Поскольку наибольшую часть прибыли фирма получала от операций Милкена, она заняла в ней господствующее положение.

Бросовые облигации стали весьма популярным направлением инвестирования средств ссудо-сберегательных ассоциаций, которых привлекало сочетание

высокой доходности и высокой степени риска. Когда в конце 80-х гг. ответственность начала осознать, что эти ассоциации ожидает неминуемая катастрофа, многие поспешили возложить вину за это на бросовые облигации и Милкена.

В 1982 г. «Drexel Burnham Lambert» начала оказывать помощь в финансировании МВО при помощи бросовых облигаций, а спустя некоторое время, стремясь, среди прочего, принять участие в буме слияний и поглощений фирм, стала использовать эти облигации для финансирования попыток враждебных поглощений, предпринимавшихся такими рейдерами, как Карл Айкен, Рональд Перельман, Бун Пиккенс и Сол Стейнберг. Для финансирования некоторых попыток «Drexel» и Милкен мобилизовывали сотни миллионов, а то и миллиарды долларов — в значительной мере за счет выпуска бросовых облигаций, которые должны были быть обеспечены денежными потоками приобретаемых фирм, однако часть этих средств накапливалась для финансирования будущих поглощений.

В 1981 г. общая стоимость новых выпусков бросовых облигаций составила 1.3 млрд дол., в 1986 г. — 32.4 млрд дол., а всего на рынке бросовых облигаций обращалось 125 млрд дол. Несмотря на попытки других инвестиционных банков вторгнуться в эту сферу, «Drexel» благодаря Милкену сохраняла свое господствующее положение; ей впервые удалось убедить компании, действующие в сфере высоких технологий, прибегнуть к услугам инвестиционных банков. Операции с бросовыми облигациями приносили фирме колоссальные прибыли. Сам Милкен также обеспечил себе многомиллионные заработки — в 1987 г. только от «Drexel» он получил 550 млн дол., а его собственные операции принесли ему еще несколько сот миллионов.

Несмотря на свои финансовые успехи, Милкен и «Drexel» вызывали враждебные чувства у тех, кто считал, что поглощения, организуемые с помощью бросовых облигаций и приводящие к разделению фирм, представляют собой фундаментальную угрозу для американского бизнеса и, по всей вероятности, для будущего всей Америки. Высказывания самого Милкена, утверждавшего, что он и его коллеги спасают американский бизнес от чрезмерно консервативных, некомпетентных, эгоистичных менеджеров, не прибавили ему популярности в соответствующих кругах. В то же время другие бизнесмены, пресса и Конгресс относились к Милкену и его сподвижникам как к героям.

Падение Милкена и «Drexel» началось в 1986 г., когда один из клиентов Милкена Айвен Боэски — бизнесмен, занимавшийся арбитражными операциями, — признал себя виновным в совершении сделок на основе частной информации и начал сотрудничать с правительственными органами, расследовавшими другие случаи нарушения законов, регулирующих операции с ценными бумагами. Стало ясно, что следователи интересуются Милкеном и «Drexel», и это обстоятельство ограничило круг клиентов фирмы и ослабило ее способность привлекать средства и добиваться осуществления поглощений. Тем не менее она поддержала попытку враждебного поглощения «Salomon Brothers», предпринятую в 1987 г. Перельманом, и стала единственным исполнителем операций с бросовыми облигациями в ходе грандиозного поглощения «RJR Nabisco», осуществлявшегося ККР.

Наконец в 1988 г. правительство предъявило «Drexel» и Милкену обвинения в совершении сделок на основе частной информации, манипулировании ценами акций, представлении Комиссии по ценным бумагам и биржам фальсифицированных документов и обмане клиентов. «Drexel» признала себя виновной в инкриминированных ей нарушениях закона, уплатила штрафы на общую сумму 650 млн дол. и согласилась сотрудничать с правительством в деле Милкена. Столкнувшись с

перспективой выплаты громадных сумм по частным искам и лишившись источника своих доходов и могущества, фирма вскоре объявила себя банкротом.

В 1990 г. Милкен заключил соглашение с обвинителями, признав себя виновным по шести незначительным пунктам обвинения. Однако суд вынес ему беспрецедентно суровый приговор: 10 лет тюремного заключения, 3 года принудительных общественных работ и штраф в размере 600 млн дол. Многие люди, независимо от своего отношения к Милкену, расценили это решение суда как «приговор десятилетия алчности».

Источник: *Bruck C. The Predator's Ball. New York : Simon and Schuster, 1988. См. также сообщения средств массовой информации. Цифровые данные взяты из статьи: Welles Ch., Galen M. Commentary : Milken is Taking the Fall for a «Decade of Greed» // Business Week. 1990. 10 Dec. P. 30.*

Однако такие оценки разделялись не всеми участниками дебатов. Адвокаты рейдеров высоко оценивали их деятельность, утверждая, что скупленные ими корпорации отличались раздутыми штатами и чрезмерным самоуспокоением. В противном случае разве стали бы сметливые инвесторы переплачивать в среднем по 40–50% сверх рыночной цены акций ради того, чтобы получить возможность заменить руководителей и членов правлений этих фирм? Скупленные фирмы обычно подвергались глубокой реорганизации, в результате которой создавались структурные единицы, в большей степени специализировавшиеся на отдельных видах деятельности; высшие руководители таких фирм становились обладателями значительной доли акций, а инвесторы приобретали более широкие возможности для смещения высших руководителей фирм в случае их неудовлетворительной работы. Благодаря деятельности рейдеров и ЛВО деловой мир вышел из состояния самодовольной спячки, в которое он впал после второй мировой войны в благоприятных условиях ограниченной конкуренции на международных рынках; что касается изменений в структуре капитала, то они лишь воспроизвели тот тип финансирования, который является обычным в остальных индустриальных странах.

Структуры финансирования и собственности в других странах⁸

Финансирование в значительной мере за счет собственного капитала, характерное для фирм США вплоть до повышения роли заемного капитала в 80-е гг., значительно отличалось от традиционных типов финансовых структур, сложившихся в экономике других индустриальных стран, которые в данном десятилетии также претерпели изменения. Так, например, во Франции в 1980 г. 71% внешнего финансирования фирм приходился на банковские ссуды, а оставшаяся часть делилась между выпуском акций и облигаций корпораций в соотношении примерно 3 : 1. Общая величина заемных средств составляла величину более двух третей общей стоимости активов, а в 1982 г. этот показатель достиг наивысшего уровня — 72%. Затем, после национали-

⁸ Этот раздел в значительной мере основан на материалах Билла Эммотта (*Emmott B. The Ebb Tide : A Survey of International Finance // Economist. 1991. Vol. 27. (Apr.)*), откуда заимствовано и большинство приводимых цифровых данных.

зации крупных банков (сделавшей банковские ссуды менее привлекательным средством финансирования), резко увеличилась роль финансирования за счет собственного капитала и была проведена либерализация правил фондового рынка. За 1984–1990 гг. стоимость новых выпусков акций возросла в 6 раз, достигнув суммы, эквивалентной 42 млрд дол., и доля этого источника в финансировании фирм составила около 30%. Крупными покупателями таких акций стали банки, а также взаимные инвестиционные фонды, большинство которых являлось филиалами банков. В 1988 г. на долю банковских ссуд приходилось лишь 53% финансирования французских фирм нефинансового сектора, а величина заемных средств снизилась до 63% общей стоимости их активов.

Схожая, но более масштабная переориентация с банковских кредитов на собственный капитал и другие источники финансирования наблюдалась в 80-е гг. в Японии. В начале десятилетия среднее соотношение заемного и собственного капитала крупнейших фирм открытого типа составляло 2.75 : 1 и 64% внешнего финансирования обеспечивалось за счет банковских ссуд. Затем японские фирмы начали искать иные источники финансирования. Вначале они привлекали средства с международных рынков облигаций, затем — с переживавшей бум Токийской фондовой биржи, а еще позднее стали прибегать к выпуску конвертируемых облигаций (долговых обязательств, которые могут быть конвертированы в обычные акции) и облигаций с варрантами (ценные бумаги, дающие право на приобретение акций данной фирмы по заранее определенной цене). К 1990 г. соотношение общей суммы заемных средств и собственного капитала составило почти 1 : 1, при этом облигационные займы достигли около 75% величины собственного капитала (в то время как в середине 70-х гг. величина таких заемных средств более чем вдвое превышала величину собственного капитала), а коэффициент заемные средства/активы опустился ниже 30%. Фирмы рассчитывались с банками по полученным кредитам, и у них начали аккумулироваться громадные денежные средства. Так, «Toyota Motors» получила шутовское прозвище «Toyota Bank», поскольку в 1990 г. эта фирма располагала денежными средствами и их эквивалентами на общую сумму 1.36 трлн иен, а также краткосрочными инвестициями на сумму 84 трлн иен.

В Германии более 90% внешнего финансирования фирм обеспечивается за счет банковских кредитов. За период с 1970 по 1990 г. этот показатель изменился относительно незначительно, несмотря на некоторое увеличение роли собственного капитала. В частности, новые выпуски акций заменили облигации корпораций, переставшие быть сколько-нибудь заметным источником финансирования. Однако на открытом рынке обращаются акции лишь немногих германских фирм. В Германии существуют приблизительно 360 000 фирм, акционеры которых несут ограниченную ответственность за долги фирмы, что является отличительным признаком корпорации в США; из них только 2300 фирм имеют статус *открытых акционерных обществ* (Aktiengesellschafts), дающий доступ их акциям на свободный рынок, однако фактически на различных фондовых биржах Германии обращаются акции только 619 фирм.⁹

⁹ Aktiengesellschaften (акционерные общества) можно отличить по аббревиатуре AG после названия фирмы; корпорации закрытого типа (Gesellschaften mit beschränkter Haftung) обозначаются аббревиатурой GmbH. Примерами фирм первого типа явля-

Более того, большинство новых выпусков акций размещается при помощи различных форм закрытой подписки, а не путем публичного предложения на открытом рынке. Банки имеют тесные связи с фирмами, которые они финансируют, и, как правило, имеют своих представителей в наблюдательных советах этих фирм, т. е. их вторых правлениях, существования которых требует законодательство Германии (в эти советы должны также входить представители трудовых коллективов фирм). Зачастую банкир является председателем наблюдательного совета фирмы и может располагать обширными полномочиями.

Враждебные поглощения, столь характерные для 80-х гг. в англоязычных странах, во Франции были редкими, а в Японии и Германии, по существу, не имели места. Это объясняется, в частности, и структурами финансирования и собственности, сложившимися в данных странах. Во Франции существуют различные типы акций, наделяющие своих владельцев неодинаковым правом голоса, а в Германии, помимо этого, компаниям разрешено лимитировать долю голосов, которой может располагать отдельный акционер. В обеих этих странах пакеты акций, принадлежащие банкам, как правило, не могут быть проданы рейдерам. А эти пакеты могут иметь значительные размеры: «Deutsche Bank», например, владеет более чем 25% акций пяти крупнейших компаний Германии, включая автомобильную фирму «Daimler-Benz». Считается, что именно этот банк организовал сопротивление попытке приобретения германской шинной компании «Continental», предпринятой итальянской шинной компанией «Perelli». Эти факторы затрудняют осуществление враждебных поглощений, а то, что большинство фирм в Германии — компаний закрытого типа, полностью избавляет их от угрозы скупки акций рейдерами у акционеров. Важнейшей характерной особенностью структуры собственности, существующей в Японии, является, разумеется, тот факт, что фирмы, имеющие общие деловые интересы, владеют акциями друг друга. Около 24% акций крупнейших промышленных и финансовых корпораций Японии принадлежит другим корпорациям, а с учетом пакетов акций, принадлежащих финансовым учреждениям (например, компаниям взаимного страхования и взаимным инвестиционным фондам) эта цифра достигает 70%.¹⁰ Акции, которыми владеют другие корпорации, не будут предлагаться рейдерам, поскольку в этом случае возник бы риск разрушения экономических союзов, сementировать которые помогали данные акции; финансовые учреждения также традиционно поддерживают

ются химическая фирма «Bayer AG» и электронная фирма «Siemens AG». Фирмы закрытого типа, как правило, имеют меньшие размеры и менее известны в международном масштабе, однако к данному типу относится европейский филиал «Sony», целиком принадлежащий этой фирме. Аналогичные обозначения существуют в Великобритании: plc (public limited company) — акционерная компания открытого типа и ltd — фирма закрытого типа. Здесь крупные фирмы также, как правило, организованы в форме компаний открытого типа, например «British Petroleum, Plc» и международный конгломерат «Hanson, Plc», в то время как менее крупные являются фирмами закрытого типа. К числу известных британских компаний закрытого типа относятся издательство «Macmillan Press, Ltd» и многие фирмы, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами.

¹⁰ McDonald J. The Mochai Effect: Japanese Corporate Cross-Holdings // Journ. Portfolio Management. 1989. Vol. 16. Fall. P. 90-95.

дружественные отношения с руководством фирм. Тем не менее в 80–90-е гг. на рынках Европы (и в меньшей степени в Японии) велась активная деятельность по слиянию и приобретению фирм: предприятия меняли хозяев в результате дружественных сделок.

События 80-х гг., различия между отдельными странами и существующие в них тенденции привели в замешательство многих наблюдателей. Были ли враждебные поглощения необходимым условием реанимации поглощаемых организаций? Имеет ли реальное значение то, каким способом фирмы финансируют свои инвестиции: путем выпуска акций или за счет заемного капитала? Чем определяется выбор фирмой одного из этих вариантов? Почему так сильно отличаются друг от друга структуры, существующие в различных странах? Как вышеупомянутый выбор влияет на эффективность фирмы и экономической системы в целом? Какие последствия для делового мира будут иметь данные события в 90-е гг. и позднее?

ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА И СТИМУЛЫ

Анализ иррелевантности решений в отношении источников финансирования и дивидендной политики, выполненный Модильяни и Миллером, начинается с предпосылки, согласно которой решения, касающиеся финансирования, не оказывают влияния на сам денежный поток. Мы уже отмечали, что заемное финансирование может уменьшить налоговые обязательства фирмы и тем самым может обеспечить переход части стоимости от государства к акционерам фирмы. Влияние различных схем налогообложения дивидендов, прироста капитала и процентных выплат на решения фирм может быть определено статистически — путем изучения различий между финансовыми решениями, принимаемыми фирмами, действующими в условиях различных законодательств и различных правил налогообложения. Хотя исследование реакции фирм на стимулы, создаваемые правилами налогообложения, имеет немаловажное значение как для тех, кто формирует политику государства, так и для бизнесменов, эта тема слишком обширна и сложна для того, чтобы подробно осветить ее в данной книге. Существует специальная работа, посвященная исключительно взаимосвязи между деловыми решениями и налоговым климатом.¹¹ Наше внимание будет сфокусировано главным образом на том влиянии, которое может оказать на стоимость структура капитала — за счет изменения существующих у менеджеров стимулов, учета конфликтов интересов, которые могут возникать между акционерами и кредиторами, вероятности возникновения издержек банкротства, осуществления контроля за действиями руководства фирмы со стороны инвесторов-акционеров и лендеров.¹²

¹¹ Scholes M., Wolfson M. *Taxation and Business Strategy: A Global Planning Approach*. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice-Hall, 1992.

¹² Здесь и далее варваризм «лендер» (lender) используется как синоним термина «финансовый кредитор». Лендеры представляют финансовые ресурсы (капитал) компании, но не являются ее собственниками. Помимо финансовых существуют и коммерческие кредиторы, или кредиторы по текущим операциям, например поставщики сырья и материалов, работники, которым компания начислила, но еще не выплатила заработную плату, и т. п. (*Прим. ред.*).

Конфликт интересов: менеджеры против акционеров

Структура капитала может оказывать влияние на два обширных комплекса противоречий между интересами различных сторон: это конфликты между интересами менеджеров и акционеров (владельцев фирмы), возникающие в этой связи вопросы, по существу, представляют собой знакомые нам проблемы субъективного риска со стороны менеджеров в отношении контроля затрат и максимизации стоимости фирмы, и конфликты между интересами лендеров и собственников фирмы, центральное место в которых занимает проблема выбора между различными инвестиционными проектами.

Рассмотрим в качестве примера некую небольшую, но растущую фирму. Ее основатель желает преобразовать свою фирму в компанию открытого типа, т. е. продать ее акции инвесторам-аутсайдерам с тем, чтобы привлечь денежные средства, необходимые для финансирования дополнительных инвестиций. Ему необходимо решить, сколько акций будет продано инвесторам-аутсайдерам и какую долю прав собственности он сохранит за собой. Это решение не может быть нейтрализовано инвесторами-аутсайдерами при помощи операций на финансовом рынке, как это предполагает теория Модильяни и Миллера. Доля фирмы, которую сохраняет за собой ее основатель, определяется исключительно соотношением числа проданных и оставшихся у него акций.

Как уже отмечалось в нескольких предыдущих главах, распределение прав собственности влияет на стимулы. В данном случае продажа части фирмы инвесторам-аутсайдерам может оказать неблагоприятное влияние на заинтересованность собственника-менеджера в максимизации прибыли фирмы. Сохраняя за собой определенный процент акций фирмы, ее основатель получает соответствующую долю финансовых выгод от ее деятельности и несет соответствующую долю финансовых издержек, связанных с принятием тех или иных решений. Такая ситуация сама по себе не приводит к деформации стимулов, поскольку решения и действия, максимизирующие какую-то фиксированную долю выгод за вычетом такой же доли издержек, одновременно максимизируют и разность между общей выгодой и общими издержками. Однако эти решения могут создавать и нефинансовые выгоды и издержки, которые трудно идентифицировать и предусмотреть в контрактах: данные издержки и выгоды, скорее всего, будет получать и нести исключительно владелец-менеджер. В этом случае максимизация чистой выгоды владельца-менеджера не равносильна максимизации общей чистой выгоды.

Предположим, что владелец-менеджер, владеющий 50% акций фирмы и склонный летать первым классом, останавливаться в дорогих отелях, пользоваться роскошной служебной автомашиной и инвестировать ресурсы фирмы в симпатичные ему проекты сомнительной ценности, несет половину издержек, сопряженных с этими решениями, но получает все связанные с ними выгоды. 50%-ная доля в акционерном капитале фирмы может умерять его вышеупомянутые наклонности, но если менеджер оставит за собой только 5% акций, предоставив посторонним акционерам оплачивать 95% издержек, привлекательность подобных решений резко увеличивается. Высшие руководители фирм, владеющие лишь незначительным количеством их акций, кроме того, обнаруживают меньшую заинтересованность в осуществлении контроля за деятельностью других работников и за уровнем издержек, а также менее заинтересованы в увеличении доходов фирм. Во врезке, посвященной

зависимости поведения руководителей фирм от наличия у них прав собственности, приводятся два недавних примера конфликтов между интересами администрации и акционеров фирм.

**ПОВЕДЕНИЕ РУКОВОДИТЕЛЕЙ ФИРМ И ИХ УЧАСТИЕ
В АКЦИОНЕРНОМ КАПИТАЛЕ:
АРМАНД ХАММЕР И Ф. РОСС ДЖОНСОН**

Недавние СЕО фирм «Occidental Petroleum» и «RJR Nabisco» могут служить яркими примерами не слишком бережного отношения к ресурсам корпораций со стороны тех руководителей, которые владеют лишь небольшим числом их акций (а также неспособности правлений фирм проконтролировать их действия). Фирма «Occidental Petroleum» была создана Арманом Хаммером, занимавшим в ней посты СЕО и председателя совета директоров вплоть до своей смерти в 1992 г. в возрасте 92 лет. Многие его приобретения и операции подвергались сильной критике, в том числе его убыточные предприятия в СССР и в Китае (Хаммер был одним из первых западных бизнесменов, встречавшихся с Лениным, и поддерживал контакты с последующими поколениями руководителей коммунистических стран) и деятельность в таких отраслях, как переработка мяса и семеноводство. Кроме того, он поддерживал дивиденды по акциям своей компании на высоком и стабильном уровне — 2.50 дол. на акцию, хотя в 1990 г. ее прибыль в расчете на акцию составила всего 1.03 дол. и для выплаты дивидендов фирме пришлось прибегать к займам. За последние 10 лет его руководства цена акций фирмы снизилась на треть, хотя стоимость акций нефтяных компаний за этот период в среднем возросла в три раза. Недовольство стратегиями Хаммера и результатами деятельности его фирмы побудило большинство институциональных инвесторов избавиться от акций «Occidental Petroleum».

За свою жизнь Хаммер успел собрать большую личную коллекцию произведений искусства (утверждают, что на ее создание расходовались и средства фирмы), которую он в конце концов решил сделать доступной для публики. Для этого он заставил «Occidental Petroleum» построить в Лос-Анджелесе здание Художественного музея и Культурного центра им. Арманда Хаммера, предназначенное для размещения его коллекции. Некоторые акционеры возбуждали судебные иски, пытаясь не допустить расходования средств корпорации на это строительство, однако конфликты были урегулированы без судебного разбирательства и строительство музея в конечном счете обошлось акционерам корпорации в 120 млн дол.

Владея некогда почти половиной акций «Occidental Petroleum», Хаммер сохранил за собой менее 0.5% акций. В совет директоров фирмы входили его внук и два его адвоката. После его смерти руководители фирмы отказались от многих его начинаний, подвергавшихся публичной критике.

Ф. Росс Джонсон занимал пост СЕО в «RJR Nabisco» до скупки акций этой фирмы, осуществленной ККР в 1988 г. Еще возглавляя фирму «Standard Brands», а затем «Nabisco Brands», Джонсон прославился щедрым расходованием средств этих корпораций. Он удвоил оклады руководящим работникам «Standard Brands» и обеспечил их (и себя) служебными квартирами, ложей в «Madison Square Garden» и членством в многочисленных загородных клубах. Кроме того, он включил в платежную ведомость фирмы немалое число бывших спортсменов. Получило известность следующее его высказывание: «Дайте мне такого парня, который может придумать, на что потратить деньги, а не такого, который из кожи вон лезет, чтобы уложиться в смету». Он не скрывал своего восхищения одним из своих подчиненных, который отвечал в фирме за развлечения и «экстрава-

ганцы», называя его «единственным человеком, который может получить неограниченный бюджет и не уложиться в него».

Этот стиль он сохранил и в «RJR Nabisco». Он роздал в качестве подарков 1500 наручных часов, оплатил участие бывшего президента США Джеральда Форда в турнире по гольфу, спонсором которого была эта фирма, приглашал для развлечения гостей фирмы Фрэнка Синатра и Боба Хоупа, увеличил число спортсменов, содержащихся компанией (некоторые из них явно не оправдывали свою заработную плату, доходившую до 1 млн дол. в год), разрешил обставлять административные помещения роскошной мебелью и содержать за счет компании «кадиллаки», «мерседесы» и даже «роллс-ройсы» с шоферами, нанял 36 летчиков для обслуживания 10 принадлежащих корпорации реактивных самолетов. Самолеты «RJR Air Force» предоставлялись в распоряжение руководящих работников фирмы при наличии хотя бы малейшей «служебной необходимости», а иногда, как утверждают, и без всякого повода.

Из 247 млн акций «RJR Nabisco» Джонсону принадлежало 60 000, или 0.02%. До того момента, как правление вопреки возражениям Джонсона дало согласие на предложение ККР, он, по-видимому, пользовался полной поддержкой директоров. Известны его слова: «Одна из важнейших задач СЕО — заботиться о директорах и улаживать их».

Источники: Wife's Heir Sues Armand Hammer // New York Times. 1990. 15 July. 8Y; Occidental Petroleum : Taking a Sickle to Hammer's Empire // The Economist. 19 Jan. 1991. P. 64-65; Minow N. Shareholders, Stakeholders, and Boards of Directors. Institutional Shareholder Services, Inc. (Mimeo); Burrough B., Helyar J. Barbarians at the Gate : The Fall of RJR Nabisco. New York : Harper and Row, 1990. Цитаты заимствованы из последней работы.

В общем плане в тех случаях, когда руководители фирмы владеют лишь небольшой частью ее акций в обращении, могут существовать несколько источников конфликтов. Во-первых, менеджеры в большей степени, чем акционеры, будут заинтересованы в долговечности и росте фирмы. Растущие компании предоставляют больше возможностей для продвижения, а оклады высших руководителей, как правило, возрастают вместе с ростом фирмы. С другой стороны, в тех случаях, когда компании ликвидируются, признаются банкротами, продаются или поглощаются другими владельцами, часто ликвидируются высокооплачиваемые должности, особенно в аппарате управления. Во-вторых, руководители фирм будут склонны расходовать чрезмерно крупные средства на обеспечение собственного поощрения и, возможно, поощрения своих подчиненных или прочих работников, поскольку они несут лишь часть связанных с этим издержек. Наконец, руководители предпочитают такое положение, когда аутсайдеры не вмешиваются в их деятельность как в силу естественного стремления к независимости, так и потому, что это способствует сохранению занимаемых ими должностей и позволяет повышать уровень оплаты своего труда. Все эти проблемы обостряются по мере уменьшения доли менеджеров в собственном капитале фирмы.

Эти тенденции могут усугубляться в тех случаях, когда фирма имеет крупный *свободный денежный поток*. Денежный поток представляет собой денежные поступления за вычетом непосредственных расходов, что равносильно сумме прибыли и амортизационных отчислений. Свободный денежный поток представляет собой денежный поток за вычетом той суммы, которая

может быть прибыльно реинвестирована в фирму. С позиции эффективности эти средства следует возвращать акционерам, например путем выплаты повышенных дивидендов или выкупа акций фирмой. Получив эти деньги, акционеры смогут использовать их наилучшим, по их мнению, образом — на нужды потребления или для осуществления иных инвестиций. Однако менеджеры и правления фирм могут сталкиваться с сильнейшим искушением использовать данные ресурсы внутри фирмы для осуществления новых инвестиций, которые (по определению) не являются рентабельными и не отвечают интересам акционеров. Кроме того, менеджеры таких фирм могут проявлять более сильное стремление к выплате чрезмерных вознаграждений и к распределению части созданного богатства среди работников.

Несмотря на эти проблемы, возникающие в связи с незначительным участием менеджеров в акционерном капитале, мы не можем утверждать, что сосредоточение значительной части акций фирмы в руках ее руководителей обязательно имеет благоприятный эффект. Иногда проблема незначительного участия высших руководителей фирмы в ее акционерном капитале попросту неразрешима. Мало кто из менеджеров обладает личным богатством, достаточным для приобретения значительной доли акций крупной автомобильной компании, а простое наделение сменяющих друг друга менеджеров крупными пакетами акций может оказаться невыгодным для акционеров решением. Даже если компания, о которой идет речь, достаточно невелика, а ее владелец достаточно богат для того, чтобы избежать данной проблемы, может возникнуть другая проблема: менеджер, чье благосостояние зависит исключительно от состояния дел одной-единственной фирмы, принимает на себя чрезмерно большую долю риска этой фирмы. Склонные избегать риска менеджеры в таких случаях, опасаясь за свое личное богатство, будут проявлять чрезмерную осторожность по отношению к тем рискованным инвестиционным проектам, которые могли бы быть приняты ими в случае оптимального распределения риска. Некоторая диверсификация их инвестиций позволила бы уменьшить величину соответствующей премии за риск и сделала бы их более готовыми идти на риск в тех случаях, когда это представляется оправданным.

Разумеется, стимулирование менеджеров может быть обеспечено не только путем их непосредственного участия в акционерном капитале, но и при помощи эксплицитных и имплицитных контрактов, устанавливающих условия оплаты их труда; забота о своей профессиональной репутации и связанных с ней рыночных возможностях также может способствовать более ответственному подходу менеджеров к принимаемым ими решениям. Тем не менее ни один из этих механизмов не является совершенным, и поэтому наличие у менеджеров прав собственности может играть определенную роль при любых обстоятельствах.

Конфликт интересов: лендеры против других инвесторов

Если выпуск акций не позволяет привлечь необходимые денежные средства, то первоочередной альтернативой является финансирование инвестиций компании за счет заемных средств. Однако при этом могут возникать противоречия между интересами акционеров (среди которых могут быть и руководители фирмы) и лендеров фирмы. Как правило, если лица, выбирающие инвестиционные проекты, которые будут осуществляться фирмой, не

владеют равными долями и заемного, и собственного капитала фирмы, то у них нет финансовой заинтересованности в выборе таких инвестиционных проектов, которые максимизируют общую стоимость фирмы.

УЧАСТИЕ УПРАВЛЯЮЩИХ ВЫСШЕГО РАНГА В АКЦИОНЕРНОМ КАПИТАЛЕ ФИРМ

Майкл Дженсен и Кевин Мэрфи обобщили данные об участии СЕО американских фирм в акционерном капитале их компаний. Эти данные были взяты из обзора журнала «Forbes», посвященного оплате труда руководителей фирм в 1987 г., и охватывают выборку из 746 руководителей.

Среднее значение стоимости пакета акций СЕО для данной выборки — 41 млн дол., что составило 2.42% общей стоимости акций. Однако их распределение оказалось достаточно неравномерным, поскольку некоторые СЕО (часто это основатели компаний или их наследники) имели очень крупные пакеты акций, в то время как 80% СЕО имели менее 1.38% акций своих фирм. За вычетом наибольших и наименьших значений каждый из СЕО в среднем владел акциями стоимостью 3.5 млн дол., что составляло 0.25% стоимости акций. Общая стоимость акций средней фирмы равнялась 1.2 млрд дол.

В фирмах, размер которых был меньше среднего для данной выборки, СЕО владели в среднем 3.05% акций (стоимость пакета — 19.3 млн дол.), однако после усреднения эти показатели вновь оказывались намного ниже: 0.49%, или 2.6 млн дол. У той половины обследованных фирм, которая имеет более крупные размеры, процент акций, принадлежащих СЕО, меньше, однако их стоимость выше. Средние значения — 1.79% акций, стоимость пакета 62.6 млн дол.; в то же время после исключения наибольших и наименьших значений эти показатели составили 0.14% общего количества акций на сумму 4.7 млн дол.

Источник: Performance Pay and Top-Management Incentives // Journ. Polit. Econ. 1990. Vol. 98. Apr. P. 225-264.

Чрезмерно рисковые инвестиции. Одной из проблем, возникающих в отношениях между акционерами и кредиторами, является проблема замещения активов, которую мы подробно рассматривали в главе 5, когда речь шла о кризисе ссудо-сберегательной индустрии. Когда доля заемного капитала фирмы по отношению к ее собственному капиталу чрезмерно высока, владельцы фирмы могут проявлять излишнюю склонность к осуществлению рискованных капиталовложений. Это объясняется тем, что в случае высокой доходности рискованных инвестиций практически все выгоды достаются владельцам акций, но при низкой доходности таких инвестиций наибольшая часть убытков ложится на лендеров. Какова бы ни была чистая приведенная стоимость инвестиций, интересы этих сторон непосредственно противоречат друг другу: любое увеличение риска, уменьшающее ожидаемый доход лендеров, имеет своим результатом увеличение ожидаемого дохода акционеров на ту же величину. Как мы убедились на примере ссудо-сберегательных ассоциаций, акционеры могут даже предпочитать рисковые инвестиции с отрицательной чистой приведенной стоимостью более надежным капиталовложениям с положительным общим доходом. Такая неэффективность представляет собой одну из разновидностей издержек, связанных с использованием заемного капитала.

Лендеры не могут не предвидеть возникновения у собственников фирмы заинтересованности в выборе неэффективных вариантов инвестиций (или в

том, чтобы заставить или побудить менеджеров фирмы выбирать такие варианты). Это приводит к уменьшению размеров займов, которые они готовы предоставить или к увеличению требуемой ими доходности. Соответственно ожидаемые издержки выбора неэффективных инвестиционных проектов будут нести акционеры. Это в свою очередь побуждает последних попытаться найти способы, позволяющие гарантировать их отказ от осуществления рискованных инвестиций. Они могут, например, согласиться на включение в кредитное соглашение условий, ограничивающих их возможности в плане осуществления таких инвестиций, или же прибегнуть к краткосрочным банковским ссудам, что позволяет лендеру отозвать ссуженный им капитал в случае чрезмерно рискованных действий заемщика.

Чрезмерная финансовая зависимость и недофинансирование инвестиций. Вторая проблема возникает главным образом тогда, когда фирме в данный момент не хватает денежных средств для выплат по текущим долговым обязательствам, но в то же время она располагает выгодными инвестиционными возможностями. Рассмотрим крайний случай: фирма имеет непогашенную задолженность, величина которой на 10 млн дол. превышает стоимость ее активов; у нее появляется возможность, осуществив инвестиции на сумму 5 млн дол., получить гарантированный валовый доход в размере 12 млн дол., т. е. гарантированная чистая прибыль составит 7 млн дол. Если условия заключенных фирмой кредитных соглашений предусматривают приоритетность выплаты текущего долга, ни один новый лендер или инвестор не согласится профинансировать данный инвестиционный проект, поскольку из получаемого дохода первые 10 млн дол. будут перечислены прежним лендерам фирмы; на долю инвесторов или лендеров, вложивших 5 млн дол., остается лишь 2 млн дол. В результате выгодный проект не может быть реализован, что может привести к утрате стоимости.

Этот пример — частный случай проблемы *чрезмерной финансовой зависимости* (*debt overhang*): компания, располагающая выгодными инвестиционными возможностями, не способна профинансировать данные проекты, так как соотношение ее задолженности к стоимости ее активов превышает допустимый уровень. Чрезмерная финансовая зависимость в последнее время стала злободневным вопросом в контексте экономического развития стран третьего мира. Как и фирмы, страны с высоким уровнем финансовой зависимости могут оказаться не в состоянии привлечь займы, необходимые для финансирования многообещающих проектов развития промышленности ввиду того, что все прибыли от реализации этих проектов придется перечислять уже имеющимся лендерам. (Для стран эти проблемы могут иметь еще более острый характер, чем для отдельных фирм, поскольку суверенное государство не всегда может согласиться с ограничениями своей деятельности, которые служили бы гарантиями его способности погасить полученные займы).

Тот факт, что в результате недостаточного финансирования инвестиций, вызванного чрезмерной финансовой зависимостью, происходит утрата стоимости, означает, что данное состояние является неэффективным и что существуют какие-то иные состояния, являющиеся предпочтительными для всех сторон. В нашем примере неспособность фирмы осуществить инвестиции приведет к тому, что ее лендер не получит 10 млн дол. Если фирма и ее лендер сумеют договориться об уменьшении долга на 5 млн дол., то данный инвестиционный проект может быть реализован и принести доход, в результате чего

сокращенный долг может быть погашен, а новые инвесторы смогут получить прибыль в размере 2 млн дол. В результате уменьшения долга потери нынешних лендеров фирмы сокращаются с 10 до 5 млн дол.

Учитывая те преимущества, которые обеспечивает возможность пересмотра условий кредитных соглашений в том случае, если доходы заемщика окажутся невысокими, можно предположить, что стороны захотят гарантировать наличие такой возможности. Так, концентрация долга в руках немногочисленной группы лендеров облегчает пересмотр условий займов, что создает дополнительную стоимость в случае, если фирма-должник окажется в тяжелом положении. Ошибка таких рассуждений заключается в том, что сам акт защиты владельцев-менеджеров от последствий их неудачных решений уменьшает их заинтересованность в выработке правильных решений и усиливает у них и без того чрезмерную склонность к осуществлению рискованных операций.

Когда число лендеров фирмы велико и долг фирмы распылен между ними, угроза чрезмерной финансовой зависимости при невозможности пересмотра долга способствует ограничению уровня заемного капитала. Если же долговые обязательства сконцентрированы в руках немногочисленных лендеров, что повышает вероятность пересмотра долга, у менеджеров фирмы появляются стимулы для злоупотребления своим положением. В обоих случаях высокий уровень заемного капитала сопряжен со значительным риском уничтожения части стоимости фирмы.

Свободный денежный поток и заемное финансирование. Эти негативные последствия использования заемного капитала уравниваются позитивными, создающими у менеджеров непосредственную заинтересованность в целесообразном использовании свободного денежного потока. Замещение собственного капитала фирмы заемным ставит менеджеров перед необходимостью обеспечивать выплаты в счет обслуживания долга — в противном случае они рискуют лишиться своих постов в результате банкротства компании. При финансировании за счет собственного капитала такая непосредственная, безусловная необходимость отсутствует, и если только правление фирмы не отличается повышенным вниманием к интересам акционеров и не имеет возможности обеспечить контроль за привилегиями руководящих работников и исключить напрасную растрату средств, то налицо недостаток эффективных средств, обеспечивающих передачу свободного денежного потока инвесторам. Отсутствие дивидендов может раздражать акционеров и вызывать у них гнев, однако они могут оказаться не в состоянии предпринять какие-либо существенные действия для исправления такого положения. Среди финансистов бытует поговорка: «Собственный капитал добр, а заемный суров».

Стимулы, побуждающие собственников к осуществлению мониторинга

Совет директоров корпорации обязан обеспечивать учет интересов акционеров — а иногда и других заинтересованных сторон — при принятии важнейших решений, касающихся деятельности фирмы. Однако создание совета директоров лишь переносит данную проблему на более высокий уровень: как обеспечить надлежащее поведение членов совета? кто будет контролировать этот контрольный орган? В конечном счете гарантировать, что капиталовложения акционеров не будут пущены на ветер руководством фирмы, может

только человек, сам являющийся одним из собственников этой фирмы. Однако отдельные инвесторы, владеющие относительно небольшими пакетами акций, не имеют значительных стимулов, которые побуждали бы их принять на себя издержки, связанные с осуществлением контроля за деятельностью менеджеров или добросовестностью правления.

В качестве примера представьте себе, что в июне 1991 г. вы являетесь владельцем 1000 акций IBM. С учетом цен того периода стоимость этого пакета акций превышала 98 000 дол. Однако поскольку число действительных акций IBM в то время превышало 592 млн, ваша доля в собственном капитале фирмы составляла всего лишь 0.000 168%. Таким образом, позаботившись о контроле над действиями администрации фирмы и повысив за счет этого прибыль IBM на 1 дол., вы получили бы только 0.000 168 цента. Очевидно, что вы не стали бы предпринимать таких усилий, если только у вас не было бы иных побудительных мотивов для этого, не рассматриваемых здесь. Только те инвесторы, которые владеют относительно крупными долями акционерного капитала фирмы, будут склонны осуществлять серьезный контроль за ее руководством. Следовательно, концентрация акционерного капитала может оказывать влияние на стоимость фирмы.

Концентрация акционерного капитала. В 1980 г. из 500 крупнейших корпораций США (согласно «списку 500» журнала «Fortune») лишь в 15 корпорациях отсутствовали инвесторы, владеющие не менее чем 3% акций данной компании. В среднем крупнейшему инвестору принадлежало 15.4% акций, а пяти самым крупным инвесторам — 28.8%, что составляет значительную долю общего акционерного капитала.¹³ В менее крупных компаниях концентрация акционерного капитала приобрела еще большие масштабы.

Крупные инвесторы, вложившие в фирмы значительные суммы, могут сыграть важную роль в деле дисциплинирования менеджеров фирм. У этих акционеров нет особой личной заинтересованности в бесприбыльном «росте ради роста», поскольку связанные с таким ростом новые карьерные возможности и повышения окладов лично их не затрагивают. Враждебные поглощения, ставящие под угрозу должности менеджеров, открывают перед крупными акционерами перспективу выгодной продажи своих акций. Иногда такие акционеры могут проявить готовность пойти на расходы, связанные с защитой своих интересов при помощи судебных исков. Если они представлены в советах директоров компаний, то у них может иметься возможность уволить плохо работающих менеджеров, заменив их более эффективными работниками. Угроза увольнения с доходной (т. е. приносящей менеджеру ренту) должности может оказаться очень эффективным средством стимулирования добросовестной работы.

В Японии участие компаний в акционерном капитале других корпораций используется не только для упрочения деловых связей, но и для осуществления контроля. Компании-акционеры весьма непосредственно и серьезно заинтересованы в успехе данной фирмы, а имеющиеся между ними тесные связи делают возможным их активное участие в осуществлении контроля за деятельностью руководства фирмы. Этому способствует и распространенная в Японии практика, когда руководящие работники крупнейших фирм стано-

¹³ Shleifer A., Vishny R. Large Shareholders and Corporate Control // Journ. Polit. Econ. 1986. Vol. 94. P. 461-488.

вятся управляющими высшего ранга в менее крупных фирмах, связанных с их прежними компаниями.

В последнее время важное значение приобрел вопрос о возможностях и готовности к осуществлению активного контроля за деятельностью фирм крупных институциональных инвесторов — пенсионных фондов, взаимных инвестиционных фондов и страховых компаний. Одни лишь пенсионные фонды контролируют 30% акций крупнейших фирм открытого типа в США и Великобритании, и как минимум в 20% ранее отмеченных случаев концентрация акционерного капитала достигалась за счет участия институциональных инвесторов. Специалисты по финансовому менеджменту, которые привлекаются для управления портфелями таких инвесторов, отнюдь не всегда способны эффективно контролировать действия администрации фирм. Более того, в прошлом институциональные инвесторы обычно придерживались политики невмешательства в управление компаниями, а в тех случаях, когда результаты деятельности этих фирм их не устраивали, они попросту продавали свои пакеты акций. Однако, как отмечалось в главе 14, имеются признаки, свидетельствующие о том, что эта политика может претерпеть изменения. В дальнейшем мы еще вернемся к данной теме.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ РАЗЛИЧНЫХ СТРУКТУР СОБСТВЕННОСТИ

Степень концентрации акций в корпорациях США весьма различна. Так, при обследовании 511 корпораций в 1980 г. выяснилось, что доля пяти крупнейших акционеров в общей сумме акционерного капитала колеблется от 1.27 до 87.14% при среднем значении 24.81%. Чем объясняется такое разнообразие?

Х. Демзец и К. Лен предполагают, что оно может объясняться соображениями обеспечения эффективности. Они утверждают, что более высокая степень концентрации должна иметь место там, где концентрация приносит более высокий чистый доход. По их мнению, крупные фирмы должны иметь меньшую степень концентрации собственности в силу трех причин. Во-первых, увеличение доли отдельного акционера в крупной фирме требует более крупных расходов. Во-вторых, при любой форсированной доле в акционерном капитале влияние ее владельца в крупной фирме будет более значительным, чем в меньшей по размерам. В-третьих, присущая инвесторам склонность избегать риска подразумевает, что при большей степени концентрации собственности по мере увеличения размеров фирмы должна увеличиваться и величина премии за риск. Размер фирмы, однако, не единственный фактор, влияющий на выгодность увеличения концентрации. Более высокая степень неопределенности в отношении результатов деятельности конкретной фирмы повышает вероятность увеличения стоимости за счет точной оценки этих результатов. Большая степень государственного регулирования ограничивает диапазон возможных действий фирмы (тем самым уменьшая и свободу действий менеджеров, и свободу выбора, которой обладают владельцы фирмы), что делает концентрацию собственности менее выгодной. Наконец, эти исследователи предполагают, что для некоторых типов фирм характерно то, что потребитель продукции фирмы ценит возможность участвовать в определении характера этой продукции. В качестве примеров они приводят профессиональный спорт, где болельщик получает дополнительное удовольствие от победы любимой команды, если это и в самом деле «его команда», и средства массовой информации, где ценимое благо заключается в возможности обнародовать свои личные мнения и оказывать влияние на общественное мнение.

Для того чтобы проверить эти прогнозы, Демзец и Лен сопоставили данные о степени концентрации собственности в различных фирмах с показателями, характеризующими каждый из перечисленных выше факторов. Они установили, что каждый из этих факторов действительно оказывает спрогнозированное влияние на степень концентрации и это влияние является статистически значимым. Более того, в фирмах, действующих в сфере средств массовой информации, повышение концентрации осуществлялось почти исключительно отдельными лицами или семьями, а не институциональными инвесторами, что может быть объяснено именно той личной потребительной стоимостью, которой обладает возможность контроля над средствами массовой информации.

Источник: *Demsetz H., Lehn K. The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences // Journ. Polit. Econ. 1985. Vol. 93. Dec. P. 1155-1177.*

Дополнительная проблема возникает вследствие того, что наличие весомого пакета акций крупной фирмы неизбежно влечет за собой серьезную несбалансированность портфеля соответствующего инвестора, если только он не является чрезвычайно богатым. Какие дополнительные доходы, получаемые крупным инвестором, компенсируют издержки, связанные со слабой диверсификацией его портфеля? Не исключено, что от распродажи своих пакетов крупных акционеров удерживает боязнь оказать неблагоприятное влияние на курс акций (исключением являются те предложения, которые предусматривают приобретение масштабных пакетов), однако этот вопрос еще нуждается в прояснении.

Третья проблема связана с тем влиянием, которое крупный акционер может на практике оказать на действия руководства, если оно оказывает ему противодействие. Если судить по некоторым имеющим хождение анекдотам, это противодействие может быть весьма эффективным. Так, Росс Перо стал крупнейшим акционером «General Motors» и членом ее правления после того, как продал этому автостроительному гиганту фирму EDS. Он постоянно конфликтовал с председателем правления «General Motors» Роджером Смитом по поводу проводимой компанией политики и чрезвычайно резко критиковал утвердившиеся в фирме порядки, представлявшиеся ему бюрократической летаргией. Тем не менее ему, по-видимому, не удалось добиться каких-либо перемен, и в конце концов он согласился продать фирме принадлежавшие ему акции. Карл Айкен в конце 80-х гг. являлся крупнейшим акционером фирмы USX (бывшая «U. S. Steel»), владея 13.3% ее акций. Он стремился добиться разделения фирмы на отдельные юридические лица, которые управляли бы соответственно металлургическими и нефтяными предприятиями, принадлежавшими этой корпорации, однако руководство корпорации сопротивлялось таким планам.

Добившись лишь частичного успеха, Айкен в 1991 г. продал свои акции. В том же году Т. Бун Пиккенс отказался от попыток добиться для себя места в правлении «Koito Manufacturing» — фирмы, поставляющей осветительные приборы для автомобилей «Toyota», с тем чтобы перестроить ее стратегию. Пиккенс приобрел 26% акций этого японского концерна, став его крупнейшим акционером, однако его попытки повлиять на политику компании встречали систематическое сопротивление. Ему даже не предоставили доступа к бухгалтерской документации фирмы, а когда суд подтвердил его право на проверку этой документации, ему не удалось найти в Японии бухгалтерскую фирму, готовую помочь в проведении такой проверки.

Имеются также ограниченные, но систематические наблюдения, свидетельствующие об эффективности контроля со стороны крупных акционеров, что позволяет прийти к более позитивному заключению по рассматриваемому вопросу.¹⁴ Можно выдвинуть гипотезу, согласно которой контроль со стороны аутсайдеров в фирмах с относительно небольшим специфическим (по отношению к фирме и к ее менеджерам) капиталом будет более эффективным, чем в фирмах со значительным специфическим (по отношению к фирме и к ее менеджерам) капиталом, поскольку в последнем случае будет труднее как проанализировать инвестиционные решения, так и изменить их эффективным образом, если результаты деятельности фирмы представляются неудовлетворительными. Так, акционер-аутсайдер может столкнуться с большими трудностями при перестройке деятельности наукоемкой компьютерной фирмы, чем при проведении аналогичных изменений в нефтяной или металлургической компании. И действительно, в 11 отраслях, где преобладает неспецифический капитал (о чем свидетельствует невысокий уровень расходов на исследования и разработки относительно объема продаж) наличие акционеров, единолично владеющих не менее чем 15% акций фирмы, оказывало весьма значительное позитивное влияние на показатель соотношения цены акций и текущей прибыли, т. е. рост прибыли в фирмах, имеющих таких акционеров, превышал обычный уровень. Для фирм, действующих в отраслях с высоким уровнем расходов на исследования и разработки относительно объема продаж, подобного эффекта не обнаружено.

Ассоциации LBO и активные инвесторы. Возможность неадекватного контроля со стороны собственников порождает проблему безбилетника; она возникает в силу того, что в данном случае любой из заинтересованных индивидов несет все издержки, связанные с осуществлением контроля, но разделяет соответствующие выгоды с остальными собственниками. Если концентрация прав собственности в руках одного акционера затруднена ввиду большой величины собственного капитала фирмы, одно из очевидных решений заключается в замещении значительной его части заемным капиталом, после чего держатели долговых обязательств организуют интенсивный контроль с тем, чтобы избежать возникновения вышеописанных проблем. Это решение лежит в основе явления, которое Майкл Дженсен назвал *ассоциацией LBO*.¹⁵

Как правило, LBO финансируются на 80–90% за счет заемного капитала. Значительная часть финансирования может быть обеспечена специализирующимися на выкупе акций фирмами типа KKR или «Forstmann, Little & Company» или специальными LBO-фондами инвестиционных банков. Они предоставляют основную часть капитала, используемого для выкупа акций, и организуют займы (а при очень крупных операциях привлекают в случае необходимости партнеров для участия в собственном капитале) на недостающую сумму. Соответственно они имеют очень сильные стимулы для того,

¹⁴ *Zeckhauser R. J., Pound J. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance // Hubbard R. G. (Ed.). Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment. Chicago: University of Chicago Press, 1990. P. 149–180.*

¹⁵ *Jensen M. The Eclipse of the Public Corporation // Harvard Business Rev. 1989. Sept.—Oct. P. 61–74.*

чтобы добиваться приемлемых результатов деятельности фирмы. Для этого они осуществляют тщательный контроль за ее операциями, а также выплачивают ее руководителям очень крупные стимулирующие вознаграждения (включая предоставление долей в акционерном капитале). Остальными членами ассоциации являются институциональные инвесторы, инвестировавшие свои средства в LBO-фирму или фонд, занимающийся осуществлением операций LBO, банки и другие инвесторы, предоставившие необходимые ссуды и приобретшие долговые обязательства. Их контроль за деятельностью специализированной фирмы и ее заинтересованность в поддержании своей хорошей репутации, позволяющей ей рассчитывать на новые операции, служат дополнительными средствами, обеспечивающими необходимые результаты.

В более общем плане концентрация акционерного капитала создает те сильные стимулы, которые обычно связаны с правом собственности. Об этом свидетельствует успех, как правило сопутствующий таким активным инвесторам, как фирмы «Hanson Group» в Великобритании и «Clayton & Dubilier» и «Berkshire Hathaway» в США, несмотря на многочисленные различия в их стилях работы с теми компаниями, крупными пакетами акций которых они владеют.¹⁶

Венчурный капитал. В некоторых отраслях и сферах бизнеса для вновь созданных фирм ту роль, которую для давно существующих фирм играют крупные акционеры, во многом берут на себя владельцы *венчурного капитала*. Эти инвесторы обеспечивают новым фирмам необходимое финансирование и, кроме того, тщательно контролируют их деятельность с тем, чтобы гарантировать эффективное использование предоставленных ими средств.

Одна из главных проблем, с которыми сталкиваются владельцы венчурного капитала при финансировании начинающих фирм, заключается в том, что обычные финансовые показатели малоприспособлены для оценки деятельности таких компаний. В первые годы существования новой фирмы ей может понадобиться израсходовать чрезвычайно крупные суммы на разработку новых продуктов и систем до того, как появятся какие-либо данные о продажах или производстве, которые можно сравнить с показателями конкурентов или иными нормативами с тем, чтобы дать достаточно объективную оценку деятельности новой фирмы. Например, калифорнийская фармацевтическая компания «Alza Corporation», прежде чем на рынке появился первый ее продукт, в течение семи лет испытывала разработанные ею лекарства для того, чтобы получить соответствующие разрешения Управления по контролю за качеством продуктов питания и медикаментов США.

Не располагая объективными характеристиками, инвесторы, финансирующие новые фирмы, должны пристально следить за их делами, собирая ту детальную субъективную информацию, которой могут располагать лишь работники фирм. Венчурные инвесторы назначают собственных служащих на высокие посты в финансируемых ими фирмах (часто на пост председателя совета директоров) и продолжают финансировать эти фирмы до тех пор, пока они не достигают той стадии развития, когда уже имеется достаточное количество объективной информации о результатах их деятельности, способной побудить инвесторов обычного типа приобрести их акции.

¹⁶ См.: Punters or Proprietors : Survey of Capitalism // Economist. 1990. 5 May.

Стимулы для осуществления контроля лендерами

Владельцы венчурного капитала, как и рассмотренные ранее крупные акционеры, по существу инвестируют свои средства в собственный капитал фирм.¹⁷ Однако эффективный контроль за деятельностью фирмы может осуществляться не только владельцами ее собственного капитала. Лендеры фирмы также могут иметь стимулы, побуждающие их контролировать ее деятельность таким образом, что при этом улучшаются экономические показатели фирмы-заемщика.

Банки. Большинство фирм-заемщиков получают ссуды от банков, которые следят за финансовым состоянием данной фирмы и ссужают ей средства лишь в том случае, когда они уверены в возможности возврата ссуды. Важнейшей сферой деятельности коммерческих банков является предоставление краткосрочных ссуд для финансирования оборотного капитала фирм. Банк может, например, предоставить сезонный кредит фермеру для найма рабочих, которые займутся уборкой урожая, рассчитывая на то, что этот кредит будет погашен после продажи собранного урожая. Аналогичным образом банк может предоставить ссуду производителю игрушек для финансирования создания запаса продукции перед рождественскими праздниками. В месяцы, предшествующие Рождеству, производителю необходимы деньги для выплаты заработной платы работникам, приобретения материалов, уплаты арендной платы за здание фабрики и т. д. Банкир может счесть вероятность погашения ссуды после рождественских праздников высокой, в особенности если данная фирма уже получила заказы от розничных торговцев и если в прошлом ее игрушки пользовались хорошим спросом на рынке.

В других странах широко распространена практика предоставления банковских ссуд на более длительные сроки; зачастую такие займы представляют собой основной источник внешнего финансирования даже для крупных фирм. В таких случаях каждая фирма, как правило, имеет постоянные связи со своим «главным банком». Этот банк может иметь своего представителя в совете директоров фирмы и будет постоянно поддерживать тесные контакты с ее администрацией. Кроме того, он может владеть каким-то количеством акций фирмы. Благодаря этому банк имеет хорошие возможности для того, чтобы следить за состоянием фирмы и обеспечивать безопасность предоставленных ей займов.

Держатели облигаций. Если лендерами фирмы являются держатели ее облигаций, приобретшие их на рынке заемного капитала, то они не располагают столь же широким доступом к информации и имеют меньше возможностей для непосредственного влияния на оперативные решения фирмы. В данном случае лендеры могут настаивать на включении в условия покупки облигаций положений, ограничивающих свободу действий фирмы. Такие условия имеют целью защиту стоимости облигаций от оппортунистических действий

¹⁷ На практике владельцы венчурного капитала в обмен на свои инвестиции обычно получают привилегированные акции, которые по их желанию могут быть конвертированы в обыкновенные акции. Эта конвертация обычно осуществляется, когда фирма выходит со своими акциями на открытый рынок. До этого момента привилегированные акции обеспечивают владельцам венчурного капитала защиту в форме приоритетного (по отношению к владельцам обыкновенных акций) доступа к активам и доходам фирмы.

менеджеров (предпринимаемых в их собственных интересах или в интересах акционеров). Например, может быть ограничено право фирмы на размещение новых займов аналогичной или более высокой степени приоритетности, чтобы не допустить уменьшения стоимости облигаций данного займа в результате предоставления другим кредиторам приоритетного доступа к денежному потоку фирмы. К числу других условий может относиться ограничение инвестиций в совершенно новые сферы бизнеса или залог важнейших активов фирмы в качестве гарантии погашения данного займа.

Держатели облигаций фирмы «RJR Nabisco», например, понесли крупные убытки — по оценкам, они могли составить 1 млрд дол. — в результате падения рыночной цены своих облигаций после прохождения фирмой операции LBO; громадное долговое бремя, которое взвалила на себя фирма, сделало права держателей облигаций гораздо менее определенными: высоко котировавшиеся облигации, по существу, стали бросовыми. Затем этот риск, по-видимому, превратился в реальность, когда компания стала продавать свои активы для осуществления очередных выплат в счет обслуживания долга, что послужило основной причиной судебного иска со стороны страховой компании «Metropolitan Life», обладавшей облигациями «RJR Nabisco» общей стоимостью (по номиналу) примерно в четверть миллиарда долларов. Эти события подтверждают, насколько важно для кредиторов обеспечить включение в условия продажи облигаций соответствующих ограничений.

Долгосрочные лендеры. Долгосрочные займы иногда предоставляются банками и другими лендерами (например, страховыми компаниями) для финансирования приобретения конкретных дорогостоящих активов, которые затем часто используются в качестве обеспечения предоставленных займов. Хорошо знакомым примером являются закладные на недвижимое имущество, однако данным способом может финансироваться приобретение и других активов. Так, авиакомпания может получить ссуду на покупку самолета, причем в случае невыплаты компанией основного долга и процентов самолет перейдет в собственность кредитора. Новые самолеты представляют собой особенно популярный тип обеспечения займов, поскольку существует активный вторичный рынок самолетов и они могут быть легко перепроданы той авиакомпании, которая наиболее высоко их оценивает.

Популярной разновидностью этой практики является лизинг — долгосрочная аренда, когда лендер покупает у фирмы какой-то актив, а затем передает его в аренду этой же фирме, которая использует его в своей деятельности. Распространенным примером является опять-таки лизинг самолетов. Лизинговое соглашение может предусматривать право авиакомпании по истечении определенного срока выкупить самолет по льготной цене. Такая аренда почти равносильна займу, поскольку авиакомпания обязуется выплатить предусмотренную контрактом сумму в течение определенного периода времени, а в случае невыплаты должна лишиться самолета. К числу главных различий между лизинговым соглашением и займом относятся порядок налогообложения и трактовка состояния банкротства: арендованные по лизингу самолеты не являются собственностью авиакомпании. В 1991 г. авиакомпания «Trans World Airlines» столкнулась с возможностью конфискации используемых ею самолетов непосредственно перед наступлением летнего пика авиаперевозок — компания не смогла внести в срок установленные платежи за несколько самолетов и реактивных двигателей.

Издержки в связи с непогашением долгов и банкротством

Иногда фирмы оказываются не в состоянии или не желают производить выплаты по займам в установленные сроки, и тогда лендеры должны выбирать между продлением данных сроков или принуждением должника к банкротству с целью получения с него максимально возможной суммы. Оба варианта влекут за собой определенные издержки. Если срок погашения займа продляется, фирма-должник может еще глубже увязнуть в финансовых проблемах и стать еще менее платежеспособной. Кроме того, такое решение может произвести нежелательное впечатление на других заемщиков. Принудительное банкротство обычно означает ликвидацию фирмы-должника. После этого фирма представляет собой не более чем коллекцию подержанных материальных активов, которые, возможно, придется распродавать со значительной скидкой. Напротив, продолжающая свою деятельность фирма располагает гораздо большим потенциалом: она имеет коллектив опытных менеджеров и работников, товарные знаки и фирменные наименования, производственные системы, налаженные связи с поставщиками и потребителями — словом, все то, что необходимо для того, чтобы активы приносили доход. При банкротстве какая-то часть этого потенциала может быть утрачена, а работники фирмы могут — по крайней мере на какое-то время — оказаться за воротами. К тому же менеджеры фирмы теряют возможность управлять тем, что от нее осталось.

Процедура банкротства, кроме того, влечет за собой неизбежные издержки по оплате юристов и администраторов, которые, если, например, юристы запросят большие гонорары, могут поглотить значительную часть оставшейся чистой стоимости компании. Далее, процедура банкротства обостряет конфликт между администрацией фирмы и кредиторами, что приводит к дополнительным утратам стоимости. Возникают издержки влияния, так как претенденты на ресурсы фирмы — различные группы кредиторов, работники, государственные органы (если у фирмы имеется задолженность по налогам), акционеры и юристы — ведут между собой борьбу, добиваясь максимально возможного удовлетворения своих претензий.

Одна лишь перспектива банкротства уже может привести к возникновению издержек. Если менеджеров и работников побуждали осуществлять инвестиции в развитие специфического по отношению к данной фирме человеческого капитала, обещая им получение части соответствующих доходов, то боязнь утраты обещанных квазирент вследствие банкротства может воспрепятствовать осуществлению адекватных инвестиций. Кроме того, когда фирма испытывает финансовые затруднения, ее руководители могут предпринимать неоправданно рискованные операции, обещающие в случае удачи обеспечить сохранение рабочих мест и для руководителей, и для работников; при отказе от подобных операций рабочие места, по всей вероятности, будут утрачены. Более того, когда фирма испытывает финансовые затруднения, ее поставщики неохотно продлевают ей кредит; поскольку отношения с такой фирмой ввиду возможности ее банкротства рассматриваются поставщиками как менее ценные, они будут в меньшей степени заботиться о сохранении этих отношений: становятся возможными замедление поставок, снижение качества поставляемой продукции и т. д.

С повышением доли заемного капитала возрастает вероятность неспособности фирмы обеспечить выплаты, необходимые для обслуживания долга, и увеличивается ожидаемая величина издержек, связанных с банкротством.

Глава 11 Закона о банкротстве. Существование издержек, связанных с принудительным банкротством и ликвидацией фирм, помогает объяснить присутствие в Законе о банкротстве США главы 11; аналогичные положения имеются в законодательствах других стран. Фирмам, объявляющим себя банкротами в соответствии с процедурой, изложенной в главе 11, обеспечивается защита от кредиторов (т. е. кредиторы не имеют права конфисковать активы фирмы-неплательщика или принудить ее к немедленной ликвидации), а их руководителям разрешается попытаться реорганизовать деятельность фирм таким образом, чтобы они вновь стали рентабельными. Это означает, что в таких случаях разрабатываются планы, предусматривающие лишь частичное удовлетворение претензий кредиторов, причем приоритет отдается любым долгам, образовавшимся после объявления фирмы банкротом в соответствии с главой 11. В конечном счете для того, чтобы судебные органы одобрили осуществление запланированной реорганизации, необходимо согласие кредиторов фирмы; в случае их несогласия проводится принудительная ликвидация фирмы. Однако, как правило, у руководства фирмы имеется как минимум 6 месяцев для разработки соответствующего плана, и, по сути дела, на основании главы 11 фирма может продолжать свою деятельность практически бесконечно.

Если бы данного института не существовало, то фирмы, столкнувшиеся с кратковременными финансовыми затруднениями, но, по существу, вполне благополучные, оказались бы во власти своих кредиторов. Один-единственный из многочисленных кредиторов, опасаящийся за судьбу своего займа или отказывающийся пересмотреть его условия, мог бы принудить фирму к ликвидации. Результатом стала бы ликвидация вполне благополучных фирм со всеми вытекающими из этого издержками, хотя более оптимальным вариантом могло бы быть продолжение этими фирмами своей деятельности.

Неформальные «урегулирования». Хотя реорганизации фирм-банкротов на основании главы 11 могут исключить возникновение издержек, связанных с принудительной ликвидацией фирм, данные процедуры также влекут за собой определенные расходы. В частности, оплата услуг юристов может поглотить громадные средства, превышающие сумму всех претензий к фирме. Особенно удручающим примером в этой связи является случай с производителями асбеста в США, объявившими о своем банкротстве в соответствии с главой 11, когда к ним были предъявлены неимоверные претензии в связи со случаями заболеваний, вызванных воздействием асбеста. Расходы по оплате юристов составили 1.70 дол. на каждый доллар, выплаченный истцам.¹⁸

В целях предотвращения таких издержек сложилась практика *неформального урегулирования проблем задолженности*. Этот вариант подразумевает, что фирма и ее кредиторы договариваются о пересмотре графика выплаты долга и размеров сумм, подлежащих выплате. Как отмечалось выше, при наличии у фирмы чрезмерной фондовой зависимости для лендера может оказаться выгодным уменьшить сумму, на которую он претендует; те же прин-

¹⁸ *Kakalik J. S. et al. Costs of Asbestos Litigation Santa Monica, Cal. : Institute for Civil Justice; Rand Corporation, 1983. Publ. R-3042-1CJ.*

ципы применимы и при угрозе банкротства. Хотя эти переговоры ведутся без непосредственного участия судебных органов, возможность банкротства в соответствии с главой 11 маячит на заднем плане и оказывает влияние на процесс переговоров, так же как и конечная угроза принудительной ликвидации фирмы-должника.

Результатом переговоров является перераспределение выгод и убытков среди кредиторов по сравнению с их контрактными правами. При принудительной ликвидации фирмы держатели ее приоритетных долговых обязательств обладают абсолютным, обусловленным контрактом правом приоритетного получения средств фирмы (после юристов, обеспечивающих осуществление процедуры банкротства, налоговых органов и наемных работников фирмы). Следующими в очереди претендентов идут держатели младших, или субординированных, долговых обязательств, затем — владельцы привилегированных акций и наконец — владельцы обыкновенных акций. Судебные решения обычно подтверждают такую очередность. Однако существование издержек, связанных с банкротством, означает, что в некоторых случаях может оказаться более выгодным в процессе переговоров отказаться от некоторых претензий с тем, чтобы предотвратить потерю стоимости, которая будет иметь место при принудительной ликвидации фирмы. Правила главы 11 предоставляют держателям субординированных долговых обязательств, привилегированных акций и обыкновенных акций определенные права в том, что касается утверждения или отклонения предложений по реорганизации фирмы. Эти же правила дают им право участвовать в переговорах по урегулированию долговых проблем. В обоих этих случаях может оказаться более выгодным получить часть более крупного пирога вместо целого, но меньшего по размерам.

В ходе одного недавнего исследования был изучен 41 случай банкротства на основании главы 11. Исследователи установили, что в этих случаях держателям субординированных долговых обязательств удалось получить в общей сложности 878 млн дол., которые по условиям контрактов должны были бы достаться держателям приоритетных долговых обязательств.¹⁹ В ходе того же исследования были изучены 47 случаев урегулирования долговых проблем: в этих случаях держатели приоритетных долговых обязательств отказались в общей сложности от почти 1.4 млрд дол., на получение которых они имели право согласно условиям контрактов. Большая часть суммы отошла держателям обыкновенных акций: по закону они не имели права претендовать на эти деньги, однако от них зависело утверждение решений о банкротстве в соответствии с главой 11.

Уничтожение стратегических активов. На практике владельцы и менеджеры фирмы, испытывающей финансовые затруднения, могут иметь стимулы, побуждающие их уничтожать стоимость активов с тем, чтобы укрепить свои позиции на переговорах с кредиторами фирмы. Для того чтобы понять причины возникновения таких извращенных стимулов, рассмотрим фирму, имеющую активы и задолженности перед кредиторами в сумме 10 млн дол., т. е. фирма в состоянии удовлетворить претензии своих кредиторов, но при этом на долю акционеров не остается ничего. Если руководство фирмы уничтожает часть ее стоимости, то все издержки ложатся на кредиторов. Угро-

¹⁹ Цит. по: Economics Focus : The Kindness of Chapter 11 // Economist. 1991. 25 May. P. 83.

жая таким уничтожением активов, руководители фирмы, возможно, сумеют добиться от кредиторов уступок, выгодных для них и для акционеров фирмы. Например, если администрация фирмы имеет возможность уменьшить стоимость фирмы на 2 млн дол., то кредиторам будет выгоднее уменьшить свои претензии на эту сумму в обмен на отказ от уничтожения активов.

Разумеется, такие же стимулы существуют и в том случае, когда стоимость активов фирмы меньше, чем сумма ее обязательств, хотя суд, рассматривающий дело о банкротстве, возможно, сумеет каким-то образом защитить интересы кредиторов. Более удивительно то обстоятельство, что стимулы для уничтожения активов могут существовать и тогда, когда фирма является платежеспособной. Предположим, что общая кредиторская задолженность фирмы составляет 10 млн дол., стоимость ее активов — 10.1 млн дол. и у нее имеется возможность уничтожить часть активов на сумму 2 млн дол. Если руководство фирмы уменьшает стоимость активов на 100 тыс. дол. и грозит кредиторам уменьшить ее еще на 1.9 млн дол., то кредиторы окажутся примерно в такой же ситуации, какая рассматривалась в предыдущем абзаце. Существует вполне реальная возможность того, что кредиторы предпочтут пойти на такие уступки, которые улучшат положение руководителей и акционеров фирмы по сравнению с тем вариантом, когда активы останутся нетронутыми. Разумеется, если все стороны осознают наличие таких стимулов, они, возможно, сумеют договориться об уступках без посягательств на стоимость активов. С другой стороны, для того чтобы сделать соответствующую угрозу убедительной, может понадобиться показательное уничтожение части активов.

Очевидным способом предотвращения этой проблемы является поддержание стоимости активов фирмы на таком уровне, когда она значительно превосходит величину кредиторской задолженности фирмы — в данном случае уничтожение стоимости никак не сможет способствовать укреплению позиций фирмы на переговорах с кредиторами. Это подразумевает необходимость присутствия в составе источников средств фирмы определенной доли собственного капитала.

Структура источников финансирования, стимулы и стоимость

Те аспекты структуры источников финансирования, которые связаны со стимулированием и правами сторон, очевидным образом ставят под сомнение выводы из теорем Модильяни—Миллера, согласно которым решения по структуре источников не могут влиять на стоимость фирмы. Структура капитала фирмы влияет на мотивацию и поведение ее менеджеров, лендеров и акционеров, а также на вероятность возникновения издержек, связанных с банкротством. Изменение способов финансирования фирмы меняет стимулы; происходящие вследствие этого реальные изменения в поведении заинтересованных сторон отражаются на доходах фирмы. В свою очередь доходы фирмы определяют ее стоимость для потенциальных инвесторов и соответственно те суммы, которые они готовы вложить в фирму.

Однако данные стимулы определяются не только простыми финансовыми показателями типа соотношения заемного и собственного капитала. Число акций, принадлежащих руководителям фирмы, их концентрация в руках крупных акционеров-аутсайдеров, состав и полномочия совета директоров, наличие ограничительных положений в кредитных соглашениях и условиях

размещения облигаций и прогнозируемое распределение имеющихся ресурсов — все эти факторы оказывают влияние на стимулы и поведение заинтересованных сторон.

Первый критерий, которому должна соответствовать любая теория оптимальной структуры капитала, — это признание существования сложных, взаимодействующих стимулирующих эффектов различных финансовых решений и необходимости их сбалансированности. Далее, теория должна рекомендовать такую структуру капитала, которая приводит к сбалансированности этих эффектов и обеспечивает при этом максимизацию стоимости данной конкретной фирмы. Например, при прочих равных условиях высокоприбыльные фирмы, оперирующие на рынке с небольшим потенциалом роста его емкости, должны в большей степени финансироваться за счет заемного, а не собственного капитала, что позволяет решить проблемы, связанные с использованием свободного денежного потока. Примером может служить табачная промышленность США — денежные потоки в этой отрасли чрезвычайно велики, однако ее рынок в настоящее время сужается. Другой пример — добыча нефти в конце 70-х—начале 80-х гг.: в тот период данный бизнес приносил высокие прибыли, однако имело место чрезмерное насыщение рынка. Еще один пример сбалансированного подхода: доля заемного капитала должна быть ниже в фирмах, чьи активы в значительной мере являются нематериальными — такие активы в особенности уязвимы для оппортунистических действий менеджеров, отстаивающих свои интересы или интересы собственных акционеров во время переговоров о пересмотре условий выплаты долга. В этой связи стоит отметить, что в отраслях, где велик удельный вес материальных активов (коммунальное хозяйство, воздушный транспорт, черная металлургия) интенсивно используется заемное финансирование, хотя соображения предотвращения банкротства требуют низкой доли заемного капитала для предприятий, действующих на нестабильных рынках (к ним относятся предприятия двух последних из упомянутых отраслей). Напротив, фирмы с меньшим удельным весом материальных активов, например фирмы, использующие высокие технологии и рекламные агентства, финансируются в первую очередь за счет собственного капитала.

Хотя те аспекты структуры источников, которые связаны со стимулами и правами сторон, несомненно, имеют важное значение, необходимо учитывать и другие аспекты.

РЕШЕНИЯ ПО СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА И СИГНАЛИЗАЦИЯ

Эмпирические наблюдения четко свидетельствуют о том, что увеличение фирмой своего собственного капитала приводит к снижению цены ее акций, в то время как увеличение заемного капитала, как правило, приводит к повышению цены акций. Далее, при осуществлении операций с более сложными ценными бумагами (например, привилегированными акциями или конвертируемыми долговыми обязательствами) или при одновременной покупке и продаже различных ценных бумаг (пример — заем для осуществления выкупа акций) чем «ближе» к собственному капиталу выпускаемая ценная бумага, тем больше негативное влияние ее выпуска на курс акций фир-

мы.²⁰ Для объяснения этих закономерностей используются различные модели, основанные на концепции сигнализации.

Как бы тщательно ни следили за своими капиталовложениями инвесторы, администрация фирмы обычно бывает гораздо лучше информирована о ее перспективах, чем большинство внешних инвесторов: в отношениях между менеджерами и инвесторами имеет место информационная асимметрия. Как уже отмечалось в предыдущих главах, при наличии информационной асимметрии у относительно менее информированных сторон появляются стимулы для ориентации на решения, принимаемые лучше информированными сторонами. Последние, понимая, что их действия воспринимаются как сигналы, могут попытаться манипулировать этими сигналами в целях распространения отвечающей их интересам информации. В качестве такого сигнала могут выступать и решения по структуре капитала фирмы.

Заемный и собственный капитал

Предположим, что менеджеры фирмы получают выгоду от повышения цены ее акций и что банкротство фирмы означает для них личные убытки. Последнее обстоятельство может быть обусловлено наличием у них пакетов акций фирмы или стимулирующих контрактов. Банкротство может означать убытки для менеджеров и потому, что они в этом случае лишаются квази-рент, получаемых ими на нынешних должностях, — в форме высоких зарплат, привилегий, статуса и самостоятельности при принятии решений относительно деятельности фирмы, или же в силу ущерба, наносимого их профессиональной репутации в случае банкротства. Заемное финансирование для этих менеджеров сопряжено с издержками, поскольку чем больше доля заемного капитала в общем капитале фирмы, тем выше вероятность ее банкротства. Однако для менеджеров фирм с более высокими ожидаемыми денежными потоками вероятность банкротства ниже, чем для их коллег, находящихся во всем остальном в одинаковом с ними положении. Наконец, будем считать, что рынок реагирует на более высокую прибыльность тех или иных фирм, но не может непосредственно отслеживать ее в отличие от менеджеров данных фирм.

При данных условиях с точки зрения сигнализации для достижения состояния равновесия необходимо, чтобы менеджеры более прибыльных фирм более интенсивно использовали заемный капитал. Более высокая доля заемного капитала служит для рынка сигналом, указывающим на более высокую доходность данных фирм; рынок реагирует на этот сигнал более высокой оценкой стоимости соответствующих фирм. Это увеличение стоимости достаточно для того, чтобы вознаградить менеджеров высокоприбыльных фирм за повышенный риск банкротства, сопутствующий увеличению заемного капитала фирм. В то же время это увеличение стоимости недостаточно для того, чтобы побудить менеджеров менее прибыльных фирм прибегнуть к такому же увеличению заемного капитала, поскольку такие фирмы при том же уровне задолженности, скорее всего, обанкротятся.

²⁰ См.: *Weston J. F., Kwang S. Chung, Hoag S. E. Mergers, Restructuring and Corporate Control. P. 125 (более точное изложение); Harris M., Raviv A. The Theory of Capital Structure // Journ. Finance. 1991. Vol. 46. March. P. 297–355 (многочисленные ссылки на оригинальные исследования, выявившие данные закономерности).*

Согласно данной теории, при значительном увеличении ожидаемых прибылей фирма предпочтет изменить свою финансовую структуру, увеличив долю заемного капитала. Рынок будет интерпретировать это решение как сигнал, указывающий на изменение имеющейся у менеджеров фирмы частной информации относительно ее доходов и отреагирует на это увеличением стоимости данной фирмы. И наоборот, при ухудшении перспектив фирмы ее менеджеры предпочтут привлечь дополнительный собственный капитал, так как в этом случае слишком велика вероятность банкротства. Привлечение дополнительного собственного капитала станет для рынка сигналом о неблагополучии фирмы, и рынок ответит на это снижением стоимости фирмы.

Еще одна модель, связанная с вышеописанной, предполагает, что склонность менеджеров избегать риска обуславливает различия в величине издержек сигнализации для различным образом информированных менеджеров, что является необходимым для поддержания состояния равновесия. Более высокая доля заемного капитала позволяет осведомленным лицам закрепить за собой большую долю собственного капитала фирмы, что приносит наибольшие выгоды в том случае, когда администрация фирмы рассчитывает на получение высокой прибыли. Несклонность к риску подразумевает, что участие в собственном капитале фирмы всегда сопряжено с высокими издержками, однако эти издержки постоянны и не зависят от ожидаемой доходности фирмы. Соответственно менеджеры, ожидающие высоких доходов, склонны в большей степени привлекать заемный, а не собственный капитал; поэтому квалифицированные инвесторы расценивают размещение фирмой займа как сигнал о том, что фирма рассчитывает на получение высоких прибылей. Это заключение относительно влияния изменений в структуре финансирования на цену акций фирмы соответствует тенденциям, наблюдаемым в реальной действительности.

Реальные эффекты. Описанные в данном разделе реакции инвесторов создают проблемы для фирм, пытающихся привлечь собственный капитал. Сам акт эмиссии акций вызывает снижение их цены, что наносит ущерб учредителям фирмы. Анализ с позиций концепции сигнализации позволяет предположить, что данная проблема имеет наибольшую остроту для молодых фирм, у которых наиболее высока степень неопределенности в отношении дальнейших перспектив; именно на этой стадии обладание необщедоступной информацией обеспечивает наибольшие преимущества. Такой подход помогает объяснить тот факт, что молодые фирмы предпочитают обращаться за финансовыми ресурсами к банкирам и венчурным инвесторам, которые инвестируют свои средства с целью приобрести информацию о данной фирме, ее перспективах и потребностях и на основании этой информации составляют свое суждение, тем самым в значительной мере избавляясь от необходимости ориентироваться на сигналы руководства фирмы. Разумеется, такая практика требует немалых расходов, что увеличивает цену капитала, привлекаемого фирмой. После того как у фирмы образуется определенный «послужной список» и у индивидуальных инвесторов сложится более определенное представление о ее перспективах, эти потери могут быть значительно уменьшены.

Дивиденды, мониторинг и сигнализация

Анализ стимулов и сигналов не только создает основу для понимания механизма выбора финансовой структуры и некоторых эмпирически наблюдаемых закономерностей, но и позволяет разобраться в вопросах дивидендной

политики. С дивидендами связана проблема, выходящая за рамки второй теоремы Модильяни—Миллера. Во многих странах прирост капитала (увеличение богатства за счет возрастания стоимости активов) облагается значительно меньшими налогами, чем доходы в форме дивидендов. В некоторых странах, например, вообще не существует налогов на прирост капитала, в то время как дивиденды облагаются налогами так же, как обычные доходы. В США в настоящее время прирост капитала облагается налогом по ставке обычного подоходного налога, однако налог взимается лишь тогда, когда прирост капитала реализован путем продажи активов. Это позволяет налогоплательщику отсрочить выплату налога. К тому же благодаря некоторым особенностям налогового законодательства США налогоплательщики могут в некоторых случаях вообще избежать уплаты налога на прирост капитала, передав соответствующие активы своим наследникам. Это позволяет предположить, что фирмы могли бы увеличивать стоимость (если не общественную, то частную), возвращая свои прибыли инвесторам не в форме выплаты дивидендов, а иными способами, например путем уменьшения доли заемных средств или выкупа части акций. Тем не менее на практике наблюдается не только выплата дивидендов фирмами, но и благоприятная (в среднем) реакция рынка на увеличение выплачиваемых дивидендов.

Предложение не выплачивать дивиденды немедленно вызывает возражение — некоторые акционеры рассчитывают на получение дивидендов, рассматривая их как часть своих текущих доходов. Однако их потребности могли бы быть удовлетворены за счет продажи части соответствующих портфелей. Фирма могла бы даже предложить выкупить у этих акционеров их акции. За исключением тех случаев, когда очень высоки транзакционные издержки, это объяснение не выдерживает критики.

Практика выплаты дивидендов может быть объяснена при помощи различных моделей, основанных на концепции сигнализации: дивиденды также рассматриваются как сигнал, раскрывающий имеющуюся у администрации фирмы частную информацию о денежных потоках будущих периодов. Одна из моделей, о которой уже упоминалось выше, предполагает, что фирма, ожидающая возникновения в будущем каких-то проблем с денежным потоком, может попытаться сохранить имеющиеся у нее финансовые ресурсы путем уменьшения выплачиваемых дивидендов. Аналогичным образом фирма, ожидающая увеличения денежного потока, возможно, захочет увеличить выплачиваемые дивиденды. Инвесторы, интерпретируя такие изменения дивидендов, как сигналы об ожиданиях хорошо информированных руководителей фирм, могут отреагировать на них повышением цены фирмы, повысившей свои дивиденды, и понижением цены фирмы, снизившей дивиденды.

Дивиденды могут также играть стимулирующую роль. Для выплаты дивидендов расходуются ресурсы фирмы, что помогает преодолеть некоторые трудности, связанные с наличием свободного денежного потока: акционеры, которым трудно проконтролировать инвестиционные решения руководства фирмы и ее расходы, легко могут составить свое мнение исходя из величины выплачиваемых им дивидендов. Этот стимулирующий эффект позволяет предположить, что в отраслях с низкими темпами роста дивиденды должны быть выше, чем в тех отраслях, где существуют хорошие инвестиционные возможности. Кроме того, выплата дивидендов вынуждает фирмы чаще выходить на

рынки капитала, а это в свою очередь может способствовать осуществлению контроля за действиями менеджеров фирм со стороны инвесторов и предотвращению неудачных инвестиций, которые трудно было бы предотвратить в том случае, если бы нераспределенная прибыль могла быть использована для финансирования инвестиций.

Задачи, решаемые при выборе финансовой структуры

Познакомившись с этими теориями и эмпирическими свидетельствами о том, что структуры капитала и собственности оказывают влияние на стоимость фирмы, мы должны теперь рассмотреть вопрос о выборе этих структур. Будет ли структура капитала выбираться таким образом, чтобы максимизировать рыночную стоимость фирмы, т. е. общую сумму, которую основатели фирмы могут выручить от продажи всех прав на активы этой фирмы? Сильнейший теоретический аргумент в пользу такого предположения заключается в том, что при продаже фирмы ее учредители захотят получить максимально возможную сумму; соответственно они должны выбрать такую структуру капитала, которая обеспечит максимизацию рыночной стоимости фирмы. Любой другой вариант означает, что при продаже фирмы ее учредители понесут определенные потери.

Однако если учредители фирмы намерены принимать активное участие в управлении ее делами и после завершения процесса финансирования, то при выборе структуры капитала они, возможно, будут учитывать наряду с той суммой, которую они смогут получить от продажи прав на прибыли фирмы, и свою самостоятельность в качестве менеджеров. Если инвесторы, вкладывающие свои средства в фирму, покупают акции и предоставляют займы на конкурентных рынках, то они не могут рассчитывать на получение каких-либо выгод от этой операции, поскольку данная инвестиционная возможность будет оценена на том же уровне, что и следующая за ней по привлекательности альтернатива. Так как решения, касающиеся структуры капитала, не повлияют на благосостояние новых инвесторов, эффективный вариант будет представлять собой наиболее предпочтительное для учредителей-менеджеров сочетание их личных возможностей в плане контроля над фирмой и возможных общих поступлений от полученных займов и продажи.

После того как учредители фирмы отходят от дел, контроль над фирмой, как правило, переходит в руки менеджеров-профессионалов, работающих под надзором совета директоров. Будут ли эти стороны заинтересованы в том, чтобы и далее при изменении обстоятельств выбирать такую структуру капитала, которая обеспечивает максимизацию стоимости фирмы? В более общем виде вопрос формулируется так: будут ли их решения по всем вопросам, встающим перед фирмой, соответствовать интересам акционеров? Какие механизмы обеспечивают перестройку управления в неудачно действующих фирмах и замену не справляющихся со своими функциями менеджеров и членов правлений?

КОНТРОЛЬ НАД КОРПОРАЦИЕЙ

Финансовые ценные бумаги наделяют своих владельцев не только правом получения части доходов фирм, но и определенными правами в сфере принятия решений и осуществления контроля. Например, акционеры фирмы обладают правом избирать совет директоров, представляющий их интересы

при осуществлении контроля за деятельностью фирмы и выработке ее стратегии; этот совет стимулирует и заставляет менеджеров фирмы действовать в интересах акционеров. Акционеры могут, кроме того, проголосовать за замену директоров, неудовлетворительно выполняющих данные функции. Более того, во многих странах продажа основных средств корпорации или ее враждебное поглощение другой корпорацией не могут быть осуществлены без голосования акционеров по соответствующему вопросу. Кредиторы, как правило, могут заставить фирму, не выполнившую своих долговых обязательств, ликвидировать ее активы, а в США они обладают правом утвердить или отклонить любые планы реорганизации фирмы, разрабатываемые на основании главы 11 Закона о банкротстве. Они могут также в судебном порядке добиваться выполнения должником ограничительных условий, предусмотренных кредитным соглашением. Эти права могут оказывать влияние на экономические результаты деятельности фирм даже в тех случаях, когда они не реализуются на практике.

Кроме того, возможность передачи ценных бумаг (в особенности акций) и сопряженных с ними прав создает основу для формирования *рынка контроля над корпорациями*. Функционирование данного рынка может быть еще одним важным фактором, определяющим образ действий корпораций и их менеджеров. Те активы, которые могут быть более эффективно использованы под руководством других лиц, могут быть проданы и контроль над ними может быть сосредоточен в руках тех, кто способен использовать их оптимальным образом. В частности, если корпорация имеет слабое руководство, а ее правление не смогло улучшить его работу, контрольный пакет акций такой корпорации может быть приобретен внешними инвесторами, которые заменят некомпетентных менеджеров, назначив на их места людей, способных реализовать потенциал данной фирмы, и подберут новых директоров, которые обеспечат выполнение менеджерами своих функций.

Рынок контроля над корпорациями особенно активно функционировал в 80-е гг., когда имел место бум слияний и приобретений фирм, враждебных поглощений и LBO. За этот период менеджеры и правления корпораций разработали немало способов, позволяющих уберечь компании от безответственных рейдеров, а себя от дисциплинарных наказаний, накладываемых рынком. Затем рынок «успокоился», однако он по-прежнему остается серьезной силой. Впрочем, корпорации продолжают принимать защитные меры. Ослабление дисциплинирующего воздействия рынка и возросшие возможности руководителей фирм в том, что касается сохранения своих постов, уже заставили некоторых институциональных инвесторов заняться поисками новых методов, повышающих их способность контролировать менеджеров фирм и воздействовать на них.

Механизмы контроля

Недовольные акционеры фирмы могут выбрать один из двух вариантов: либо уйти, продав свои акции, либо «высказаться», т. е. проголосовать против существующего правления.²¹ Оба варианта имеют свои недостатки. Продать

²¹ Данные термины заимствованы у Альберта Хиршмана, который использовал эти понятия в гораздо более широком смысле (*Hirshmann A. Exit, Voice and Loyalty*. Cambridge, Ma. : Harvard University Press, 1970).

акции фирмы, имеющей плохие показатели, можно лишь по невысокой цене. Голосование против администрации может оказаться бесполезным жестом, особенно когда администрация и правление — как это обычно бывает — контролируют процесс выдвижения кандидатов в члены правления и резолюций, которые будут поставлены на голосование. У акционера может попросту не иметься альтернативы, за которую он мог бы отдать свой голос. Эти проблемы породили такие явления, как предложения о продаже (*tender offers*) и схватки за доверенности (*proxy contests*).

Предложения о продаже. Предложение о продаже состоит в том, что какое-то физическое или юридическое лицо приглашает акционеров продать ему имеющиеся у них акции по объявленной цене. Это предложение может относиться ко всем акциям фирмы или лишь к какой-то их части, оно может быть безусловным или же действовать только при продаже определенного числа акций. Кроме того, возможны, по крайней мере в США, «многоэтапные» предложения, когда определенная часть акций приобретается по более высокой цене, а остальные акции — по более низким ценам. (В Великобритании действует закон, запрещающий после приобретения предлагающей стороной 30% акций снижать цену покупки остальных акций). Инициаторами предложений о продаже могут быть сами фирмы, выкупающие собственные акции в ходе операций рекапитализации, имеющих целью уменьшить накопившиеся у фирмы нераспределенные денежные средства или увеличить заемный капитал фирмы с одновременным сокращением ее собственного капитала. Именно таким образом осуществляются скупки акций администрациями фирм и другие операции по преобразованию фирм в компании закрытого типа. В других случаях предложение о продаже имеет целью приобретение контрольного пакета акций внешним инвестором в ходе поглощения — дружественного или враждебного.

В случае враждебного поглощения смысл предложения о продаже заключается в том, что рейдер, завладев достаточным числом акций, сможет при голосовании добиться смещения существующего правления фирмы и замены его своими кандидатами. Затем новое правление заставит администрацию фирмы осуществлять новую стратегию, рассчитанную на достижение лучших результатов. Часто фирма ставится перед выбором: либо смена администрации и назначение новых менеджеров, которые будут придерживаться указанной стратегии, либо слияние данной фирмы с другой, принадлежащей покупателю.²² Обещание лучших результатов подразумевает, что рейдер может предложить за акции цену, выше текущей.

Схватки за доверенности и резолюции, вносимые акционерами. В крупных фирмах, имеющих большое число акционеров, лишь немногие из них считают целесообразным присутствовать на ежегодных собраниях акционеров, на которых выбираются члены совета директоров и проводятся голосования по другим вопросам. Вместо этого акционер обычно выдает *доверенность*, позволяющую иному лицу голосовать от его имени. Администрация фирмы,

²² Даже если приобретена большая часть акций фирмы, ее включение в состав другой фирмы может быть осуществлено лишь решением нового состава правления. Акционеры приобретенной фирмы, не продавшие акций, должны получить компенсацию за свои доли в капитале фирмы в тот момент, когда фирма прекращает свое существование, однако они имеют мало возможностей для того, чтобы предотвратить слияние.

рассылая акционерам уведомления о проведении собраний, прилагает к ним бланки доверенности, передающей ей их голоса, и обычно получает согласие подавляющего большинства акционеров. Схватка за доверенности возникает тогда, когда какое-то физическое или юридическое лицо пытается получить доверенности акционеров на свое имя с тем, чтобы добиться при голосовании смещения администрации и существующего правления. Таким образом, можно поставить фирму под свой контроль, избежав при этом расходов на приобретение контрольного пакета акций у нынешних собственников. Однако организовать схватку за доверенности непросто, и ее успешное проведение также требует немалых расходов; выгоды же от реорганизации фирмы будут распылены среди многочисленных акционеров. Ввиду этого в данном случае может возникнуть проблема безбилетника.

Акционеры могут вносить и принимать резолюции, рекомендующие или предписывающие правлению и администрации фирмы придерживаться определенного курса. Предметами резолюций могут быть, например, отмена ранее утвержденной «отравленной пилюли» или отказ от опытов на животных.²³ С помощью таких резолюций акционеры пытаются повлиять на деятельность корпорации, не прибегая к смене правления или администрации. Во многих странах законодательство устанавливает ограничения для принятия резолюций акционерами. Например, действовавшие в 1990 г. правила Комиссии по ценным бумагам и биржам США запрещали акционерам проводить голосования по вопросам оплаты труда руководящих работников фирм — такие вопросы относились к числу обычных деловых решений, находящихся в компетенции совета директоров. Однако в 1991 г. данное правило было пересмотрено с учетом получивших широкое распространение жалоб на чрезмерно высокие заработки управляющих высшего ранга.

Банкротство и контроль. При банкротстве структура контроля над корпорацией претерпевает изменения. В случаях вынужденного банкротства (глава 7 Закона о банкротстве США) суд назначает управляющего или попечителя, который должен разобраться в делах фирмы и ликвидировать ее активы. Администрация и правление, как представители акционеров, имеющих низший приоритет в требованиях на активы фирмы, утрачивают контроль над ее деятельностью, а тогда, когда необходимо принимать какие-либо деловые решения, они обязаны действовать в интересах более приоритетных претендентов. В случаях добровольного банкротства и реорганизации (глава 11 Закона о банкротстве) существующая администрация частично сохраняет контрольные функции. Ей дается срок для разработки плана реорганизации фирмы, выплаты части долгов в рамках урегулирования претензий кредиторов и восстановления прибыльности фирмы. Для принятия этого плана необходимо, чтобы его одобрили кредиторы фирмы, владельцы привилегированных акций и держатели обыкновенных акций — большинством в две трети голосов в каждой из этих групп. Если в конечном счете соглашение не будет достигнуто, кредиторы смогут добиться принудительного банкротства и ликвидации фирмы в соответствии с процедурой, предусмотренной главой 7 Закона о банкротстве. Тем временем фирма продолжает свою деятельность. Если же кредиторы уверены в том, что администрация фирмы уменьшает ее стоимость и истощает ресурсы, которые могут быть использованы для удовлетворения их

²³ Об «отравленных пилюлях» см. в главе 6.

претензий, они могут обратиться в суд с просьбой о назначении попечителя, который возьмет на себя руководство деятельностью фирмы. Однако, если администрации был предоставлен приемлемый срок для разработки плана реорганизации и она добилась его одобрения, такое развитие событий маловероятно, за исключением случаев слишком интенсивного обесценивания активов фирмы. Так, кредиторы ныне бездействующей авиакомпания «Eastern Airlines» жаловались — громко, но без особых результатов — на то, что, продолжая работать в период банкротства, компания понесла дополнительные убытки.

Враждебные поглощения и реструктуризация фирм в США в 80-е гг.

Хотя рынок контроля над корпорациями в 80-е гг. функционировал особенно активно, характер операций на данном рынке в течение этого десятилетия претерпевал определенные изменения. В начале периода значительную часть сделок составляли покупки одних нефтяных компаний другими, приобретения ими других фирм в ходе непрерывного процесса диверсификации активов и попытки враждебных поглощений этих компаний, иногда осуществлявшиеся другими нефтяными компаниями. Активно действовали на данном рынке в этот период и производители пищевых продуктов, лесозаготовители и переработчики древесины, банки, финансовые и страховые компании. Позднее различия между отраслями в этом отношении значительно ослабли, и к концу десятилетия создавалось впечатление, что приобретена может быть любая фирма. Тем не менее чаще всего интерес вызывали, по-видимому, те фирмы, чья рыночная стоимость была невысока по сравнению со стоимостью замещения их активов.

Бросовые облигации до середины 80-х гг. не играли существенной роли, однако затем Майкл Милкен продемонстрировал их потенциал и создал обширный вторичный рынок облигаций этого типа. Ранее финансирование осуществлялось за счет денежных резервов, выпуска акций или размещения по закрытой подписке субординированных займов. ЛВО в начале этого десятилетия также не играли существенной роли, однако приобрели очень важное значение во второй его половине. Изменился и характер ЛВО. Первоначально они имели относительно небольшой масштаб и затрагивали отдельные подразделения корпораций или фирмы, действующие в одной сфере бизнеса. До 1985 г. для фирм, чьи акции выкупались ККР, средняя численность работников составляла всего лишь 6351 человека, а средний годовой объем реализации — 834 млн дол.²⁴ Затем последовали сделки с «Beatrice» и «Safeway». Благодаря непрекращавшемуся потоку менее крупных операций по выкупу акций к началу 1988 г. эти показатели возросли до 37 000 работников и 4.8 млрд дол. Впрочем, объем реализации одной лишь фирмы «Safeway» превышал аналогичный общий показатель всех фирм, с которыми до этого работала ККР, вместе взятых; а численность ее работников была почти равна общей численности работников предыдущих фирм. Операция по выкупу акций «RJR Nabisco», разумеется, затмила все предыдущие. Эта тен-

²⁴ Long W. F., Ravenscraft D. J. The Record of LBO Performance // Sametz W. A. (Ed.). The Battle for Corporate Control. Homewood, Ill. : Business One Irwin, 1991.

денция была характерна не только для ККР. Продолжались операции по выкупу акций небольших специализированных фирм, но в конце десятилетия имели место и операции с акциями крупных диверсифицированных компаний.

В течение всего этого периода всеобщее внимание было сосредоточено на враждебных поглощениях, однако в действительности они составляли лишь незначительную долю операций на рынке контроля над корпорациями. Так, в 1986 г. среди 3336 операций, зафиксированных в бюллетене «Mergerstat Review», насчитывалось всего лишь 40 предложений о продаже, сделанных в рамках попыток враждебного поглощения. Еще 110 предложений о продаже не вызвали возражений со стороны администраций фирм, а остальные операции осуществлялись по договоренности с администрациями (хотя нельзя исключить, что им предшествовали угрозы враждебного поглощения).²⁵

Премии за передачу контрольного пакета. При переходе контрольного пакета корпорации в руки другого владельца прежние акционеры получают за свои акции сумму, в среднем на 30–50% превышающую текущую рыночную цену этих акций; иногда премия за передачу контрольного пакета превышала 100%. Так, например, цена акций «RJR Nabisco» до начала борьбы между скупщиками, развернувшейся после того, как администрация выступила с предложением о выкупе акций, колебалась в районе 45 дол. за акцию. Окончательная цена, по которой эти акции приобретались ККР, составила 108 дол. за акцию, из которых 80 дол. выплачивались наличными, а оставшаяся часть — привилегированными акциями и необеспеченными облигациями. Аналогичным образом, когда «Bridgestone Tire» предприняла попытку поглотить фирму «Firestone», общая рыночная стоимость акций «Firestone» составляла около 1 млрд дол. Окончательная же цена этих акций составила 2.6 млрд дол. Таким образом, акционеры «Firestone» получили премию за передачу контрольного пакета в размере примерно 1.6 млрд дол., или 160%. Имеются данные, свидетельствующие о том, что на протяжении данного десятилетия величина этих премий возрастала и что они были гораздо выше, чем премии, выплачивавшиеся в 60-е гг. За 1977–1986 гг. акционерам, продающим свои фирмы, были выплачены премии на общую сумму 346 млрд дол. (в ценах 1986 г.), что составляло почти 45% суммы дивидендов, выплаченных корпорациями за тот же период.²⁶

Что касается курсов акций фирм-приобретателей, то они во время осуществления этих операций в среднем не изменялись или немного понижались.²⁷ Однако этот обобщенный вывод скрывает значительные и разнообразные изменения данных курсов. Так, акционеры нефтяной компании «Occidental Petroleum» потеряли 365 млн дол., когда их фирма, выступив в роли «белого рыцаря», приобрела фирму «Midcon»; акционеры «Marriott» лишились 162 млн дол., когда эта фирма осуществила враждебное поглощение фирмы «Saga», выплатив акционерам последней премию в размере 148 млн дол.²⁸

²⁵ Jensen M. C. Takeovers: Their Causes and Consequences // Journ. Econ. Perspectives. 1988. Vol. 2. Winter. P. 21–48.

²⁶ Ibid.

²⁷ Bradley M., Desai A., Kim E. H. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms // Journ. Financial Econ. 1988. Vol. 21. P. 3–40.

²⁸ Bhagat S., Shleifer A., Vishny R. W. Hostile Takeovers in the 1980s. Эти данные основаны на сравнении фактической цены акций и их гипотетической (рассчитан-

Из 29 попыток враждебных поглощений фирм со стоимостью свыше 50 млн дол., имевших место в США в 1984–1986 гг., для которых было возможно проследить изменение состояния акционеров фирм-приобретателей, в 16 случаях эти акционеры понесли потери (их общая сумма составила 1.25 млрд дол.), а в 13 случаях их состояние увеличилось (в общей сложности на 508 млн дол.). В среднем каждая операция приносила акционерам фирмы-покупателя убыток в размере 15 млн дол., однако эту величину можно считать пренебрежимо малой по сравнению со средней стоимостью операции — 1.74 млрд дол.²⁹

В целом, таким образом, эти операции были весьма выгодны для акционеров фирм, причем наибольшая часть выгод доставалась акционерам приобретаемых фирм. Однако являлись ли эти выгоды следствием создания новой стоимости и возрастания эффективности, или они имели какой-то иной источник? Чем можно объяснить выплату премий за передачу контрольного пакета?

Возможные источники выгод

Переплата. Одно из очевидных объяснений заключается в том, что покупатели попросту завышали цену приобретаемых акций. Это могло быть следствием их «самоомнения» — приобретатели могли переоценить свою способность увеличивать стоимость, однако такой вариант наиболее вероятен в тех случаях, когда руководители фирм-покупателей намеревались создавать империи, диверсифицировать свои активы или осуществлять какие-то иные стратегии, не отвечавшие интересам акционеров. Разумеется, это не может быть единственной причиной существования премий за передачу контрольного пакета: будь это так, падение цены акций фирм-покупателей в период приобретения приблизительно соответствовало бы повышению цены акций приобретаемых фирм. Тем не менее указанные обстоятельства могут играть определенную роль, по крайней мере иногда: имеются данные, указывающие на то, что цены акций фирм-приобретателей обнаруживают тенденцию к понижению в тех случаях, когда приобретения осуществляются, по-видимому, исходя из интересов менеджеров этих фирм.³⁰

Неточности ценообразования на фондовом рынке. По мнению некоторых критиков, выплата данных премий попросту свидетельствовала о том, что цены, складывающиеся на фондовом рынке, являются в высшей степени

ной методами CAPM) цены на момент завершения операции. Такие убытки при враждебных поглощениях не являются чисто североамериканской особенностью. Аналогичный расчет, выполненный Эваном Дэвисом и Грэмом Бэнноком (*Davis E., Bannock G. The Nestle Takeover of Rowntree // Paper N 31. David Hume Institute, 1991*), свидетельствует о том, что при приобретении швейцарской фирмой «Nestle» британской кондитерской фирмы «Rowntree» за 2.6 млрд ф. ст. (что в 2.7 раза превышало рыночную стоимость «Rowntree» за 10 месяцев до приобретения) потери акционеров «Nestle» вследствие снижения рыночной стоимости их акций составили 500 млн ф. ст.

²⁹ *Bhagat S., Shleifer A., Vishny R. W. Hostile Takeovers in the 1980s.* В данных случаях приобретения осуществлялись компаниями открытого типа; аналогичные показатели для приобретений, осуществляемых компаниями закрытого типа, оказались невозможным рассчитать.

³⁰ *Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Characteristics of Hostile and Friendly Takeover Targets // Auerbach A. J. (Ed.). Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Chicago: University of Chicago Press, 1988. P. 101–129.*

неточными и что объектами приобретений стали заниженные в оценке фирмы, чьи долгосрочные стратегии не были правильно поняты и оценены рынком. Именно поэтому фирмы-покупатели могли позволить себе выплачивать такие премии. Вопрос о точности оценок фондового рынка продолжает оставаться предметом оживленных дебатов, и это утверждение, несомненно, может оказаться верным. Однако имеющиеся данные указывают на то, что в основном объектами LBO и враждебных поглощений были фирмы и отрасли, отличающиеся невысокой наукоемкостью, и что фирмы с высоким уровнем расходов на НИОКР не были более уязвимыми для попыток поглощений, как можно было бы предположить, исходя из теории заниженной оценки фирм на фондовом рынке.³¹ В 1977–1987 гг. в США на фирмы, ставшие объектами враждебных поглощений, даже до осуществления этих поглощений приходилось менее 2% общей суммы расходов на НИОКР.³²

Другая точка зрения, близкая к изложенной, состоит в том, что рейдеры переориентируют приобретенные ими фирмы, подменяя решение важных долгосрочных задач достижением краткосрочных результатов, ценность которых на рынке нередко достаточно высока. Однако, за исключением нефтяного бизнеса (который, вполне возможно, и без этого пережил чрезмерный рост), существует немного свидетельств, указывающих на сокращение расходов на НИОКР и других инвестиций после слияний или враждебных поглощений фирм, чего следовало бы ожидать в том случае, если бы покупатели имели своей целью получение краткосрочных выгод. С другой стороны, имеются данные о сокращении расходов на НИОКР и других инвестиций после выкупа фирм их администрациями.³³ Однако это вряд ли свидетельствует в пользу утверждений о том, что до этих операций руководство фирм, преследуя долгосрочные цели, создавало некую непризнанную стоимость — ведь когда доля руководителей в капитале фирм увеличивалась, они тут же сокращали инвестиции.

Для того чтобы судить о возможности недооценки акций приобретаемых фирм, следует учесть и тот факт, что после провала попыток враждебных поглощений цены акций соответствующих фирм обычно снижались до того уровня, на котором они находились до этих попыток. Учитывая пристальное внимание, уделявшееся этим фирмам, когда они «участвовали в игре», можно было бы ожидать, что при наличии действительно важной информации, которая ранее не была отражена в ценах акций, такая информация в ходе попыток враждебных поглощений стала бы известной, что привело бы к соответствующему изменению цен акций.

Более сильная версия теории заниженной оценки активов утверждает, что рейдеры не оплачивали даже полную стоимость приобретаемых ими фирм. Следовательно, руководители этих фирм были обязаны оказывать сопротив-

³¹ *Smith A. Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts.* University of Chicago Graduate School of Business, 1989; *Hall B. H. The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development* // Auerbach A. J. (Ed.). *Corporate Takeovers: Causes and Consequences.* Chicago: University of Chicago Press, 1988; *Institution Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investment* // U. S. Securities and Exchange Commission, Office of the Chief Economist. 1985.

³² *Hall B. H. The Effect of Takeover...*

³³ *Kaplan S. N. The Effect of Management Buyouts on Operating Performance and Value* // *Journ. Financial Econ.* 1989. Vol. 24. Oct. P. 217–254.

ление попыткам приобретения. Однако при удачных поглощениях покупатели фирм, очевидно, не получали впоследствии каких-либо особо высоких доходов, как можно было бы ожидать в случае приобретения фирм по заниженным ценам (хотя многие ЛВО, по-видимому, приводили к улучшению экономических показателей фирм). В действительности, учитывая обострение конкуренции на рынке контроля над корпорациями и постановления судов, обязывавшие компании — объекты враждебных поглощений, по существу, проводить аукционы конкурирующих предложений, можно было бы ожидать некоторой переплаты за акции приобретаемых фирм — в силу так называемого «проклятия победителя» (см. врезку, посвященную этому явлению).

«ПРОКЛЯТИЕ ПОБЕДИТЕЛЯ»

Для продажи имущества, стоимость которого неизвестна, часто используются аукционы. Их характерной особенностью является наличие неопределенности независимо от того, что служит объектом аукционного торга — права на ведение буровых работ (неизвестно, имеется ли на данном участке нефть и в каком количестве), права на лесоразработку в определенном районе (неизвестно точное количество древесины каждого типа в кубических футах) или акции какой-либо компании (неизвестна потенциальная рентабельность ее подразделений). Участники торгов предпринимают все возможное для уменьшения этой неопределенности — собирают информацию, делают оценки реальных стоимостей. Но поскольку данные оценки также зависят от различных субъективных и неопределенных факторов, участники торга могут иметь весьма неодинаковые представления об истинной стоимости реализуемого объекта.

Интересным следствием этого расхождения в оценках является так называемое *проклятие победителя*. Вероятность победы на аукционе возрастает в том случае, если претендент слишком оптимистично оценивает стоимость объекта и предлагает за него высокую цену, и уменьшается, если оценка претендента чересчур пессимистична и он предлагает невысокую цену. Соответственно в среднем победителем аукциона, как правило, становится тот претендент, который завысил стоимость реализуемого объекта. Аналогичным образом на подрядных конкурсах наибольшие шансы на победу могут иметь те подрядчики, которые чрезмерно оптимистично оценили свои издержки, связанные с выполнением подряда. Игнорирование этих тенденций сопряжено с риском: претендент может переплатить за реализуемый на аукционе объект или назначить слишком низкую цену за оказываемые им услуги.

На существование такого «проклятия победителя», при котором победа на аукционе оборачивается для победителя убытками, впервые обратили внимание специалисты, работающие в нефтяной промышленности. Его существование неоднократно подтверждалось экспериментальным путем: участникам экспериментов предлагалось «приобрести с аукциона» конверт, в котором находилась некая денежная сумма; предварительно каждому из них предоставлялись объективные данные, позволяющие оценить величину этой суммы. Как и прогнозировалось, победитель предлагал за конверт цену, превышающую ту сумму, которая находилась в конверте; его оценка этой суммы была завышенной, и он оказывался не в состоянии учесть то обстоятельство, что победа, как правило, возможна лишь при условии переплаты.

Тогда, когда несколько конкурентов ведут борьбу за приобретение какой-либо фирмы, «проклятие победителя» подразумевает, что во многих случаях эту борьбу выигрывает претендент, завывсивший стоимость приобретаемой фирмы и соответственно уплативший за нее чрезмерно высокую цену.

Переносы стоимости и злоупотребление доверием. Другие критики утверждают, что рассматриваемые премии частично представляют собой не прирост общей стоимости, а перенос стоимости от других сторон, имеющих право на доступ к денежным потокам фирм. Переход контроля над фирмой в другие руки иногда приводит к сокращению числа работников и снижению заработной платы. Так, когда в 1985 г. Карл Айкен установил контроль над авиакомпанией TWA, общий фонд заработной платы в данной фирме уменьшился примерно на 200 млн дол., что само по себе оправдывало расходы, связанные с выплатой премии за передачу контрольного пакета. За переходом в руки других владельцев фирмы «Youngstown Sheet and Tube» в Янгстауне (штат Огайо) в 1979 г. последовали увольнения работников; в результате средняя цена продажи жилого дома в городе в течение года снизилась на 23%.³⁴ Держатели облигаций и привилегированных акций приобретаемых фирм также могут понести потери, если в результате враждебных поглощений снижается стоимость их активов, а выгоды присваиваются акционерами данных фирм. Поглощение «RJR Nabisco», несомненно, неблагоприятно отразилось на стоимости ее облигаций. В других случаях поглощения приводят к уменьшению налоговых платежей, получаемых государством ввиду возрастания задолженности корпораций и соответственно уменьшения их налоговых обязательств; повышение стоимости активов в результате их переоценки после поглощений делает возможным увеличение амортизационных отчислений и избавляет от необходимости уплаты налога на прирост капитала; после слияния двух фирм налоговые скидки, предоставляемые одной из них, могут быть распространены на прибыли другой.

В рамках гипотезы отсутствия эффектов богатства простой перенос стоимости не оказывает непосредственного влияния на уровень эффективности. Тем не менее, если этот перенос представляет собой доход от нарушения условий имплицитных контрактов, в долгосрочной перспективе могут иметь место определенные издержки. Так, работники фирмы, возможно, будут гораздо менее охотно осуществлять инвестиции в ее специфические активы и сохранять лояльность по отношению к данной фирме, если у них имеются опасения в связи с тем, что в будущем в случае смены владельца контрольного пакета фирма может нарушить свое неформальное обязательство вознаградить их за эти жертвы.

Однако, как свидетельствуют результаты недавних исследований, такими переносами стоимости объясняется лишь часть прироста рыночной стоимости фирм. Получить сколько-нибудь систематические данные относительно изменений заработной платы (в особенности с учетом различных отраслевых тенденций) нелегко, однако единственное имеющееся исследование данного вопроса показало, что сокращения заработной платы могут обеспечить лишь незначительный процент выплачиваемых премий за передачу контрольного пакета.³⁵ Как выяснили Бхагат, Шлейфер и Вишны, враждебные поглощения не всегда приводят к увольнениям работников, причем увольняются, как правило, служащие, в особенности служащие центральных администраций кор-

³⁴ Shleifer A., Summers L. Breach of Trust in Hostile Takeovers // Auerbach A. J. (Ed.). Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Chicago: University of Chicago Press, 1988.

³⁵ Цит. по: Bhagat S., Shleifer A., Vishny R. W. Hostile Takeovers in the 1980s.

порадий. Более того, тогда, когда администрациям фирм удается отразить попытки поглощения, среднее число уволенных работников оказывается в три раза большим, чем в случаях удачных приобретений; если администрации удается найти «белого рыцаря» для приобретения фирмы, среднее число уволенных на две трети больше, чем при капитуляции перед враждебным поглощением. Иногда экономия на рабочей силе составляет значительную часть премии за передачу контрольного пакета, однако доля таких случаев в общем количестве приобретений невелика.³⁶ В любом случае, если в организации имеет место неэффективно высокая численность работающих, перераспределение рабочей силы может привести к повышению уровня эффективности. Аналогичным образом перенос стоимости от держателей облигаций и привилегированных акций мог играть существенную роль тогда, когда отсутствовали соответствующие ограничения, однако представляется, что в среднем операции по выкупу акций и враждебные поглощения не были сопряжены с какими-либо потерями для держателей облигаций (по крайней мере в начале рассматриваемого периода).³⁷ Наконец, налоговые соображения явно играли определенную роль в некоторых случаях смены владельцев контрольного пакета, в особенности когда имело место значительное возрастание доли заемного капитала, но опять-таки в среднем этот фактор не может быть единственной причиной выплаты премий.³⁸

Создание стоимости. Согласно Бхагату, Вишны и Шлейферу, в случае враждебного поглощения большая часть прироста стоимости объясняется высокими ценами, уплачиваемыми конечными покупателями продаваемых подразделений — либо во время первоначальной сделки, либо при последующих продажах активов (при разделении фирм). В большинстве случаев этими покупателями являются другие фирмы той же отрасли, использующие эти приобретения для расширения своей деятельности. Защитники враждебных поглощений утверждают, что такие покупатели способны управлять приобретенными предприятиями лучше, чем те фирмы-конгломераты, в состав которых ранее входили данные предприятия, и что именно улучшение управления является причиной прироста стоимости.³⁹

Эти факторы могли играть ведущую роль и в других случаях смены владельцев контрольных пакетов, однако существуют по меньшей мере три возможных источника прироста стоимости. Это, во-первых, простая замена некомпетентных или преследующих собственные интересы менеджеров. Второй источник — увеличение интенсивности стимулирования, как правило обеспечиваемое LBO. Менеджеры, завладевшие значительно большей долей собственного капитала фирмы, под давлением высокого уровня задолженности вынуждены стремиться к улучшению результатов ее деятельности и, если выкуп акций осуществлялся при участии специализированной фирмы, под-

³⁶ Ibid.

³⁷ *Lehn K., Poulsen A. B. Sources of Value in Leveraged Buyouts // Weidenbaum M. (Ed.). Public Policy Toward Corporate Takeovers. New Brunswick, N. J. : Transaction Publishers, 1988.*

³⁸ *Bhagat S., Shleifer A., Vishny R. W. Hostile Takeovers in the 1980s.*

³⁹ Критики порой утверждают, что даже эта часть прироста стоимости отчасти представляет собой ее перенос, обусловленный не какими-либо реальными общественными выгодами, а тем, что укрепление позиций укрупненной фирмы на рынке позволяет ей повысить цены.

вергаются интенсивному мониторингу. Наконец, в нефтяной и табачной промышленности и, возможно, в некоторых других отраслях выплата премий могла быть попросту средством возврата акционерам свободного денежного потока, а стоимость возрастала благодаря тому, что менеджеры не имели возможности расходовать соответствующие ресурсы на осуществление экономически неоправданных инвестиций и диверсификации.

Способы защиты от враждебных поглощений

В 80-е гг. в поисках способов защиты своих фирм и самих себя от попыток враждебных поглощений менеджеры и правления фирм — потенциальных объектов поглощений опробовали различные методы. Некоторые из них, по-видимому, оправдали себя как средства, позволяющие эффективно отстаивать законные интересы при угрозах со стороны рейдеров или усилить позиции администрации фирмы на переговорах с тем, чтобы в конечном счете при продаже фирмы акционеры получили бы максимально возможную сумму. Однако другие способы защиты привели к возникновению острых этических и общественно-политических проблем.

Неадекватные и принудительные предложения. На первый взгляд трудно объяснить существование мер защиты от враждебных поглощений чем-либо иным, помимо желания менеджеров фирм и их союзников в правлениях сохранить свои позиции. Можно предположить, что, если предложенная покупателем цена ниже реальной стоимости фирмы, акционеры попросту отвергнут данное предложение. Однако в действительности дело обстоит несколько сложнее.

Прежде всего акционерам может быть трудно определить стоимость фирмы. Вследствие этого они могут принять не самое выгодное для них предложение. Если менеджеры и правление данной фирмы отстаивают интересы акционеров, то они должны попытаться обеспечить продажу фирмы только по максимально возможной цене. Однако для того, чтобы выяснить, какую сумму можно получить хотя бы от стороны, уже сделавшей предложение, может потребоваться время. Например, может понадобиться подыскать еще одного претендента на акции фирмы с тем, чтобы конкуренция повысила цену до максимально возможного уровня. Следовательно, защитные меры, позволяющие администрации и правлению затянуть процесс продажи, могут обеспечить получение акционерами дополнительной стоимости.

Кроме того, на практике предложения часто могут быть *принудительными* — в том смысле, что отдельные акционеры могут ощущать давление в пользу продажи акций, даже если они сознают, что интересы акционеров в целом требуют отклонения данного предложения. Для того чтобы понять причины этого явления, проще всего рассмотреть ситуацию, возникающую, когда предложение покупателя предусматривает покупку только контрольного пакета акций. (Мелкие акционеры могут ощущать аналогичное принуждение и при других вариантах предложений приобретателей). Допустим, что рейдер делает льготное предложение о покупке 51% акций по цене p_1 , но это предложение действительно при условии приобретения им по меньшей мере 51% акций. Достигнув своей цели, покупатель может добиться при голосовании принятия решения о слиянии данной фирмы с другой, принадлежащей ему; при этом не приобретенные им первоначально действительные акции будут покупаться уже по другой, менее высокой цене.

Рассмотрим теперь стимулы, существующие у мелкого акционера, чье решение практически не влияет на вероятность приобретения покупателем 51% акций. Если доля акций, предложенных покупателю, окажется меньшей, чем 51%, решение, принятое данным акционером, не будет иметь никакого значения, поскольку сделка не состоится. Если же покупателю будет предложен 51% акций или более, то данный индивид получит p_2 , если откажется от первоначального предложения, однако в случае согласия на это предложение у него есть шанс получить p_1 . Таким образом, согласие представляет собой беспроегрывный вариант: только оно дает акционеру шанс получить за свои акции более высокую цену p_1 . Однако нет никакой гарантии, что цена p_1 , не говоря уже о p_2 , будет привлекательной для акционера. В США законы отдельных штатов гарантируют невозможность слишком большого понижения p_2 по сравнению с ценой акций приобретенной фирмы до слияния, однако и p_1 , и p_2 могут оказаться гораздо ниже той цены, которую акционеры считают реальной, — и все же они будут чувствовать себя обязанными продать свои акции!⁴⁰

Хотя такое принуждение и является теоретически возможным, отметим, что оно может иметь место только в том случае, если имеется лишь одна сторона, желающая приобрести акции фирмы. Соответственно его эмпирическая значимость и объяснение с его помощью принятия мер защиты от враждебных поглощений представляются сомнительными. В частности, администрация фирмы может устранить угрозу такого принуждения, организовав своими силами выкуп акций (если только принудительное предложение не исходит от самой администрации!).

Способы защиты. Разнообразие разработанных способов защиты от враждебных поглощений поистине изумляет.⁴¹ «Отравленные пилюли» (см. главу 6) увеличивают издержки, связанные с поглощением, поскольку в случае смены владельца контрольного пакета или хотя бы приобретения одним лицом (физическим или юридическим) подозрительно большого пакета акций прежние акционеры приобретают дополнительные права. *Дифференциация права голоса* может предоставлять дополнительные голоса тем акционерам, которые владеют акциями в течение длительного времени; в результате покупатель, приобретший половину акций фирмы, контролирует лишь небольшую часть голосов на собрании акционеров. Различные формы

⁴⁰ Любопытно, что если приобретатель просто пытается скупить контрольный пакет и не может помешать не откликнувшимся на его предложение акционерам реализовать после поглощения свои акции по их полной стоимости, то оптимальная для мелких акционеров стратегия поведения заключается в том, чтобы отказываться от продажи акций до тех пор, пока им не будет предложена цена, равная полной стоимости акций после поглощения. В этом случае, опять-таки если контроль над фирмой не перейдет в другие руки, решение любого отдельного акционера не будет иметь никакого значения. Если же произойдут перемены, то акционер, принявший предложение о продаже акций, получит предложенную цену p . Акционер, отклонивший предложение, получает v — стоимость акции при новом составе собственников. Пока $p < v$, более выгодным будет отклонить предложение. Следовательно, попытка поглощения будет успешной только при $p = v$; в этом случае покупатель не получит никакого дохода (и не сможет даже покрыть свои издержки), если только он не сумел завладеть какой-то частью акций до того, как сделал свое льготное предложение.

⁴¹ Гораздо более подробное изложение этой темы см.: *Weston J. F., Kwang S. Chung, Hoag S. E. Mergers. Restructuring and Corporate Control. Ch. 20.*

тактики выжженной земли предусматривают преднамеренное уменьшение стоимости фирмы для приобретателя, даже если при этом уменьшается ее стоимость и для акционеров. Так, фирма «Marathon Oil», сопротивляясь попытке поглощения, предпринятой «Mobil», предоставила фирме USX право приобрести по льготной цене ее «главное сокровище» — месторождение нефти в Йетсе в том случае, если какая-либо иная компания установит контроль над «Marathon».

Схожим, но менее радикальным средством защиты является *реструктуризация* фирмы, затрудняющая рейдеру погашение взятых им займов после слияния фирм. Например, фирма может отделить от себя наиболее привлекательные подразделения, за счет доходов от которых рейдер может рассчитывать погасить привлеченные им займы после слияния. Кроме того, корпорация может уменьшить свои финансовые ресурсы, которые также могли бы быть использованы для погашения займов после поглощения. Одним из возможных способов осуществления этой операции является выкуп акций, другим — покупка других компаний по ценам, которые могут оказаться завышенными. *Закрытые, или защищенные, правления*, в которых ежегодно выбирается лишь часть членов, и *правило подавляющего большинства*, согласно которому любые изменения контроля над фирмой должны быть одобрены не менее чем 90% голосов, затрудняют установление контроля над фирмой даже после покупки того количества акций, которое в иных случаях образует контрольный пакет. Эти меры могут быть подкреплены выделением крупного пакета акций для ESOP — предполагается, что соответствующие голоса будут поданы в поддержку администрации, поскольку работники опасаются лишиться своих мест в результате поглощения. *Власти штата, в котором учреждена данная фирма, могут принять правила, препятствующие враждебным поглощениям*; такие правила, например, были введены в Миннесоте для защиты фирмы «Dayton Hudson»; кроме того, фирма может перерегистрироваться в штате, где действуют подобные правила. Данный перечень представляет собой лишь верхушку айсберга.

Все эти способы могли бы рассматриваться лишь как уловки менеджеров, защищающих свои должности, если бы не то обстоятельство, что применение многих из них может быть запрещено советом директоров. Это означает, что данные меры могут использоваться как для срыва нежелательных предложений, так и для укрепления позиций правления на переговорах. Разумеется, если правление и администрация положительно относятся к сделанному предложению, они отказываются от использования мер защиты. Чтобы получить представление о том, как действуют различные меры защиты от враждебных поглощений, рассмотрим более подробно три метода такой защиты.

«Золотые парашюты». Как отмечалось в главе 13, *золотой парашют* — это пункт, включаемый в контракт руководящего работника и предусматривающий предоставление ему определенной, весьма привлекательной компенсации в том случае, если контроль над корпорацией перейдет в другие руки. Один из наиболее веских доводов, выдвигаемых в защиту «золотых парашютов», состоит в том, что руководители-профессионалы имеют законное право рассчитывать на защиту тех вознаграждений, которых они добились благодаря многолетнему тяжелому и квалифицированному труду. Более того, при отсутствии адекватной защиты руководители будут оказывать отчаянное сопротивление любым попыткам подорвать те права, которых они добились,

что резко уменьшит вероятность осуществления выгодных поглощений, делает невозможным безболезненные перемены в фирмах и отвлечет их внимание от той деятельности, которая обеспечивает создание стоимости.

«PARAMOUNT» И «TIME WARNER»: В ЧЬИХ ИНТЕРЕСАХ?

В начале 1990 г. фирма «Time, Inc.» — крупнейшее в США журнальное издательство (журналы «Time», «Fortune», «People», «Sports Illustrated») приобрела фирму «Warner Brothers», специализирующуюся на производстве кинофильмов, телепрограмм, видео- и аудиозаписей (компании звукозаписи «Warner—Reprise» и «Atlantic»); впрочем, по мнению большинства обозревателей, в действительности именно «Warner» поглотила «Time». Эти фирмы вели переговоры о слиянии, подлежавшем утверждению акционерами, когда компания «Paramount Communications» (кино, спорт и издательское дело — ей принадлежит издательство «Prentice Hall») предложила приобрести все акции «Time» по цене 200 дол. за акцию с оплатой исключительно деньгами. Добившись судебного постановления, согласно которому правление фирмы имело право попросту сказать «нет» в ответ на данное предложение — без консультаций с акционерами, — «Time» купила «Warner», выплатив при этом, согласно оценкам осведомленных наблюдателей, весьма щедрую премию. Такой способ осуществления данной операции означал, что руководству «Time» не нужно было проводить голосование среди акционеров фирмы, которые могли бы предпочесть продать свои акции «Paramount».

Администрация «Time» утверждала, что благодаря приобретению «Warner» реальная стоимость чистых активов фирмы в расчете на одну акцию составила 250 дол. и соответственно предложение «Paramount» — 200 дол. за акцию — было совершенно неприемлемым. Однако рыночная цена акций «Time Warner» никогда не превышала 125 дол., а в июне 1991 г. вследствие усилий, предпринятых фирмой с целью ликвидации значительной части задолженности, образовавшейся при осуществлении слияния, цена ее акций упала до уровня менее 85 дол. за акцию.

Источник: *Jarrell G.A. The Paramount Import of Becoming Time Warner: A Present-Value Lesson for the Lawyers // Wall Street Journ. 1989. 13 July. A-14.*

Эти два аргумента легко воспринимаются при взгляде с позиций обеспечения эффективности: руководящие работники могут не захотеть осуществлять инвестиции в свои карьеры, если они не будут уверены в том, что доходы от таких инвестиций не смогут быть без труда присвоены посторонними лицами. Более того, если инвестиции менеджеров в их карьеры не защищены, они будут в ущерб своим обязанностям тратить силы на сопротивление попыткам враждебных поглощений; в результате и они, и рейдеры затратят громадные средства на оплату услуг юристов и других специалистов, и в целом будет иметь место непродуктивное расходование ресурсов, не обеспечивающее никакого прироста производства. Эти затраты представляют собой издержки влияния; они возникают в процессе борьбы отдельных индивидов за сохранение своих негарантированных рент.

В общем плане данные аргументы соответствуют тем аргументам, которые мы уже приводили, говоря о преимуществах гарантированных прав собственности. Таким аргументам сложно дать общую оценку, поскольку в каждом конкретном случае необходимо подвергнуть проверке их исходные поло-

жения. В целом, если исходить из того, что руководители фирм в ходе своих карьер осуществили какие-то ценные специфические инвестиции, то вызывает удивление, что рейдеры так часто стремятся избавиться от этих руководителей. Представляется более разумным предположить, что рейдеры избавляются от тех менеджеров, которые плохо справляются со своими задачами и которые будут отчаянно сопротивляться поглощению в силу того, что они не могут рассчитывать на аналогичные условия работы в других фирмах.

В любом случае «золотые парашюты», как правило, предоставляются только наиболее высокопоставленным руководителям, уже осуществившим большую часть возможных инвестиций в специфический по отношению к данной фирме человеческий капитал. Поэтому объяснение этой практики соображениями стимулирования инвестиций представляется неприемлемым, по крайней мере для данной категории руководителей.

Первое возражение против использования «золотых парашютов» сводится к тому, что они защищают не фирму, а «окопавшихся» в ней менеджеров, что дорого обходится акционерам. Более того, если эти «парашюты» чересчур велики, менеджеры могут проявлять чрезмерную готовность к поощрению операций по переходу контроля над фирмой в другие руки и не смогут как следует защищать интересы акционеров. Далее, такая практика может способствовать уходу из фирмы ценных работников после смены владельца контрольного пакета, что уменьшает привлекательность даже желательных слияний.

Откупные выплаты. Главная проблема, связанная с осуществлением мер по защите корпораций от рейдеров, заключается в том, что эти меры могут быть использованы и для защиты некомпетентного руководства, и для защиты интересов менеджеров даже тогда, когда они противоречат интересам акционеров и других сторон. Одним из наиболее тревожных с точки зрения морали примеров этой проблемы является практика выплаты *откупных*, которые по сути представляют собой взятки, выплачиваемые менеджерами фирм рейдерам из средств, принадлежащих акционерам, с тем чтобы рейдеры отказались от своих посягательств на данные фирмы (хотя такие выплаты и не противоречат закону).

Примером выплаты откупных является случай с фирмой «Walt Disney Productions». В начале 1984 г. цена акций этой фирмы колебалась в пределах 50–55 дол. за акцию. Рейдер Сол Стейнберг приступил к покупке этих акций, и их цена начала расти. 4 июня 1984 г. в журнале «Forbes» появилась статья, в которой утверждалось, что общая стоимость активов данной компании — в случае их распродажи по частям — составит в пересчете на одну акцию 110 дол. 8 июня Стейнберг предложил купить 37% акций «Walt Disney Productions» по цене 67.5 дол. за акцию. После трехдневных переговоров фирма согласилась выкупить имевшиеся у Стейнберга акции по цене 70.83 дол. и уплатить ему еще 28 млн дол. в качестве возмещения его «инвестиционных расходов». Цена акций «Disney» стремительно упала до уровня менее 50 дол. за акцию.

С точки зрения мелкого акционера, откупные — это деньги компании, которые были выплачены рейдеру администрацией фирмы за то, чтобы все осталось так же, как и было до начала «налета». В данной истории кто-то остался в дураках, но кто именно? Следует ли осудить руководителей «Walt Disney Productions», потративших деньги акционеров для того, чтобы сохранить за собой командные посты? Или же их необходимо поздравить — они

сохранили продуктивную организацию, несмотря на беззастенчивые махинации алчных финансистов? Тот, кто полагает, что цена акций компании дает наилучшее представление о ее стоимости (а так считают большинство экономистов и финансистов), сочтет, что руководство «Walt Disney Productions» своими действиями уменьшило стоимость фирмы, о чем свидетельствует падение цены акций после выплаты откупных. Те же, кто не доверяет рыночным оценкам, считая их слишком уязвимыми для различных манипуляций, могут заключить, что рыночная оценка данной компании все время занижалась и что ее руководство фактически действовало в интересах постоянных акционеров. Данные о точности цен акций в качестве оценок стоимости фирм носят противоречивый характер, и дебаты по этому вопросу не утихают.

Добровольная реструктуризация. Успехи волны враждебных поглощений в 80-е гг. и связанный с этим рост цен акций убедили многих руководителей фирм в том, что организационные стратегии рейдеров — более узкое определение целей, более интенсивное использование заемного капитала и более широкое использование стимулирующей оплаты труда — действительно способствовали увеличению стоимости. Некоторые фирмы осуществили программы добровольной реструктуризации, нацеленные на то, чтобы обеспечить получение тех выгод, которые приносят ЛВО, избежав при этом связанных с ними издержек. В ходе этих реорганизаций производился выкуп акций с использованием заемного финансирования, а иногда имели место и более глубокие изменения — увеличивалось участие менеджеров оперативных подразделений в доходах, получаемых их подразделениями. По существу, штаб-квартиры корпораций становились кредиторами подразделений, и в подразделениях возрастала доля заемного капитала, даже если фирма в целом и сохраняла более традиционное соотношение между собственным и заемным капиталом, что позволяло ей переживать периоды экономического спада без слишком резкого сокращения долгосрочных инвестиций.

Еще одним аспектом реструктуризации была продажа не связанных с основной деятельностью подразделений. Руководство фирм-конгломератов испытывает чрезвычайно сильное давление со стороны переживающих трудностей подразделений — они добиваются выделения им субсидий с тем, чтобы облегчить положение своих работников. Фирмы давно уже искали способы, позволяющие изолировать неприбыльные подразделения и уменьшить этот нажим. Мы уже ссылались на случай, имевший место в 1974 г., когда из-за повышения цен на нефть выплавка алюминия в Японии перестала приносить прибыль. Фирмы «Mitsubishi Chemical», «Sumitomo Chemical» и «Showa Denco» «в целях изоляции проблем и убытков»⁴² сделали свои неприбыльные филиалы, действовавшие в этой отрасли, самостоятельными предприятиями. Обычно от фирм отпочковываются те подразделения, результаты деятельности которых рассматриваются как неудовлетворительные. Эта мера является экономически оправданной в том случае, если отделившееся подразделение способно добиться лучших результатов под другим руководством или если его сохранение в составе данной фирмы приводит к образованию значительных издержек влияния. Одной из важнейших целей реструктуризации является создание специализированных структурных единиц, у менеджеров которых

⁴² Abegglen J. C., Stalk G., Jr. Kaisha, The Japanese Corporation. New York : Basic Books, 1985. P. 25.

меньше возможностей извлекать выгоду из конкурентной борьбы при распределении ограниченного набора ресурсов.

Упреждение рейдеров, кроме того, представляет собой превосходный метод защиты от поглощений. Проблема заключается в том, что акционерам сложно отличить многие шаги, предпринимаемые в ходе настоящей реструктуризации, от «тактики выжженной земли», рассчитанной на то, чтобы отпугнуть рейдера и оставить фирму под контролем ее нынешних руководителей. Встает вопрос и о том, почему, если реструктуризация выгодна для акционеров, руководство фирмы начинает ее осуществление лишь после появления угрозы враждебного поглощения. Объяснением может служить существование издержек влияния. Реструктуризация означает перераспределение рент внутри фирмы, и в обычных условиях она вызвала бы сильнейшее сопротивление. Рейдер может изъять часть рент в свою пользу, а другую часть передать акционерам. При этом прежние получатели рент понесут значительные потери. В этой ситуации сопротивление реструктуризации, после которой ренты могут сохраниться на более высоком уровне, чем в случае поглощения фирмы, может оказаться менее сильным.

После бума

Бум враждебных поглощений в США прекратился в 1990 г. TWA оказалась несостоятельным должником и столкнулась с угрозой потери значительной части арендованных самолетов; обанкротилась фирма «Drexel Burnham Lambert»; Майкл Милкен был приговорен федеральным судом к 10 годам тюремного заключения за нарушения законодательства об операциях с ценными бумагами. Последовала серия банкротств корпораций, общий объем операций по слиянию и приобретению фирм сократился наполовину, а LBO практически сошли на нет. Десятки оказавшихся в трудном положении компаний, залезших в долги в 80-е гг., добивались пересмотра условий высокопроцентных займов, заменяя бросовые облигации собственным капиталом или низкопроцентными займами. Другие, более удачливые компании с высокой долей заемного капитала уменьшали свою задолженность и даже с успехом производили эмиссию новых акций. Тем временем Федеральная корпорация страхования депозитов и «Resolution Trust Corporation», столкнувшись с обвинениями в потворстве банкротству ссудо-сберегательных ассоциаций, возбудили иск против Милкена и его последователей, утверждая, что рынок бросовых облигаций представлял собой мошенническую аферу, которая и привела ссудо-сберегательные ассоциации к катастрофе.

Многие люди явно надеялись на то, что угрозы, издержки и дисциплина, которые приносит с собой рынок контроля над корпорациями, исчезли навсегда. Эта же возможность, однако, вызвала у других людей тревогу.

Активные инвесторы и реформа управления корпорациями. Бум враждебных поглощений, несомненно, породил различные эксцессы и проявления неэффективности. Тем не менее угрозы поглощений заставляли руководителей фирм более полно учитывать интересы акционеров. Крах рынка контроля над корпорациями во время спада 1990 г. и эффективные методы защиты от поглощений, разработанные в течение этого десятилетия, побудили многих инвесторов заняться поисками альтернативных средств защиты своих интересов.

Тон в этих поисках задавали некоторые институциональные инвесторы, в особенности пенсионные фонды государственных служащих некоторых штатов (например, Висконсина и Калифорнии). Они рассудили, что попытки придерживаться активной инвестиционной стратегии с целью добиться крупного успеха на рынке являются бесплодными как потому, что они не располагают доступом к информации, которая не была бы еще известна другим квалифицированным инвесторам, так и потому, что их пакеты акций настолько велики, что осуществляемые ими сделки оказывают влияние на цены акций. Таким образом, единственная возможность повысить доходность их портфелей состояла в том, чтобы улучшить деятельность самих фирм, в которые они инвестировали средства. И если нельзя было рассчитывать на то, что угрозы враждебных поглощений заставят руководителей фирм сосредоточить свои усилия на увеличении стоимости фирм для акционеров, то эти инвесторы должны были активизировать контроль за деятельностью менеджеров.

С этой целью они начали вносить на собраниях акционеров резолюции, предусматривавшие ликвидацию различных механизмов защиты от поглощений, созданных в корпорациях, и перерегистрацию фирм в тех штатах, где отсутствуют особые ограничения на осуществление враждебных поглощений. Хотя при голосованиях многие из этих резолюций не получили большинства голосов, администрации и правления фирм в ходе переговоров с институциональными инвесторами соглашались удовлетворить некоторые из предъявленных требований. Кроме того, во время схваток за контроль над корпорациями эти инвесторы, пользуясь тем, что они имели возможность обеспечивать привлечение заемного капитала, добивались от руководителей фирм различных уступок. Так, администрация корпорации «Lockheed» согласилась ввести в состав правления нескольких директоров, рекомендованных институциональными инвесторами, и проводить регулярные встречи с крупными акционерами фирмы; в обмен на это институциональные инвесторы поддержали администрацию в борьбе за контроль над фирмой с инвестором Хэролдом Симмонсом. Были выдвинуты и различные предложения, облегчающие ведение борьбы за доверенности акционеров и принятие резолюций, вносимых акционерами; лоббисты институциональных инвесторов добивались одобрения этих предложений Комиссией по ценным бумагам и биржам и Конгрессом США.

Важнейшим элементом реформаторских начинаний было изменение функций правлений корпораций, направленное на то, чтобы обеспечить более эффективную защиту этими органами интересов акционеров. Одно из интересных предложений состояло в том, что институциональные инвесторы должны подбирать и обучать специалистов для работы в правлениях фирм. Каждый из работников будет избран в состав правлений нескольких фирм, целиком сосредоточится на этой работе, а результаты его работы будут оцениваться при перевыборах правлений представителями крупных акционеров.⁴³ В 1991 г. это предложение активно изучалось пенсионным фондом государственных служащих Калифорнии при поддержке ряда корпораций, акционером которых является данный фонд.

⁴³ Эта идея была выдвинута в работе: *Gilson R., Kraakman R. Reinventing the Outside Director*. Stanford University Law School, 1990; она получила одобрительную оценку в редакционной статье еженедельника «Economist» (Redirecting Directors // *Economist*. 1990. 17 Nov. P. 19–20).

АЛЬТЕРНАТИВЫ КОРПОРАЦИИ ОТКРЫТОГО ТИПА

Проблемы, связанные с контролем над корпорацией, во многом обусловлены теми факторами, которые считаются особыми достоинствами этой формы организации бизнеса. Данное обстоятельство заставляет поставить вопрос о существовании каких-либо альтернативных организационных форм, которые могли бы оказаться более эффективными.

Возможность свободной передачи прав собственности на акции корпорации делает допустимым широкое разделение риска и облегчает привлечение капитала. Эта особенность корпорации, кроме того, способствует однородности интересов собственников фирмы — обычно они заинтересованы в увеличении рыночной стоимости фирмы и поэтому избегают разногласий, которые могут повлечь за собой дополнительные издержки. Тот факт, что фирма не обязана выкупать акции, выпущенные ею в целях привлечения капитала, и, будучи отдельным от своих владельцев юридическим лицом, в принципе может продолжать существование спустя длительное время после смерти своих учредителей, способствует осуществлению долгосрочных проектов и формированию ценной репутации данной фирмы у других сторон. Ограниченная ответственность акционеров по обязательствам фирмы освобождает их от риска потерять больше, чем они вложили; соответственно им не нужно контролировать деятельность фирмы так же тщательно, как это необходимо было бы в том случае, если бы они отвечали за долги фирмы всеми своими личными активами. Это обстоятельство способствует эффективной диверсификации активов инвесторов и позволяет им предоставить ведение повседневных дел фирмы ее штатным работникам-специалистам. Далее, кредиторам фирмы не приходится интересоваться личной платежеспособностью ее владельцев, так как они не имеют права претендовать на прочие активы, принадлежащие этим людям, помимо их долей в капитале фирмы. Практика формирования советов директоров, контролирующей деятельность менеджеров фирм, и ограниченного участия акционеров в принятии решений (они могут, например, голосовать по вопросу о продаже всех или большинства активов фирмы) позволяет инвесторам еще более уменьшить расходы своих ресурсов на сбор информации о делах фирмы по сравнению с тем случаем, когда они играли бы более активную роль. Однако эти же достоинства способствуют распылению прав собственности среди большой массы мелких акционеров, которые, возможно, не считают целесообразным интересоваться чем-либо, помимо курса акций и величины дивидендов, и мало заинтересованы в осуществлении контроля за деятельностью администрации; в результате менеджеры получают возможность преследовать собственные интересы за счет средств акционеров при содействии членов правлений, формально обязанных контролировать и направлять действия менеджеров.

«TIME WARNER»: ПРЕДЛОЖЕНИЕ ПРАВ И ДВИЖЕНИЕ ПРОТЕСТА СРЕДИ АКЦИОНЕРОВ

В июне 1991 г. фирма «Time Warner» обнародовала новаторский план привлечения дополнительного акционерного капитала с целью частичной ликвидации своей задолженности. Владельцы 57.8 млн акций фирмы должны были получить право приобретения 34.5 млн новых акций. Такие предложения прав

представляют собой обычное явление, по крайней мере в Великобритании, однако план «Time Warner» отличался одним неортодоксальным элементом, а именно — цена, которую инвесторам пришлось бы уплатить за новые акции, зависела бы от того, какая часть акционеров примет данное предложение. В случае согласия со стороны лишь 60% акционеров им пришлось бы уплатить только по 63 дол. за акцию, т. е. примерно половину текущей цены акций «Time Warner» на момент объявления плана. С другой стороны, при 100%-ном участии акционеров эта цена составила бы 105 дол. за акцию. Намеченная эмиссия акций должна была стать крупнейшей за всю историю «Wall Street». Необычным было и то, что участвовавшие в этой операции инвестиционные банки, в первую очередь «Merrill Lynch», должны были получить за свои услуги до 145 млн дол., хотя при этом они не несли того риска, который обычно связан с размещением акций.

Реакция акционеров оказалась крайне негативной. Они возражали против неопределенности фактической цены новых акций и крупных выплат инвестиционным банкам, их не устраивал принудительный характер этого предложения. Последовала лавина протестов со стороны институциональных и индивидуальных инвесторов, а курс акций фирмы в течение нескольких дней понизился на 25%. В конце концов руководители «Time Warner» не устояли под этим давлением, и, когда Комиссия по ценным бумагам и биржам приняла решение, запрещающее реализацию плана, они не стали обжаловать решение. Вместо этого они выступили с предложением, предусматривавшим выпуск новых акций с фиксированной ценой 80 дол., которые должны были быть размещены по подписке при значительном участии «Salomon Brothers». Курс акций фирмы быстро приблизился к новой цене.

По мнению наблюдателей, этот эпизод может стать поворотным пунктом в истории движения за права акционеров: компания, которая за два года до этого обратилась в суд, чтобы не допустить рассмотрения ее владельцами предложения «Rampant», на этот раз под давлением со стороны акционеров была вынуждена уступить. Более того, месяц спустя она сама решила отказаться от «отравленной пилюли», защищавшей ее от враждебного поглощения, с тем чтобы избежать малоприятного голосования по этому вопросу на собрании акционеров. Тем не менее администрация фирмы сохранила другую «отравленную пилюлю», которая вступает в силу в случае, если кто-либо добьется успеха в схватке за доверенности.

Источник: *Dobrzynski J. H., Foust D., Reimer B. Time Warner Feels the Force of Shareholder Power // Business Week. 1991. 29 July. P. 58–59.*

В различных разделах данной работы мы уже встречались с некоторыми альтернативами акционерной корпорации открытого типа. Такими альтернативами являются фирмы закрытого типа (включая ассоциации LBO) и фирмы, принадлежащие своим работникам; в следующей главе мы будем говорить о еще одной организационной форме — кооперативах. Здесь мы рассматриваем две альтернативные формы — товарищества и некоммерческие (неприбыльные) организации. Каждая из них получила широкое распространение в некоторых отраслях экономики.

Товарищества

В сфере профессиональных услуг доминирующей формой организации (помимо индивидуальных частных предприятий) является товарищество. Крупнейшие международные бухгалтерские фирмы, большинство крупнейших

юридических фирм, многие консультационные и архитектурные фирмы, наиболее известные медицинские клиники и некоторые инвестиционные банки имеют организационную форму товарищества, а не корпорации.⁴⁴ Более того, некоторые из этих товариществ достигают внушительных размеров: крупнейшие бухгалтерские фирмы имеют более тысячи партнеров, а крупнейшие инвестиционные банки-товарищества осуществляют сделки стоимостью в миллиарды долларов. Чем объясняется выбор этой организационной формы в данных отраслях?

Товарищество представляет собой ассоциацию, созданную двумя или большим числом лиц для ведения дел с разделением между участниками любых прибылей и убытков. Члены товарищества — партнеры — являются его совладельцами, и законодательство в целом не проводит различия между товариществом и составляющими его индивидами. Партнеры самостоятельно определяют состав товарищества, внутренние процедуры принятия решений и организационные структуры. Товарищества существуют, пока сохраняются соответствующие отношения между партнерами. Как правило, партнеры имеют право в любой момент изъять из товарищества свои активы, однако они не могут продать или передать каким-либо иным образом свои права собственности без разрешения остальных участников товарищества. В случае выхода одного из партнеров из товарищества или его смерти товарищество прекращает свое существование (если его уставом не предусмотрено иное, как это обычно имеет место в крупных товариществах). Наиболее важная особенность этой организационной формы заключается в том, что каждый партнер несет личную ответственность по всем обязательствам товарищества и каждый из партнеров в пределах своих полномочий (определяемых законом или уставом товарищества) может в индивидуальном порядке предпринимать меры по выполнению всеми партнерами своих обязательств без каких-либо ограничений. Такая ответственность партнеров распространяется на их личные активы, включая банковские счета, акции и облигации, дома и автомобили.

В корпорации риск, связанный с правом собственности, является делимым и передаваемым; в товариществе этот риск не делится и не передается. Это ограничивает возможности диверсификации риска. Таким образом, в том, что касается разделения риска — и соответственно способности обеспечивать привлечение капитала, — данная форма организации явно уступает корпорации. Может показаться, что эту проблему можно решить путем привлечения инвесторов-аутсайдеров в качестве пассивных партнеров, но при этом встает вопрос о неограниченной ответственности партнеров.

Неограниченная ответственность. При отсутствии ограничений ответственности инвестор не может не опасаться, что в случае, если фирма окажется неплатежеспособной, он лишится всего своего состояния или большей его части. Это заставляет инвесторов расходовать дополнительные ресурсы на осуществление контроля за деятельностью фирмы и ее менеджеров; некоторые инвесторы из-за этих опасений могут вообще отказаться от осуществления инвестиций (в особенности те из них, кто владеет лишь небольшой долей капитала фирмы и не получает больших выгод от ее успехов). Данный фак-

⁴⁴ В некоторых случаях эти организации имеют юридический статус «корпораций по оказанию профессиональных услуг». Однако с точки зрения нашей работы различия между этой организационной формой и товариществом несущественны.

тор препятствует увеличению числа партнеров в товариществах и заставляет каждого из партнеров уменьшать объем своих инвестиций в товарищество, чтобы иметь возможность диверсифицировать свои активы. Аналогичным образом это обстоятельство затрудняет проникновение товариществ в новые сферы бизнеса или на новые рынки, поскольку такие шаги приводят к увеличению расходов на осуществление контроля.

Потенциальное преимущество неограниченной ответственности заключается в том, что она обеспечивает наличие своего рода залога: личные состояния отдельных индивидов служат обеспечением для займов, получаемых организацией. Использование такого обеспеченного займа может быть полезным в тех ситуациях, когда имеет место субъективный риск или ухудшающий отбор. Издержки, связанные с внесением залога, уменьшаются, если бизнесмен располагает такой частной информацией о честности и компетентности своих партнеров и о возможных доходах фирмы, которая указывает на то, что он едва ли лишится внесенного залога. Кроме того, опасность потери залога стимулирует добросовестную работу по ограничению издержек и увеличению доходов. Эта же опасность побуждает партнеров контролировать друг друга с тем, чтобы не допустить убытков, за которые каждому из них придется расплачиваться изрядной долей личного состояния.

Преобладание корпорации в качестве основной организационной формы среди всех предприятий, за исключением самых мелких, позволяет предположить, что в обычных условиях относительные недостатки товариществ перевешивают их достоинства. Иначе обстоит дело в тех сферах, где товарищество является наиболее распространенной формой организации.

Преимущества организационной формы товарищества. Во-первых, за исключением, быть может, инвестиционных банков (значительная часть которых уже преобразовалась в корпорации), важнейшим специализированным исходным ресурсом в товариществах, как правило, являются знания и способности их работников, т. е. их человеческий капитал. Человеческий капитал трудноотчуждаем, и если остаточные доходы на этот капитал принадлежат его носителям, то обычная логика прав собственности позволяет предположить, что им же должны принадлежать и права конечного контроля. Более того, потребность в материальном и финансовом капитале в крупных товариществах, специализирующихся на оказании профессиональных услуг, часто бывает невелика, что снижает стоимость внешнего финансирования, используемого для разделения риска, связанного со стоимостью активов.

Еще более важное значение, возможно, имеет характер работы, выполняемой товариществами специалистов. Этот характер таков, что посторонним лицам трудно своевременно и эффективно контролировать их деятельность. В частности, директора-аутсайдеры и менеджеры-профессионалы не в состоянии эффективно проконтролировать количество и качество важнейших используемых ресурсов. Не слишком ли много успокоительных лекарств расходует данный врач или же подобный расход предопределен составом пациентов? Безупречны ли проекты контрактов, подготовленные данным юристом? Как оценить идеи данного архитектора — как ошеломляюще оригинальные или как наивные и непрактичные? Даже специалисты, разбирающиеся в профессиональных вопросах гораздо лучше, чем кто-нибудь еще, часто затрудняются оценить работу своих коллег.

Наряду с проблемой контроля существует и проблема залога: какие имеющиеся у фирмы активы могут быть использованы в качестве обеспечения, гарантирующего ее платежеспособность? Как уже отмечалось, товарищества, оказывающие профессиональные услуги, для ведения своих дел не нуждаются в крупных материальных или финансовых ресурсах; соответственно материальные активы такого товарищества, которые могут быть использованы для удовлетворения возможных претензий недовольных клиентов, невелики. Между тем ущерб, который может понести клиент по вине специалиста, может оказаться весьма значительным: смерть пациента после небольшой пластической операции, рухнувшее здание, миллионные потери инвестора, осуждение невинного.

Организация специалистов в форме товарищества помогает решить как проблему контроля, так и проблему гарантий. Партнеры товарищества по закону несут индивидуальную ответственность за работу каждого из его членов, и это обстоятельство создает мощные стимулы для осуществления взаимного контроля. Кроме того, неограниченная ответственность партнеров обеспечивает наличие достаточно крупного гарантийного обеспечения даже в том случае, когда используемый фирмой материальный и финансовый капитал невелик. В отличие от акций корпораций паи партнеров товариществ являются непередаваемыми, поскольку неудачный состав собственников может привести к ослаблению стимулов и уменьшению гарантийного обеспечения и поскольку посторонние инвесторы опасались бы ухудшающего отбора при приобретении паев у партнеров, осведомленных о положении фирмы намного лучше, чем они.

Наконец, выбор организационной формы товарищества позволяет уменьшить некоторые издержки, связанные с принятием решений, за счет однородности партнеров. Все они выполняют примерно одинаковую работу, имеют одинаковое образование, подготовку и профессиональную ориентацию. Это не означает, что в товариществах невозможны разногласия и конфликты, однако их масштабы, скорее всего, окажутся меньшими, чем в тех организациях, где выполняемая работа более разнообразна, а работники имеют более разнородные взгляды и интересы.

Благотворительная деятельность и некоммерческие организации

Те вопросы, с которыми мы сталкиваемся при анализе проблем контроля в организациях, ориентирующихся на получение прибыли, характерны и для некоммерческого сектора. Так, например, организованный Красным Крестом сбор пожертвований в фонд помощи пострадавшим от землетрясения в Северной Калифорнии в 1989 г. оказался настолько эффективным, что руководство организации приняло единогласное решение об использовании части средств этого фонда для финансирования других программ. Узнав о таком решении, жертвователи стали добиваться его отмены. Имели место и более серьезные скандалы, связанные с использованием средств благотворительных фондов на личные нужды их руководителей. Среди замешанных в этих скандалах в 80-е гг. оказались даже некоторые религиозные деятели — Джим Бэккер, харизматический лидер евангелической организации РТЛ, отец Брюс Риттер, основавший и с энтузиазмом руководивший нью-йоркским приютом для бездомных и беглых подростков «Covenant House» и индийский гуру Вхагван Шри Раджнеш, создавший в Орегоне коммуну для жаждущих любви

и духовного просветления. В 1991 г. Стэнфордский университет, представляющий собой крупную некоммерческую организацию, был обвинен в нецелевом использовании средств, выделенных федеральным правительством на проведение научных исследований; данные средства якобы использовались, среди прочего, для содержания большой яхты и приобретения итальянской мебели для дома президента университета. Всюду, где осуществляется управление крупными денежными суммами, отсутствие должного контроля порождает соблазны и создает угрозу крупных финансовых потерь.

В США некоммерческие организации занимаются организацией питания и социального обслуживания бедняков, популяризацией искусства, поддержкой или осуществлением научных исследований опасных заболеваний, созданием и распространением некоммерческих радио- и телепрограмм; они играют значительную роль в системе образования на всех ее уровнях — от детских садов до аспирантуры. В целом эти организации предоставляют людям самые разнообразные товары и услуги по ценам, не покрывающим всех издержек, связанных с такой деятельностью. Вполне можно предположить, что эти услуги могли бы предоставляться коммерческими организациями. Последние осуществляют большую часть исследовательской работы по созданию лекарств; коммерческие фирмы доминируют в сфере кино, телевидения и видео; жилье для бедняков часто строят частные коммерческие фирмы, получающие правительственные субсидии. Тем не менее раздача продуктов питания, социальное обслуживание, содержание художественных музеев и многие другие виды деятельности обычно осуществляются на некоммерческой основе. Почему же некоммерческие организации играют столь важную роль в этих областях?

Роль добровольных пожертвований. При ответе на этот вопрос следует прежде всего учесть тот факт, что в США данные виды деятельности финансируются в значительной мере за счет добровольных пожертвований частных лиц. Главная особенность благотворительной деятельности заключается в том, что лицам, предоставляющим средства для ведения такой деятельности, трудно проверить, насколько эффективно были израсходованы средства. Это обусловлено либо тем, что жертвователи в большинстве своем сами не пользуются услугами благотворительных организаций (как в случае с продовольственной помощью беднякам), либо тем, что предельный эффект отдельного пожертвования практически не поддается определению (например, при сборе денег на нужды общественной телестанции). В силу этого тот контроль, который естественным образом осуществляется на обычных рынках (где потребители отказываются оплачивать не удовлетворяющие их товары и услуги), в сфере благотворительности не может быть столь же эффективным. Данная проблема усугубляется тем обстоятельством, что в этой сфере, как и в большинстве отраслей сферы услуг, качество работы зачастую с трудом поддается измерению. Поэтому жертвователям, особенно мелким, трудно удостовериться в том, что оплаченные ими услуги оказываются надлежащим образом.

Осуществление благотворительной деятельности в рамках некоммерческой организации обеспечивает жертвователям некоторые гарантии.⁴⁵ Основ-

⁴⁵ Разумеется, согласно действующему налоговому законодательству, статус некоммерческой организации обеспечивает жертвователям возможность исключения их пожертвований из налогооблагаемого дохода. Однако данное обстоятельство не

ная особенность подобной организации заключается в том, что ее конечные доходы не могут быть присвоены на законном основании каким-либо индивидом: в этом смысле такая организация не имеет собственников. Если доходы превышают издержки, избыток должен остаться в организации. Точно так же ни один индивид не может продать активы некоммерческой организации и прикарманить выручку от их продажи. Благодаря этому устраняется одна из важнейших причин потенциального конфликта между лицами, финансирующими организацию (жертвователями), и теми, кто руководит ее деятельностью. Этим и объясняется тот факт, что многие организации, финансируемые за счет добровольных пожертвований, имеют статус некоммерческой организации.⁴⁶

Субъективный риск в некоммерческих организациях. Выбор организационной формы некоммерческой организации не решает всех проблем, связанных с тем, что финансирующие организацию люди не являются потребителями ее услуг. Опасность заключается в том, что при отсутствии стимулов для контроля над издержками, создаваемых правами собственности, руководители и работники организации все же могут использовать собранные пожертвования в своих интересах, хотя, вероятно, и не в форме прямого их присвоения. Скандалы, о которых упоминалось выше, были вызваны тем, что руководители некоммерческих организаций выплачивали себе высокие оклады, ссужали своим друзьям или родственникам крупные суммы под низкий процент, пользовались дорогостоящими резиденциями и автомобилями, приобретенными на средства организаций, оборудовали шикарные конторы, выезжали в «командировки» в экзотические местности, устанавливали для себя сокращенный рабочий день и частые отпуска.

Разумеется, такие проблемы, связанные с субъективным риском, характерны не только для некоммерческих организаций. Однако в этих организациях слабее, чем в коммерческих фирмах, ощущается давление, порождаемое конкуренцией на рынках ресурсов и продукции и наличием рынка контроля над корпорациями. Получатели товаров и услуг не оплачивают их и поэтому не могут без каких-либо затруднений сменить данных поставщиков на других, более эффективных; жертвователи не имеют возможности без крупных расходов проследить за тем, как используются предоставленные ими средства; а невозможность присвоить те доходы, которые могут возникнуть в результате повышения эффективности, лишает работников неэффективных некоммерческих организаций стимулов для улучшения своей работы. Эти проблемы могут поставить под угрозу приток пожертвований в данные организации, и поэтому важное значение приобретает создание иных механизмов контроля за их деятельностью (что отвечает интересам самих сотрудников этих организаций).

может быть главной причиной выбора этой организационной формы, существовавшей еще до введения налога на прибыль.

⁴⁶ Этим объясняется и то, что правительственные органы могут предпочитать финансировать оказание необходимых им услуг через некоммерческие организации (что является общепринятой практикой в Нидерландах), а не через коммерческие фирмы. Почему правительства пользуются услугами некоммерческих организаций, а не выполняют необходимые работы своими силами — это иной вопрос, к которому мы еще вернемся.

К числу таких механизмов относится введение более строгих (по сравнению с теми, что имеют место для частных коммерческих фирм) юридических норм, регулирующих деятельность менеджеров некоммерческих организаций. Второй широко применяемый механизм основан на привлечении для работы в некоммерческих организациях людей, которым присуща отчетливо выраженная заинтересованность в достижении тех целей, которые ставят перед собой эти организации, при подобном подборе работников вероятность нецелевого использования средств уменьшается. Такими людьми, несомненно, являются добровольцы, чей труд широко используется во многих благотворительных организациях; в этом свете становится понятной практика преимущественного приема на оплачиваемые должности в таких организациях бывших добровольцев. Третий механизм — это создание советов, контролирующих деятельность некоммерческих организаций. Члены советов по закону лишены права извлекать личную выгоду из этой деятельности, и ими должны быть люди, от которых можно ожидать эффективной защиты интересов жертвователей. Таким образом, крупные жертвователи являются превосходными кандидатами в члены совета как потому, что они очевидно заинтересованы в оптимальном использовании средств, так и потому, что сами размеры их пожертвований свидетельствуют о том, что они способны уделять время деятельности, не приносящей прибыли. Хорошими кандидатами являются также известные общественные деятели, чьи имена знакомы мелким жертвователям, чьи достижения в прошлом свидетельствуют об их способности осуществлять эффективный контроль и от которых можно ожидать как личной незаинтересованности в обогащении за счет данной работы, так и заботы о поддержании своих репутаций, исключающей возможность злоупотреблений с их стороны.

Этот анализ позволяет понять, почему попечительские советы университетов в прошлом не имели в своем составе представителей преподавателей и студентов и даже сейчас эти группы лишь формально представлены в данных советах, хотя они и относятся к числу тех, кого в наибольшей степени затрагивают решения, принимаемые попечителями. Задачей попечительского совета является обеспечение долговременной жизнеспособности университета, т. е. сохранение его репутации и источников финансирования. Для этого совет должен гарантировать, что средства, поступающие из внешних источников (будь то пожертвования частных лиц или деньги налогоплательщиков), не будут использованы главным образом для повышения чьего-то личного благосостояния, а в тех целях, которые (предположительно) ставит перед университетом общество. Исторически наибольшая угроза неправильного расходования выделяемых средств исходила от преподавателей и от студентов — до недавних времен в вузах не было других сколько-нибудь значительных групп, имеющих собственные интересы. Для эффективной работы любого контролирующего органа необходимо, чтобы он не испытывал чрезмерного влияния со стороны тех, кого он должен контролировать, именно поэтому представительство студентов и преподавателей в попечительских советах строжайшим образом ограничивалось.

Однако в последние годы в некоторых университетах помимо студентов и преподавателей сформировалась еще одна крупная группа, состоящая из профессиональных администраторов. С точки зрения нецелевого использования выделяемых средств эта группа представляет собой особую, самостоя-

тельную угрозу. Ее представители, как правило, не входят в состав попечительского совета, но, поскольку именно профессиональные администраторы собирают и предоставляют большую часть той информации, которой пользуются попечители при выработке решений, они имеют реальную возможность повлиять на эти решения выгодным для себя образом. Разумеется, поскольку попечители не могут обойтись без информации, предоставляемой теми или иными группами, существующими в университете, возможность попыток оказания влияния является неустранимой, хотя получение информации от групп с различными интересами может позволить попечителям лучше разобраться в ситуации.

Государственное финансирование. В большинстве стран частные пожертвования играют незначительную роль (за исключением религиозных организаций), а социальные, культурные и благотворительные программы финансируются правительствами. Однако по крайней мере в некоторых случаях эти финансируемые государством программы осуществляются различными некоммерческими организациями. Подобная практика особенно распространена в Нидерландах. Даже в США многие некоммерческие организации финансируются одновременно как за счет частных пожертвований, так и за счет государственных ассигнований. Например, значительная часть фундаментальных научных исследований оплачивается федеральным правительством путем предоставления грантов и заключения контрактов с негосударственными некоммерческими университетами, работники которых и проводят данные исследования. Приведенные выше аргументы объясняют, почему правительство может предпочесть сотрудничать с некоммерческими организациями, а не с фирмами, ориентированными на получение прибыли. Но почему же оно отдает предпочтение этим организациям, а не своим собственным учреждениям?

Существует несколько объяснений данной тенденции, хотя ни одно из них не является исчерпывающим. Согласно одной версии, использование этого механизма может позволить правительству обойти различные ограничения. Например, по сравнению с некоммерческими организациями в государственных учреждениях может существовать более высокий уровень заработной платы и более жесткая регламентация работы; в этом случае некоммерческие организации способны выполнить необходимую работу с меньшими издержками. Аналогичным образом использование этих организаций может позволить выплачивать более высокую заработную плату, недопустимую по политическим соображениям в государственных учреждениях, но необходимую для привлечения нужных работников. Однако данная теория не объясняет существование самих этих ограничений.

Второе возможное объяснение сводится к тому, что такая практика помогает оградить необходимые государству работы от прямого политического вмешательства; так, правительство просто не может сместить директоров какого-либо независимого фонда. В той мере, в какой данное вмешательство диктуется распределительными соображениями (например, желанием отблагодарить сторонников тех или иных выборных должностных лиц за счет других групп) и при этом имеет побочные эффекты, снижающие общий уровень эффективности, данная защитная мера способствует повышению эффективности. Проблема здесь заключается в том, что необходимо объяснить, почему же издержки влияния должны уменьшаться за счет использования услуг негосудар-

ственной организации. Эта же цель вполне могла бы быть достигнута путем эффективной организации работы самого государственного аппарата.

Последнее из возможных объяснений сводится к тому, что использование негосударственных организаций способствует разнообразию подходов и новаторству в отличие от программ, осуществляемых правительственными органами, для которых характерна тенденция к единообразию. Эта версия, разумеется, представляет собой одну из разновидностей стандартной аргументации в пользу федерализма: при отсутствии единой юрисдикции имеется возможность в каждом конкретном случае действовать в соответствии с местными условиями, а успех (или неудача) одного действующего лица может послужить уроком для остальных. В этом объяснении также есть своя доля правды. Так, например, в канадской провинции Онтарио налогоплательщики имеют возможность указывать, на какие цели должны направляться выплачиваемые ими школьные налоги — на финансирование светских государственных школ или же на поддержку школ, содержащихся католической церковью; цель этого положения заключается в том, чтобы сделать возможным при обеспечении финансирования определенный учет различий в предпочтениях налогоплательщиков. Однако в этом случае мы опять-таки сталкиваемся с принципиальным вопросом: почему правительство не может обеспечить желаемое разнообразие, предоставляя соответствующие услуги своими силами?

Данный вопрос тесно связан с вопросом о причинах, заставляющих фирмы прибегать к услугам независимых поставщиков, обеспечивающих их исходными ресурсами. Единая точка зрения по этой проблеме еще не сложилась, однако в следующей главе мы познакомимся с некоторыми вариантами ответа на поставленный вопрос.

РЕЗЮМЕ

В этой главе мы обогащаем классическую теорию финансов, дополняя ее тремя идеями. Во-первых, менеджеры, лендеры и акционеры могут иметь не совпадающие друг с другом интересы и условия финансирования могут влиять на различия между этими интересами и на решения, принимаемые руководителями фирм. Во-вторых, менеджеры могут быть лучше информированы о перспективах фирмы, чем инвесторы, и вследствие этого принимаемые менеджерами финансовые решения могут оказывать влияние на ожидания инвесторов и соответственно на цену акций. В-третьих, финансовые ценные бумаги наделяют своих владельцев не только правом на получение части чистого дохода фирмы, но и определенными правами в том, что касается принятия решений. Как и в теории собственности, в данном случае точное согласование прав и доходов может создавать стимулы, которые обеспечивают увеличение общей стоимости. В заключительной части главы рассматриваются проблемы контроля в товариществах и неприбыльных организациях, где мы встречаемся с некоторыми из ранее рассмотренных вопросов, касающихся мотивации и контроля.

Существуют значительные различия между структурами финансирования фирм в развитых странах: в США, Канаде и Великобритании финансирование за счет собственного капитала традиционно использовалось в более

широком масштабе, чем в других промышленно развитых странах. В 80-е гг. в этих странах наблюдалась мощная волна враждебных поглощений фирм, в ходе которых часто имели место рефинансирование фирм с использованием значительных объемов заемного капитала и концентрация собственного капитала в руках меньшего количества крупных инвесторов, способных осуществлять более эффективный контроль над деятельностью фирм. Поскольку данные операции увеличивают *коэффициент финансовой зависимости* фирмы — соотношение между активами фирмы и ее собственным капиталом, — их именуют *выкупом акций за счет заемного капитала* (LBO). Особо следует отметить операции *скупки акций администрациями* фирм (MBO), в результате которых права собственности концентрируются в руках менеджеров фирм и зачастую акции фирмы перестают обращаться на открытом рынке, а также *враждебные поглощения*, в ходе которых отдельные лица и фирмы пытаются приобрести контроль над акционерными компаниями вопреки желанию администраций этих компаний. В тех случаях, когда фирмы — объекты таких операций представляли собой конгломераты, состоящие из многочисленных различных предприятий, за изменениями в сфере контроля над фирмами часто следовали *разделения* этих фирм, в ходе которых различные предприятия выводились из состава фирм и продавались другим инвесторам. Эта тенденция привела к значительному разукрупнению некоторых отраслей экономики в тех странах, где она имела место. Все эти операции ставят под сомнение анализ Модильяни и Миллера и заставляют нас вновь задаться вопросом: какое значение может иметь структура капитала?

В связи с существующим распределением приоритетов в удовлетворении требований кредиторов увеличение рисковости денежных потоков приводит к переносу стоимости от владельцев заемного капитала к владельцам собственного капитала. Это обусловлено тем, что в случае наступления благоприятного исхода все дополнительные выгоды достаются владельцам собственного капитала; в то же время при наступлении наиболее неблагоприятных исходов часть убытков ложится на владельцев заемного капитала. Следовательно, когда управление фирмой контролируется владельцами собственного капитала, высокая доля заемного капитала способствует чрезмерной склонности к осуществлению рискованных операций.

Вторая разновидность издержек образуется в тех случаях, когда высокая доля заемного капитала сочетается с наличием операционных убытков. Это сочетание может привести к состоянию *чрезмерной финансовой зависимости*, когда фирма, имеющая выгодные инвестиционные возможности, не может профинансировать эти инвестиции, поскольку предполагаемые поставщики капитала опасаются, что часть их инвестиций будет обращена на удовлетворение требований имеющихся кредиторов и держателей долговых обязательств. Таким образом, чрезмерная финансовая зависимость ведет к *недостаточному инвестированию*. Эта проблема иногда может быть разрешена путем *пересмотра условий погашения задолженности*, когда имеющиеся кредиторы соглашаются уменьшить свои претензии с тем, чтобы побудить других инвесторов к предоставлению нового капитала, однако такой пересмотр сложно осуществить при наличии многочисленных держателей долговых обязательств, которые должны дать свое согласие на эту операцию. Более того, даже сама возможность пересмотра условий погашения задолженности может оказывать вредное влияние с точки зрения стимулов, поскольку эта возможность обеспе-

чивает владельцам собственного капитала и менеджерам частичную защиту от убытков в случае неудачных рискованных инвестиций.

Когда пересмотр условий погашения задолженности заканчивается неудачей, имеет место третья разновидность издержек, связанных с использованием заемного капитала: невыполнение долговых обязательств может привести фирму к *банкротству*, даже если ее текущие дела находятся во вполне удовлетворительном состоянии. Причем если банкротство приводит лишь к реорганизации деятельности фирмы, а не к ее фактической ликвидации, то сам факт банкротства может оказать крайне серьезное негативное воздействие на ее функционирование. Поставщики фирмы, опасаясь, что она не рассчитается с ними, могут не пожелать продолжать поставки в кредит. Владельцы капитала втягиваются в юридические баталии друг с другом и с администрацией фирмы, что отвлекает внимание администрации от насущной необходимости оживления фирмы. Желание избежать таких издержек является одной из причин возможного неформального *урегулирования* отношений между владельцами капитала — соглашения, вырабатываемого без помощи судебных органов с целью избежать издержек, связанных с банкротством.

Наряду с тремя этими недостатками заемное финансирование имеет важное преимущество: оно заставляет руководство фирм возвращать прибыли инвесторам вместо того, чтобы сохранять их для использования по своему усмотрению внутри фирмы. Оно не позволяет менеджерам использовать *свободный денежный поток* фирмы — ту часть генерируемого фирмой денежно-потока, которая остается после вычета всех возможностей прибыльного реинвестирования, — для расширения своих подразделений, украшения служебных помещений и т. д. Более того, поскольку менеджеры располагают ограниченными ресурсами, высокая доля заемного капитала делает возможной сосредоточение большей доли собственного капитала фирмы в руках ее руководства. Это усиливает заинтересованность менеджеров в увеличении стоимости фирмы — в том случае, если фирма в состоянии выполнить свои обязательства по займам.

Ассоциация LBO представляет собой такую форму организации, которая пытается обеспечить названные выше достоинства высокого уровня заемного финансирования и одновременно исключить ее наибольшие недостатки. Используя капитал, предоставляемый внешними инвесторами, ассоциация организует LBO с целью усиления стимулирования менеджеров фирмы, сосредоточивает финансовый контроль в руках узкого круга лиц, активно контролирует деятельность администрации фирмы и в случае необходимости организует смену руководства фирмы или привлечение новых финансовых средств.

Ассоциация LBO представляет собой пример тех выгод, которые обеспечиваются за счет концентрации прав собственности. Значительная степень такой концентрации имеет место во многих компаниях — даже без использования данной формы организации. Сходную функцию в отношении новых фирм выполняют частные лица и фонды, предоставляющие им *венчурный капитал*, — в период становления нового предприятия они контролируют деятельность его руководства. Во многих странах, где относительно высокий коэффициент финансовой зависимости является нормой, аналогичную контрольную функцию выполняет основной лендер фирмы, часто имеющий своего представителя в совете директоров этой фирмы. Держатели облигаций и

долгосрочные лендеры пытаются обеспечить защиту своих инвестиций при помощи других средств, например требуют предоставления обеспечения для выделяемых займов или включают в кредитные соглашения ограничительные условия, которые ограничивают возможности администрации фирмы в части продажи активов или предоставления обеспечения для ранее полученных займов.

Эти соображения позволяют понять, как финансовая структура может повлиять на имеющиеся у различных сторон стимулы и тем самым способствовать изменению общей стоимости фирмы.

Вторую группу рассмотренных нами теорий составляют теории сигнализации, согласно которым финансовые решения могут влиять на представления инвесторов о перспективах фирмы. Одно из наиболее убедительных эмпирических заключений состоит в том, что попытки любой фирмы осуществить рефинансирование, направленное на увеличение собственного капитала, приводят к снижению общей рыночной стоимости данной фирмы, в то время как рефинансирование в противоположном направлении имеет обратный эффект. Аналогичным образом уменьшение дивидендов приводит к уменьшению стоимости фирмы, а их увеличение ведет к возрастанию стоимости фирмы. Согласно теориям сигнализации, данные явления представляют собой попросту оптимальные реакции инвесторов, интерпретирующих действия лучше информированных менеджеров фирмы. Менеджеры, входящие в число собственников фирмы, будут продавать доли в собственном капитале фирмы в том случае, когда они считают рыночную стоимость фирмы завышенной, и покупать эти доли тогда, когда, по их мнению, эта стоимость занижена. Они будут заменять заемный капитал фирмы собственным тогда, когда ожидается, что финансовые ресурсы фирмы окажутся недостаточными для выполнения ее долговых обязательств в будущем. Увеличение дивидендов и выкуп акций свидетельствуют о том, что менеджеры фирмы уверены: ее денежный поток будет достаточным для удовлетворения ее нужд. Реагируя на эти сигналы логичным образом, инвесторы повышают цену акций фирмы, когда последняя объявляет о своем намерении провести выкуп акций независимо от способа финансирования этой операции — за счет заемного капитала или за счет нераспределенной прибыли — и когда она объявляет об увеличении дивидендов; противоположная реакция имеет место при объявлении о новом выпуске акций или об уменьшении дивидендов.

Финансовая структура может оказывать влияние на стоимость и за счет обусловливаемого ею распределения прав. Акционеры корпорации имеют право выбирать директоров и решать путем голосования вопрос о внесении некоторых важных изменений в устав данной организации, но не имеют права ограничивать свободу действий совета директоров при принятии обычных оперативных решений. Данное право голосования полезно для тех, кто желает передать контроль над компанией в другие руки. Они могут организовывать *схватки за доверенности*, добиваясь доверенностей на право голосования от имени других акционеров с тем, чтобы провести своих представителей в совет директоров. Они могут, кроме того, приобретать акции, которые вместе с доверенностями и акциями их союзников позволят им добиться избрания своих кандидатов.

В 80-е гг. в США враждебные поглощения фирм приводили к очень значительному росту рыночной стоимости приобретаемых фирм, однако, по

существо, не изменяли стоимости фирм-приобретателей. Величина премии за передачу контрольного пакета — суммы, выплачиваемой при поглощении сверх прежней рыночной цены фирмы, составляла в среднем 30–50%, однако порой превышала 100%. Большая часть этой стоимости, по-видимому, создавалась благодаря продаже или реорганизации отдельных подразделений приобретенных фирм, что обеспечивало концентрацию ресурсов фирмы на меньшем числе направлений. Сознвая ценность таких реорганизаций, многие другие фирмы предпринимали добровольную реструктуризацию, в ходе которой сама корпорация становилась кредитором своих подразделений, в которых допускались высокое значение коэффициента финансовой зависимости и существенное участие менеджеров в собственном капитале.

Руководители фирм разработали целый ряд способов защиты от рейдеров — охотников за корпорациями. Золотые парашюты, обеспечивающие щедрые выплаты менеджерам, лишившимся своих постов в результате перехода контроля над фирмой в другие руки, оправдывались как средство, позволяющее ослабить сопротивление попыткам враждебных поглощений со стороны менеджеров и защитить их инвестиции в специфический по отношению к данной фирме человеческий капитал. Выплата откупных, когда фирма выкупает у рейдера свои акции по выгодной для него цене, обеспечивает избавление от рейдера за счет средств акционеров и не приводит к какому-либо повышению эффективности деятельности фирмы. Эта тактика подвергалась широкому осуждению, однако комментаторы не сходились во мнениях относительно того, кто же должен быть объектом осуждения — рейдер или руководство фирмы.

В 1990 г. масштаб поглощений существенно уменьшился в связи с практическим исчезновением рынка новых облигаций с рейтингом ниже инвестиционного уровня — так называемых бросовых облигаций. Некоторые крупные инвесторы из общественного сектора начали добиваться от компаний осуществления тех реформ, которые обеспечивали возрастание стоимости фирм во время бума враждебных поглощений, и отказа от некоторых механизмов защиты от поглощений с тем, чтобы поднять дисциплину в фирмах, и некоторые компании пошли навстречу этим инициативам. В первом полугодии 1991 г. объем операций поглощения вновь стал возрастать, хотя и в значительно меньшем масштабе, чем тот, который наблюдался во время пика этой деятельности в 1986–1988 гг.

Вопрос о том, кто контролирует крупную организацию и наблюдает за ее деятельностью, не ограничивается рамками корпораций открытого типа. Группы специалистов свободных профессий — врачи, юристы, бухгалтеры, архитекторы и др. — обычно организуют свою деятельность в форме товарищества. В таких предприятиях важнейшими активами являются квалификация и репутации партнеров, т. е. активы, относящиеся к человеческому капиталу, и необходимость соединения конечных доходов и прав конечного контроля наводит на мысль о желательности использования формы товарищества, при которой собственниками фирмы являются сами работающие в ней специалисты. Более того, поскольку работа таких специалистов с трудом поддается оценке, контроль извне, скорее всего, окажется неэффективным по сравнению с системой, при которой специалисты контролируют друг друга. Главами таких организаций практически всегда также являются специалисты в

данной области, поскольку никто, кроме них, не сможет квалифицированно оценивать и критиковать работу профессионалов.

Благотворительные и некоммерческие организации часто оперируют крупными денежными суммами. В последнее время имели место многочисленные скандалы в связи с использованием пожертвований, которые получают такие организации для приобретения шикарных машин и резиденций, выплаты высоких окладов, выдачи ссуд директорам и ответственным работникам и т. д. Кроме того, приоритеты руководителей этих организаций могут не совпадать с приоритетами жертвователей; соответственно субъективный риск и здесь является актуальной проблемой. Обычно организации, получающие добровольные пожертвования, имеют статус некоммерческих организаций, чтобы избежать очевидной проблемы, связанной с тем, что собственник организации, стремясь к увеличению прибыли, может пренебречь оказанием услуг, ради которых создавалась организация. Эта проблема особенно остро встает в тех случаях, когда имеется большое число мелких жертвователей или когда оказываемые услуги особенно трудно измерить. Советы директоров таких организаций, формируемые из добровольцев, которые часто являются и основными жертвователями, помогают решить проблему осуществления контроля и гарантируют отсутствие противоречий между финансовыми интересами директоров и целями организаций.

Один из сложных вопросов, связанных с некоммерческими организациями, возникает в тех случаях, когда такая организация финансируется государством. Вопрос заключается в следующем: почему государственные органы поручают оказание данных услуг независимой организации, а не своим учреждениям? Напрашивается несколько вариантов ответа на этот вопрос, однако ни один из них не затрагивает фундаментальной проблемы — почему государство не может организовать в системе своих органов подразделение, которое обладало бы всеми существенными атрибутами неприбыльной организации. Такой же вопрос возникает в связи с явлением вертикальной интеграции в частном секторе, и некоторые ответы на него приводятся в следующей главе.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Майкл Дженсен и Уильям Меклинг были первыми авторами, давшими систематический экономический анализ, демонстрирующий, как неадекватное участие менеджеров в собственном капитале фирм уменьшает их заинтересованность в усердной работе и внедрении новшеств и как заемный капитал может способствовать чрезмерной склонности к рискованным операциям. Стюарт Майерс первым проанализировал проблему чрезмерной финансовой зависимости и высказал предположение о том, что она может приводить к тому, что фирма не реализует возможности прибыльных инвестиций. Майкл Дженсен разработал гипотезу свободного денежного потока и уделил особое внимание роли заемного финансирования и ассоциаций LBO в решении проблем использования свободного денежного потока. Теоретические и эмпирические доказательства положения о возрастании стоимости фирм при осуществлении контроля со стороны крупных акционеров приводятся в работах Андрея Шлейфера и Роберта Вишны, Хэролда Демзеца и Кеннета Лена, Ричарда Зекхаузера и Джона Паунда.

Теории сигнализации применительно к экономической теории финансов впервые были разработаны в 1977 г. Хейне Лиландом и Дэвидом Пайлом (они выдвинули гипотезу о том, что высокая доля менеджеров фирмы в ее акционерном капитале является сигналом, информирующим о высокой стоимости чистых активов фирмы в расчете на одну акцию), а также Стивенем Россом (утверждавшим, что высокая доля заемного капитала в общем капитале фирмы служит сигналом о высокой стоимости акций данной фирмы). Эта теория получила дальнейшее развитие в работе Стюарта Майерса и Николаса Мэйлафа. Судипто Бхаттачария разработал первые модели сигнализации при помощи дивидендов, которые позднее были усовершенствованы Косе Джоном и Джозефом Уильямсом. Роль дивидендов в качестве средства стимулирования отстаивал Фрэнк Истербрук. Яков Бергман и Джеффри Кэллен охарактеризовали опасность уничтожения стратегических активов и ее влияние на финансовую структуру. Милтон Харрис и Артур Рэйвив выполнили превосходный обзор исследований финансовой структуры, уделив особое внимание соображениям, связанным со стимулированием.

Генри Манн первым подчеркнул важное значение рынка контроля над корпорациями с точки зрения повышения эффективности. В интерпретации враждебных поглощений фирм с данной позиции видную роль сыграл Дженсен. Ричард Ролл предложил «теорию самомнения» для объяснения существования премий за передачу контрольного пакета, а Шлейфер и Лоуренс Саммерс подчеркивали роль злоупотреблений доверием и переносов стоимости. Формальный анализ принудительных предложений впервые был выполнен Люсьеном Бебчуком, а Сэнфорд Гроссман и Оливер Харт указали на существование проблемы безбилетника при осуществлении предложений о продаже. «Симпозиум по проблеме поглощений» на страницах «Journal of Economic Perspectives» (вступительная статья Хэла Вэриана и материалы Шлейфера и Вишны; Дженсена; Грега Джаррела, Джеймса Брикли и Джеффри Неттера; Ф. М. Шерера) в весьма доступной форме знакомит читателя с результатами исследований экономистов в данной области. Изложение этих вопросов в форме учебного пособия дается Дж. Фредом Уэстоном, Кван С. Чунгом и Сьюзен Хоуг.

Проблему выбора организационной формы анализировали среди прочих Юджин Фама и Майкл Дженсен, а также Генри Хансман. Обзор экономических аспектов деятельности неприбыльных организаций дается Эстеллой Джеймс и Сьюзен Роуз-Аккерман.

ЛИТЕРАТУРА

- Bebchuck L. A.* The Pressure to Tender : An Analysis and a Proposed Remedy // Coffee J., Jr., Lowenstein L., Rose-Ackerman S. (Eds.). *Knights, Raiders and Targets*. New York : Oxford University Press, 1988. P. 371-397.
- Bergman Y., Callen J.* Opportunistic Underinvestment in Debt Renegotiation and Capital Structure // Working Paper N 90-24. Brown University Department of Economics, 1990.
- Bhattacharya S.* Imperfect Information, Dividend Policy, and «The Bird in the Hand» Fallacy // *Bell Journ. Econ.* Vol. 10. Spring. 1979. P. 259-270.
- Demsetz H., Lehn K.* The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences // *Journ. Polit. Econ.* 1985. Vol. 93. Dec. P. 1155-1177.

- Easterbrook F.* Two Agency-Cost Explanations of Dividends // *Amer. Econ. Rev.* 1984. Vol. 74. P. 650-659.
- Fama E., Jensen M.* Agency Problems and Residual Claims // *Journ. Law a. Econ.* 1983. Vol. 26. P. 327-349.
- Fama E., Jensen M.* Organizational Forms and Investment Decisions // *Journ. Financial Econ.* 1985. Vol. 14. P. 101-119.
- Grossman S., Hart O.* Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation // *Bell Journ. Econ.* 1980. Vol. 11. Spring. P. 42-64.
- Hansmann H.* The Ownership of the Firm // *Journ. Law, Econ., a. Organization.* 1988. Vol. 4. Fall. P. 267-304.
- Hansmann H.* When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy // *Yale Law Journ.* 1990. Vol. 99. June. P. 1751-1816.
- Harris M., Raviv A.* The Theory of Capital Structure // *Journ. Finance.* 1991. Vol. 46. March. P. 297-355.
- James E., Rose-Ackerman S.* The Nonprofit Enterprise in a Market Economy. Chur, Switzerland : Harwood Academic Publishers, 1986.
- Jarrell G., Brickley J., Netter J.* The Market for Corporate Control : The Empirical Evidence Since 1980 // *Journ. Econ. Perspectives.* 1988. Vol. 2. Winter. P. 49-68.
- Jensen M.* Takeovers : Folklore and Science // *Harvard Business Rev.* 1984. Nov.—Dec. P. 109-121.
- Jensen M.* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *Amer. Econ. Rev. Papers a. Proceedings.* 1986. Vol. 76. May. P. 323-329.
- Jensen M.* Takeovers : Their Causes and Consequences // *Journ. Econ. Perspectives.* 1988. Vol. 2. Winter. P. 21-48.
- Jensen M.* The Eclipse of the Public Corporation // *Harvard Business Rev.* 1989. Sept.—Oct. P. 61-74.
- Jensen M., Meckling W.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure // *Journ. Financial Econ.* 1976. Vol. 3. P. 305-360.
- John K., Williams J.* Dividends, Dilution and Taxes : A Signaling Equilibrium // *Journ. Finance.* 1985. Vol. 40. P. 1053-1070.
- Leland H., Pyle D.* Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation // *Ibid.* 1977. Vol. 32. P. 371-388.
- Manne H.* Mergers and the Market for Corporate Control // *Journ. Polit. Econ.* 1965. Vol. 73. P. 110-120.
- Myers S.* The Determinants of Corporate Borrowing // *Journ. Financial Econ.* 1977. Vol. 5. P. 147-175.
- Myers S., Majluf N.* Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have // *Ibid.* 1984. Vol. 13. June. P. 187-221.
- Roll R.* The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *Journ. Business.* 1986. Vol. 59. Apr. P. 197-216.
- Ross S.* The Determination of Financial Structure : The Incentive Signaling Approach // *Bell Journ. Econ.* 1977. Vol. 8. Spring. P. 23-40.
- Scherer F.* Corporate Takeovers : The Efficiency Arguments // *Journ. Econ. Perspectives.* 1988. Vol. 2. Winter. P. 69-82.
- Shleifer A., Summers L.* Breach of Trust in Hostile Takeovers // *Corporate Takeovers : Causes and Consequences* / Ed. by A. Auerbach. Chicago : University of Chicago Press, 1988.
- Shleifer A., Vishny R.* Large Shareholders and Corporate Control // *Journ. Polit. Econ.* 1986. Vol. 94. June P. 461-488.
- Shleifer A., Vishny R.* Value Maximization and the Acquisition Process // *Journ. Econ. Perspectives.* 1988. Vol. 2. Winter. P. 7-20.
- Varian H.* Symposium on Takeovers // *Ibid.* P. 3-6.
- Weston J. F., Kwang S. Chung, Hoag S.* Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Englewood Cliffs, N. J. : Prentice Hall, 1990.

Zeckhauser R., Pound J. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance // Hubbard R. G. (Ed.). Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. Chicago : University of Chicago Press, 1990. P. 149–180.

УПРАЖНЕНИЯ

Пища для размышлений

1. Взаимный инвестиционный фонд — это компания, осуществляющая инвестиции в акции других компаний. Существование таких фондов позволяет мелким инвесторам размещать свои средства таким образом, чтобы обеспечить широкую диверсификацию своих инвестиционных портфелей. В фондах *открытого типа* акционер может продать свои акции и потребовать выплаты причитающейся ему доли стоимости акций, которыми владеет фонд. В фондах *закрытого типа* акционеры могут получить деньги в обмен на свои акции только путем продажи акций другим акционерам. В фондах закрытого типа акции обычно продаются по ценам ниже их фактической стоимости. Как можно объяснить это явление? При каких обстоятельствах фонд закрытого типа выглядит предпочтительнее, чем фонд открытого типа?

2. Зачастую у фирм складываются долговременные отношения с единственным банком. Если фирма является крупной, данный банк может привлекать другие банки для предоставления этой фирме особо крупного займа. Каковы преимущества такой системы? Почему, например, частные лица не предоставляют небольшие ссуды непосредственно фирмам, а вместо этого помещают свои деньги в банк, который и кредитует фирмы? Почему фирма не заключает отдельных соглашений с различными банками? В США существует множество небольших банков; не лучше ли было бы иметь меньшее количество более крупных банков, способных кредитовать крупные компании?

3. Какие выводы могут сделать инвесторы из сообщения о том, что та или иная компания увеличивает ежеквартальные дивиденды? Какое влияние это событие окажет на цену акций данной компании? Какие связанные с выполнением обязательств проблемы возникают в данном случае? Как можно решить эти проблемы?

4. В 1990 г. гигантская телекоммуникационная компания «American Telephone and Telegraph» (AT&T) (объем продаж — 36 млрд дол., из которых 60% обеспечила междугородная телефонная связь, а остальное — продажа оборудования для телефонной связи) предприняла попытку враждебного поглощения крупной американской компьютерной фирмы «NCR Corporation». До этого AT&T долго пыталась самостоятельно утвердиться в компьютерном бизнесе, но не сумела организовать производство и сбыт конкурентоспособных компьютеров. По оценкам за шесть лет AT&T израсходовала на эти цели 2 млрд дол., но тем не менее ее компьютерный бизнес приносил ежегодно убытки в размере 200 млн дол. Кроме того, фирма пыталась пробиться на рынок компьютеров путем приобретения пакетов акций других компьютерных фирм, однако не добилась в этом успеха. AT&T предложила приобрести ак-

ции NCR (бывшей «National Cash Register Company») по цене 90 дол. за акцию. Эта сумма почти в 15 раз превышала прибыль на одну акцию NCR, которая в то время переживала трудный период; общая стоимость приобретаемой фирмы в этом случае составила бы 6.1 млрд дол. До предложения AT&T акции NCR продавались по 48 дол. за акцию.

Правление и менеджеры NCR отвергли это предложение. AT&T не отказалась от своей идеи и приступила к осуществлению враждебного поглощения. NCR упорно сопротивлялась: были введены более сильнодействующие «отравленные пилюли», создана ESOP и организовано принятие закона штата, запрещающего приобретение более 10% акций фирмы без согласия ее совета директоров. Кроме того, высшие руководители NCR, которых AT&T намеревалась оставить на их постах, пригрозили своей отставкой в случае перехода контроля над фирмой в руки AT&T. Тогда AT&T начала схватку за доверенности акционеров. В ответ на это администрация NCR изменила действовавшие в фирме правила таким образом, что смена большинства членов правления путем голосования по доверенностям стала чрезвычайно сложной процедурой. Все это происходило несмотря на сильное давление со стороны акционеров, желавших принять предложение AT&T, которая к тому времени еще более увеличила предлагаемую ею цену. Председатель правления NCR заявлял, что он готов продать фирму, но требовал уплатить по 125 дол. за акцию. В конечном счете спустя почти 6 месяцев после получения первоначального предложения от AT&T руководство NCR согласилось с ценой в 110 дол. за акцию при условии, что менеджеры NCR возьмут на себя руководство всем компьютерным бизнесом AT&T.

По вашему мнению, было ли приобретение NCR выгодным для AT&T инвестиционным проектом? Чьи интересы отстаивали руководители NCR — акционеров своей фирмы или свои собственные? Какая дополнительная информация вам бы потребовалась?

5. В 1991 г. «General Motors» объявила о своем намерении привлечь дополнительный акционерный капитал путем эмиссии нового типа гибридных ценных бумаг, названных «преференциальные акции». Цена этих бумаг должна была равняться цене обыкновенных акций «General Motors», однако утверждалось, что ожидаемая ставка дивиденда по ним будет вдвое выше доходности обыкновенных акций. Хотя стоимость этих преференциальных акций может снизиться точно так же, как и стоимость обыкновенных акций, дивиденды по ним должны будут выплачиваться до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям. По истечении трехлетнего срока эти ценные бумаги будут автоматически конвертированы в обыкновенные акции по принципу «одна на одну». Однако в течение этого срока фирма имеет право в любой момент отозвать их путем выкупа по заранее установленной цене. По каким причинам инвестор может предпочесть эти ценные бумаги обыкновенным акциям? По каким причинам «General Motors» могла пойти на выпуск таких ценных бумаг?

6. В последние годы крупные бухгалтерские фирмы начали работать и в сфере консультаций по менеджменту, привлекая для такой работы специалистов-небухгалтеров. Во многих случаях этот консалтинговый бизнес развивался очень быстрыми темпами и в настоящее время явно приносит крупные прибыли. Какие проблемы в связи с этим возникли, по вашему мнению, в данных бухгалтерских фирмах-товариществах?

7. В сфере венчурных инвестиций преобладающей организационной формой является товарищество с ограниченной ответственностью. Владельцы венчурного капитала создают такие товарищества для осуществления инвестиций в новые предприятия и становятся их полноправными партнерами. Основную часть средств для осуществления инвестиций предоставляют инвесторы, покупающие паи в таких товариществах и становящиеся партнерами с ограниченной ответственностью. Полноправные партнеры обеспечивают примерно 1% необходимых средств, однако получают, как правило, 20% выплачиваемых доходов. Именно они выбирают объекты инвестирования, а принадлежащие им управленческие компании дают товариществам рекомендации относительно возможных инвестиций и взимают с товариществ плату за эти услуги. Как вы объясните существование такой практики? Какие проблемы, на ваш взгляд, могут иметь место в данном случае?

8. В США существуют как коммерческие, так и некоммерческие больницы. Как вы считаете, чем могут отличаться друг от друга стратегии и практика работы больниц этих двух типов?

9. В последние годы в США резко возросло количество судебных исков против специалистов (врачей, адвокатов и т. д.), обвиняемых в некомпетентности; увеличились и размеры требуемых от них компенсаций. Страхование от судебных исков, обеспечивающее покрытие расходов на оплату юридических услуг и выплату компенсаций истцам, значительно уменьшает стимулирующее воздействие неограниченной ответственности, однако оно может оказаться непременным условием привлечения специалистов для работы в соответствующих областях. Какую форму должно принимать такое страхование?

Математическое упражнение

Различные фирмы имеют различные возможные денежные потоки. У фирм с крупными объемами операций эти потоки с равной вероятностью могут иметь любое значение в интервале $[0, H]$, в то время как денежные потоки фирм с небольшими объемами операций равномерно распределены в интервале $[0, L]$, где $L < H$. Менеджер каждой фирмы знает, к какой из этих групп относится его фирма, однако инвесторы такой информацией не располагают: им известно лишь то, что какая-то часть фирм имеет большие денежные потоки, а остальные фирмы — небольшие. Однако инвесторы наблюдают за величиной привлекаемого фирмой заемного капитала, D .

Предположим, что каждый из менеджеров выбирает значение D и что условия оплаты его труда таковы, что он стремится максимизировать средневзвешенное значение текущей стоимости фирмы, V_0 , и ее ожидаемое значение в следующем периоде (когда денежный поток реализуется и его величина становится общеизвестной) за вычетом штрафа за банкротство, P , который выплачивается менеджером (а не владельцами фирмы) в случае, если прибыль фирмы окажется меньше, чем D . Вероятность такого исхода равна D/H для фирм с крупными денежными потоками и D/L для фирм с небольшими денежными потоками. Ожидаемая стоимость фирмы в следующем периоде представляет собой попросту ее ожидаемый денежный поток — $L/2$ или $H/2$. Ее текущая стоимость может зависеть от значения D , на основании которого инвесторы делают свои выводы относительно перспектив фирмы. Таким образом, менеджер фирмы типа t , где t равно H или L , выбирающий величину

заемного капитала D , получает следующий доход (пропорциональный этой величине):

$$(1 - \gamma)V_0(D) + \gamma\left(\frac{t}{2} - \frac{PD}{t}\right),$$

где γ — вес.

Исходя из того, что менеджеры фирм двух различных типов выбирают различные уровни D , инвесторы будут судить о стоимостях фирм по сделанным менеджерами выборам. Таким образом, они будут считать, что фирма, имеющая заемный капитал D_L , в первом периоде стоит $L/2$, независимо от того, к какому типу она относится в действительности; аналогичное утверждение верно и для величины заемного капитала D_H . Это обстоятельство определяет значение V_0 : $V_0(D_H) = H/2$ и $V_0(D_L) = L/2$. Однако стоимость фирмы в следующем периоде будет определяться ее фактическим типом.

Докажите (используя соответствующие ограничения по стимулам), что величина D_H должна превышать величину D_L , т. е. что более прибыльная фирма должна иметь больший заемный капитал. Покажите, что если $D_L = 0$, а D_H есть минимально возможное (с учетом ограничений по стимулам) значение, то D_L уменьшается с увеличением P : увеличение издержек, связанных с банкротством, ведет к уменьшению используемого заемного капитала и снижению вероятности банкротства.

Ч а с т ь VII

**Цель
и движущие силы
организации**

ГРАНИЦЫ И СТРУКТУРА ФИРМЫ

Его (Таичи Оно) и его коллег из «Toyota», когда они начали рассматривать решение о закупке деталей для легковых и грузовых автомобилей, вдруг озарило: вопрос «производить самим или покупать», вызвавший столько споров среди фирм с массовым производством, не так уж и важен. На самом деле важнее вопрос о том, как сборщику и поставщику построить свои отношения, чтобы, работая без особых трений, понизить издержки и повысить качество, какой бы формальный, правовой вид эти отношения ни принимали.

Джеймс Уомак, Дэниел Джонс, Дэниел Рус

Данная глава посвящена позитивному («что есть») и нормативному («что должно быть») анализу строения фирмы. Каким образом фирмы определяют свои вертикальные границы и строят свои отношения с поставщиками и клиентами? Когда фирма должна выходить на рынок, чтобы приобрести необходимые ей товары и услуги? Когда ей следует самой производить эти товары и услуги? И когда ей надлежит выработать некие гибридные организационные формы, чтобы осуществить сделку? Как фирмы принимают решение о своих горизонтальных рамках — какие виды деятельности предпринимать и в каких сферах бизнеса участвовать? Каким образом они должны структурировать свои внутренние механизмы координации и мотивации, распределяя полномочия по принятию решений и ответственность за различные виды деятельности, а также какова взаимосвязь между разнообразием операций фирмы и ее внутренней структурой? Как изменяются решения, принимаемые фирмами по этим вопросам, и что явилось мотивом к такого рода адаптации? Какие принципы должны лежать в основе этих решений?

Эти вопросы имеют центральное значение для экономической науки и управления организациями, причем предприниматели и управляющие на всем протяжении нынешнего века были необычайно изобретательными в придумывании новых ответов. Системный подход к анализу преимуществ и недостатков альтернативных организационных форм выдерживался далеко не всегда, хотя изучение этих проблем было одной из наиболее популярных и многообещающих областей исследования в экономической и управленческой теории.

В своем анализе мы продолжаем рассматривать организационные формы как результат выбора людей, вступающих в эффективные для них самих, с их точки зрения, отношения. Первым шагом в определении того, что представляют собой эффективные формы организации, должно быть выявление возможных альтернативных организационных форм. Последние изменяются во времени, но здесь мы ограничиваем свое внимание главным образом современными формами. Альтернативы многогранны, и часть проблемы состо-

ит в анализе отношений взаимодополнения между их составными элементами, т. е. того, каким образом отдельные кусочки организации сочетаются друг с другом для получения согласованной структуры. Второй шаг заключается в том, чтобы выявить качественные издержки и выгоды альтернативных форм. Какие выгоды приносит и с какими затратами ресурсов сопряжена каждая организационная форма? Что вызывает изменение во времени этих издержек и выгод? Наконец, при анализе различий между существующими вариантами выбора исследуются различия в издержках в разных секторах экономики, в разных странах и в разные периоды времени.

ИЗМЕНЯЮЩАЯСЯ ПРИРОДА ФИРМЫ

Любая серьезная попытка дать объяснение реально действующей деловой организации должна объяснить и тот исторический факт, что природа фирмы коренным образом изменилась за последние полтора века.

Появление промышленного предприятия

До 1850 г. иерархические структуры за пределами епископальных церквей и армии практически отсутствовали. «Hudson's Bay Company» имела примитивную управленческую иерархию, когда главы каждой фактории напрямую руководили местными сотрудниками, получая в то же время указания из Лондона; а в «East India Company» действовала хорошо развитая бюрократия. Однако обе компании вели тихую жизнь монополистов, и когда «Hudson's Bay Company» столкнулась с конкуренцией, она оказалась на грани краха. В обрабатывающей промышленности действовали, как правило, небольшие предприятия. Один человек или, возможно, небольшая группа людей нанимали всех работников и руководили всеми операциями предприятия, и поэтому каждое предприятие было ограничено такими размерами, которые позволяли предпринимателю лично контролировать все. Небольшая величина тогдашних предприятий обычно отвечала рыночным условиям того времени. Банкиры и торговцы в течение столетий вели операции на больших расстояниях; в ходе промышленного переворота в Великобритании появились отдельные национальные и даже международные рынки промышленных продуктов, однако большинство рынков оставалось локальными, к чему и были приспособлены предприятия.

Все это изменили три решающих технологических прорыва. Изобретение парохода позволило осуществлять морские перевозки предсказуемо, по расписанию. Железные дороги дали возможность быстро перемещать людей, грузы и информацию в масштабах целых континентов. Телеграф положил начало эпохе почти мгновенных коммуникаций. Вместе эти три нововведения сделали возможным ведение бизнеса в масштабах, дотоле немислимых. К концу XIX в. появились крупные предприятия, продававшие свою продукцию на национальном уровне и даже на международных рынках. Не ограниченные более емкостью своих местных рынков, фирмы начали применять новые методы производства, разрабатывая специализированные орудия и внедряя методы массового производства. Эти усовершенствования позволили фирмам производить продукты более высокого качества, в большем количестве и с более низкими издержками.

Стратегические изменения сопровождались столь же революционными изменениями в организации. Как мы видели в главах 3 и 4, ценовая система, которая может быть столь эффективной при координировании торговли стандартизованными благами, оказывается гораздо менее эффективной при координировании тех видов деятельности, в которых возможна экономия от масштаба. Рост масштабов и усложнение предприятия превысили способности собственников непосредственно управлять им, потребовав найма контролеров и управленцев среднего звена, которые бы отвечали за отдельные участки предприятия, чтобы сделать возможным расширение круга операций фирмы и увеличение числа людей, работу которых можно контролировать и стимулировать.

Когда собственник перестал лично и напрямую контролировать все ключевые операции, возникла необходимость создания информационной и отчетной систем для того, чтобы руководить деятельностью, контролировать и оценивать управляющих, исполнявших эти задачи. Традиционные системы *финансового учета* были усовершенствованы с тем, чтобы обеспечивать инвесторов и кредиторов информацией, которая помогла бы им оценивать кредитоспособность и перспективы фирмы и в конечном итоге результативность ее наемных управляющих. Кроме того, были разработаны системы *учета издержек*, с тем чтобы получать информацию об их величине, на изготовление конкретных продуктов на конкретных фабриках. Эти сведения оказались весьма полезными при установлении цен, принятии решений о том, какие продукты производить, выявлении источников роста издержек во времени и определении тех видов деятельности, где наиболее целесообразно было бы понизить издержки.

Наряду с новыми информационными системами появились новые механизмы финансирования. В США потребности железных дорог и других крупных предприятий превысили финансовые возможности местных банков, вызвав к жизни банковские синдикаты и рынки облигаций, приведя к значительному расширению рынков акций и внося важный вклад в создание страхового бизнеса. Другие страны решили проблему финансирования крупных предприятий иными способами. В Канаде, Германии и Японии, например, в финансировании растущих фирм преобладающую роль играли гигантские банки.

По мере продвижения индустриализации высокоприбыльной монополии местных производителей был брошен конкурентный вызов со стороны национальных и международных фирм. Предприятия отреагировали на это, отчасти проявив большую изобретательность в создании сговоров. Тресты и картели национальных производителей вступали в тайные соглашения для поддержания высоких цен. В США большая часть основных промышленных товаров обращалась в условиях фиксированных цен. Тогда, когда введение в действие антимонопольного закона Шермана (1890) сделало картели непривлекательными, волна слияний породила многие из тех гигантских фирм, что господствовали в американской промышленности на протяжении следующего века. Фирма «US Steel», например, была образована в 1901 г. путем объединения 11 фирм и представляет собой (с учетом поправки на инфляцию) второе крупнейшее слияние в американской истории. Такие известные названия, как «General Electric» и «Eastman Kodak», также появились в тот период. Некоторые из этих новых организаций управлялись из единого центра и были организованы по функциональным линиям, тогда как другие яв-

лялись просто холдинговыми компаниями, в которых объединенная собственность сочеталась с достаточно незначительным руководством из центра. Деловые институты начала XX в. радикально отличались от тех, что существовали всего за 50 лет до них.

Развитие мультидивизиональной формы

Изменение организации фирм шло, не ослабевая, в течение всего XX в. Особенно важные сдвиги, однако, произошли в первые годы после первой мировой войны, когда была введена мультидивизиональная форма организации. При этой форме управляющие, контролирующие отдельные подразделения и отвечающие за их результативность, отчитываются перед руководителями верхнего звена, которые оценивают их, координируют их действия и разрабатывают стратегию фирмы. Такая мультидивизиональная форма стала шаблонной для крупных предприятий в Северной Америке и на большей части земного шара в XX в. Новаторами, разработавшими мультидивизиональную форму, были четыре американские фирмы — «General Motors», «Du Pont», «Sears Roebuck» и «Standard Oil of New Jersey». Учитывая важность этого нововведения, имеет смысл рассмотреть его историю более подробно.¹

История «General Motors» начала 20-х гг., о которой речь шла в начале этой книги, — это история одновременного создания новой стратегии и новой деловой структуры. Изменение стратегии повлекло за собой диверсификацию ассортимента «General Motors», производство дорогих автомобилей со многими качественными характеристиками и дешевых автомашин с малым числом таких характеристик. Изменение структуры выразилось в образовании отдельных подразделений, связанных с расширенным центральным офисом, который должен был контролировать результативность подразделений и координировать деловые стратегии.

Фирма «Du Pont», которая в XIX и в начале XX в. занималась изготовлением взрывчатых веществ, увеличила свои размеры, удовлетворяя спрос, резко возросший в годы первой мировой войны. Ее мощности по производству бездымного пороха для артиллерийских снарядов выросли с 8.4 млн ф. ст. в год в 1914 г. до 455 млн ф. ст. в 1917 г. Стремясь найти способы использования своих избыточных производственных мощностей после войны, «Du Pont» диверсифицировалась в область производства химических удобрений, где она надеялась применить свои специфические способности, наработанные в сфере азотной химии. Однако производство и реализация удобрений фермерам были совершенно иным делом, чем изготовление и продажа бездымного пороха правительствам во время войны. В отличие от правительств, закупавших боеприпасы, фермеров следовало персонально информировать о продуктах «Du Pont» и убеждать приобретать их. Потребности фермеров различались в зависимости от выращивавшихся ими культур, почвы и погодных условий, с которыми они имели дело. Требовались также новые каналы сбыта. Поэтому необходимо было, чтобы разработчики продуктов и сбытовики стояли близко к своим клиентам и были хорошо осведомлены о продуктах и о заботах и

¹ История возникновения дивизиональной фирмы изложена Альфредом Чандлером-младшим: *Chandler A., Jr. Strategy and Structure : Chapters in the History of the American Industrial Enterprise.* Cambridge, Ma. : MIT Press, 1962. Вкратце мы обсуждали некоторые аспекты этой истории в главе 3.

нуждах фермеров. Теми же знаниями должны были обладать и люди, управлявшие ими. Чтобы обосноваться на рынке удобрений, «Du Pont» в конце концов создала отдельное подразделение, имевшее свое собственное независимое руководство, управлявшее собственными производственными и сбытовыми отделами при отсутствии подробных указаний со стороны центрального офиса.

До первой мировой войны «Sears Roeback» была высокоцентрализованным предприятием по продаже металлоизделий, таких как инструменты, заказывавшихся по почте по каталогу. После войны под руководством бывшего армейского генерала Роберта Вуда она открыла розничные магазины на главных улицах американских городов и поселков и расширила свой ассортимент, включив в него и другие товары, такие как одежда. «Sears» первоначально пыталась сохранить свою централизованную организацию. Централизованное снабжение и стандартизованный ассортимент товаров, предлагавшийся компанией во всех ее розничных магазинах, позволяли ей соблазнять поставщиков крупными заказами, давая ей возможность выговаривать себе особенно выгодные цены. Стратегия стандартизованного ассортимента, однако, была несовместима с расширением ассортимента и обречена на провал, поскольку запросы клиентов резко различались в разных частях страны. Например, зимой теплые пальто хорошо продаются в холодных северных штатах, но не во Флориде или Техасе. Если организация хотела чутко реагировать на местные условия, управляющим на различных региональных рынках должна была быть предоставлена большая свобода в проведении их местных операций. В конце концов «Sears» реорганизовалась, создав региональные подразделения, так что ее управляющие могли в известной степени эксплуатировать отдачу от масштаба, будучи в то же время в состоянии быстро откликаться на региональные и местные нужды.

Четвертой фирмой, разработавшей мультидивизиональную форму, была «Standard Oil of New Jersey» (теперь она называется «Еххон»). Когда в 1912 г. Верховный суд США распустил компанию «Standard Oil» за нарушение антимонопольного законодательства, бензин лишь только-только отвоевал первенство в нефтяной промышленности у керосина. В течение следующих 13 лет, отмеченных войной и спадом, ростом спроса на бензин и открытием новых огромных месторождений нефти в Техасе и Оклахоме, «Standard Oil» пыталась произвести *вертикальную интеграцию* всех операций — от разведки нефти до реализации бензина, объединив их в одной гигантской фирме. Опираясь на свою мощную базу в сфере очистки нефти, она осуществила *восходящую* (или *обратную*) интеграцию с целью снабжения своих нефтеперерабатывающих заводов нефтью, создав свою собственную обширную систему геологоразведки и НИОКР, наладив собственную добычу сырой нефти и транспортировку ее по своим собственным нефтепроводам. Она также пошла на *нисходящую* (или *прямую*) интеграцию, начав распределять и продавать готовые продукты розничным покупателям. Помимо этой вертикальной экспансии компания расширилась и в *горизонтальном* направлении, отталкиваясь от своей начальной базы по переработке керосина и увеличивая производство бензина и машинного масла, а также вводя другие продукты переработки нефти. Компания несколько раз реорганизовывала свою управленческую систему, пытаясь справиться с растущей сложностью операций. Некоторые из этих перестроек были направлены на централизацию власти, с тем чтобы

улучшить координацию внутри фирмы в области маркетинга или производства нефтепродуктов. В результате этих изменений руководители отдельных заводов обычно ставились под контроль соответствующего отдела центрального офиса. Другие реорганизации были нацелены на то, чтобы сократить зависимость от отделов и переложить ответственность за результативность работы на отдельных управляющих. Наконец, в 1925 г. компания начала процесс дивизионализации. В течение двух лет компания пришла к мультидивизиональной структуре, при которой за каждую организационную единицу отвечали отдельные управляющие, а не отделы центрального офиса.

Многопродуктовая фирма

По мере появления новых методов и систем управления и дальнейшего совершенствования транспорта и телекоммуникаций стало возможным объединять все большее число видов деятельности под крышей одной фирмы, вместо того чтобы организовывать сделки по закупке всего необходимого на стороне, как это делалось при традиционных рыночных формах взаимоотношений. В то же время рост потребительских доходов вызывал повышение спроса на товары и услуги все более разнообразного ассортимента, а технические и коммерческие нововведения позволяли удовлетворять этот спрос.

Гигантские фирмы начала XX в. имели узкую специализацию: «U. S. Steel» производила сталь, «Ford» изготовляла легковые автомобили (причем только одной модели и цвета), а «Gillette» выпускала лезвия и бритвы. Компании «Du Pont», «General Motors», «Sears» и «Standard Oil» после принятия мультидивизиональной формы значительно расширили свой круг деятельности. Эксплуатируя свои корпоративные преимущества, «Du Pont» внедряла новые волокна, такие как нейлон, и другие химические продукты. «General Motors» расширялась в вертикальном направлении, производя большую часть своих систем и деталей и даже некоторые исходные материалы типа стали. Она также распространялась в горизонтальном направлении, налаживая производство грузовиков, холодильников, кондиционеров, железнодорожных локомотивов и других товаров, для которых можно было применить ее проекторочный и производственный опыт, а также организовав коммерческий кредит для покупателей легковых автомобилей. «Sears», специализировавшаяся на розничной торговле, внедряла свои собственные товарные знаки товаров длительного пользования, до известной степени вертикально интегрировалась в обрабатывающую промышленность, а позже приступила к расширению своих размеров по горизонтали, внедряя страхование и другие финансовые продукты для потребителей. «Standard Oil» также продолжала свою экспансию как в вертикальном, так и в горизонтальном направлениях во все сферы нефтяного бизнеса, превращаясь в крупнейшую в мире корпорацию.

В течение всего столетия фирмы во всем мире все шире использовали мультидивизиональную форму, осуществляя прямую и обратную интеграцию, вовлекая внутрь фирмы те сделки с поставщиками и клиентами, которые прежде могли происходить на рынках. Все шире становился и круг не связанных между собой видов деятельности, которые фирмы брали на себя. Это осуществлялось как путем самостоятельного вхождения в новый бизнес, так и посредством приобретения уже существовавших в этом бизнесе фирм. Данный процесс достиг своего пика в 60-х гг. с появлением гигантских конгломера-

тов, каждый из которых мог охватывать весьма разнообразные виды деятельности: от выпечки хлеба, гостиничного бизнеса и сдачи автомобилей в аренду до производства промышленных изделий и оказания телекоммуникационных услуг (как поступала ИТТ). Та степень, до которой фирмы могли с выгодой брать на себя функции своих поставщиков и промышленных потребителей и проникать в новые для себя сферы бизнеса, ярко просматривается в нижеследующем описании роста гигантского южнокорейского чеболя, или промышленной группы, «Lucky-Goldstar»:

«Мой отец и я основали фабрику по производству косметического крема в конце 1940-х гг. В то время не было ни одной компании, которая могла бы снабжать нас надлежащего качества пластиковыми крышечками для тюбиков, поэтому нам пришлось организовать производство пластмассы. Но одних пластиковых крышечек было недостаточно для того, чтобы построить фабрику по отливке пластмассы, поэтому мы включили в ассортимент расчески, зубные щетки и мыльницы. Этот пластмассовый бизнес привел нас к производству лопастей для электрофенов и корпусов телефонных аппаратов, что в свою очередь побудило нас заняться изготовлением электрических и электронных изделий и телекоммуникационного оборудования. Пластмассовый бизнес также заставил нас заняться нефтепереработкой, для которой требовалась компания морских грузовых перевозок. За одну только нефтеперерабатывающую компанию мы платили такую страховую премию, которая равнялась половине общей выручки самой крупной тогда страховой компании в Корее. Поэтому мы открыли страховую компанию. Эта естественная постепенная эволюция через организацию взаимосвязанных видов деятельности привела к образованию группы „Lucky-Goldstar“ в ее сегодняшнем обличье. В будущем в своем росте мы будем опираться в первую очередь на химические продукты, энергетику и электронику. Наш химический бизнес будет расширяться в сторону высококачественных химических продуктов и генной инженерии, тогда как электронный бизнес будет расти в направлении производства полупроводников, оптоволоконных и спутниковых телекоммуникаций».²

Движущие силы перемен: комплементарность и инерция

Организации изменяются, когда изменяются среда, в которой они действуют, и технологии, которые они используют, а также по мере того, как они накапливают опыт и знания о том, какие организационные формы позволяют добиваться наилучшего результата в конкретной области. Ключевым изменением среды в США в XIX в. было появление технологий (железных дорог и телеграфа), создавших условия для формирования единых национальных рынков. Как мы уже отмечали выше, это изменение стимулировало разработку технологий крупномасштабного производства, что в свою очередь стимулировало образование крупных организаций, подобных железным дорогам, сталелитейным и нефтяным компаниям, и привело к развитию институтов для крупномасштабного финансирования. Фирмы, вступившие в этот первый раунд изменений, улучшили и усовершенствовали свои методы, что еще более

² Слова, принадлежащие Ку Ча Кьонгу, сыну основателя «Lucky-Goldstar». Цит. по: Management Behind Industrialization : Readings in Korean Business / Ed. by Dong-Ki Kim, Linsu Kim. Korea University Press, 1989. P. 426.

изменило внешние условия в традиционных отраслях, позволив им с меньшими затратами увеличивать свои масштабы, подбирать подготовленных и имеющих опыт работы с новыми методами управленцев и финансировать свои крупномасштабные операции.

Система комплементарных изменений, будучи однажды запущена в движение, приобретает естественную инерцию по мере расширения сферы ее приложения и по мере того, как фирмы улучшают свои методы в процессе их применения, делая методы еще более эффективными и ценными. (Напомним, что два вида деятельности являются *комплементарными*, если прибыль или стоимость, создаваемые в результате одновременного осуществления обоих, больше, чем сумма прибыли от осуществления лишь одного из них). Отношения комплементарности между изменениями технологии, спроса, а также структуры и масштабов предприятия продолжали в течение всего XX в. создавать между ними положительную обратную связь.

В 80-х гг. произошла смена ориентации, когда фирмы ограничили число видов деятельности, которыми они пытались управлять. Одновременно многие фирмы увеличили количество продуктов, которые они производили в рамках того или иного бизнеса, расширили свои возможности по разработке и реализации новых продуктов, перенесли свои операции на мировой рынок и занялись поиском новых способов организации своей внутренней структуры, чтобы облегчить эти стратегические изменения. Они также предприняли попытки установления новых отношений с другими независимыми компаниями, сотрудничающими в одних сферах и остающимися изолированными в других.

Эти и более поздние тенденции мы рассмотрим ниже. Но сначала нам нужно проанализировать те факторы, которые влияют на выбор организационной структуры и на разнообразие деятельности отдельной фирмы.

ВНУТРЕННЯЯ СТРУКТУРА ФИРМЫ

Мультидивизиональная форма является господствующей моделью организации предприятия. В чем коренятся ее преимущества и каковы характерные сложности, связанные с разработкой дивизионализированных операций и управлением ими?

Преимущества мультидивизиональной формы

Мультидивизиональная фирма возникла в ту эпоху, когда имелись лишь две основные альтернативы: высокоцентрализованная организация, подобная той, что прежде существовала в «Sears» и «Du Pont», и организация с почти полным отсутствием контроля из центра, подобная той, что существовала в «General Motors» до проведенных Альфредом Слоуном реформ. По сравнению с этими альтернативами мультидивизиональная форма имела решающие преимущества.

В централизованных организациях верховное руководство и его вспомогательный персонал стремились быть достаточно осведомленными, чтобы непосредственно контролировать оперативные решения, принимавшиеся в многочисленных подотчетных им организационных единицах. В случае «Standard Oil», например, существовали месторождения нефти, нефтепроводы и службы

транспортировки, нефтеперерабатывающие заводы, маркетинговые подразделения, исследовательские лаборатории, финансовые службы, подразделения природного газа и т. д. Помимо этих внутренних операций проводились операции за рубежом, что еще более усложняло ведение дела. Даже при том, что специалисты головного офиса по финансам, маркетингу, производству и т. п. отслеживали осуществление различных видов деятельности, а вспомогательный персонал собирал и сортировал информацию, операции были слишком разнообразными и широкомасштабными, чтобы ими могла непосредственно управлять какая-то одна группа руководителей. Работники отделов центрального офиса никогда не могли быть проинформированными даже о небольшой части этих операций достаточно хорошо, чтобы успешно участвовать в принятии требуемых оперативных решений.

С аналогичной проблемой более чем за сто лет до этого столкнулась «Hudson's Bay Company». Люди, наделенные полномочиями по принятию решений, находились слишком далеко от места действия и никогда не могли своевременно получить необходимую информацию. Однако в отличие от «Hudson's Bay Company» вследствие своих гораздо более крупных размеров и разнообразия деятельности «Standard Oil» пришлось иметь дело с еще одним аспектом проблемы. Даже если бы вся необходимая информация могла быть быстро и без потерь качества доставлена в головную контору, ее объем и сложность поставили бы верховных руководителей фирмы в тупик.

Принятие адекватных решений в крупной организации должно сопровождаться значительным делегированием власти на более низкие уровни организации. Даже если организационная структура требует, чтобы всем управлял один человек или комитет, немислимое число решений, которые нужно принимать, нарушило бы весь процесс, и в результате либо значительная часть решений стала приниматься на нижних уровнях, либо было бы прекращено всякое принятие решений. Мультидивизиональная форма учитывает это обстоятельство и ориентирована на поиск механизмов, которые бы гарантировали, что решения, принимаемые на нижних уровнях лицами, обладающими надлежащей локальной информацией, будут хорошо координироваться и мотивироваться подходящими стимулами, — задачи, которые давным-давно были решены в построении товарищества «North West Company».

Улучшенная информация и стимулы. В мультидивизиональной фирме руководитель подразделения наделен полномочиями принимать оперативные решения в своей организационной единице. Этот управляющий находится не в центральном офисе, где он был бы вынужден ориентироваться на отчеты из вторых рук, а в непосредственной близости к производству или рынкам, обслуживаемым его подразделением, посещая наиболее важные участки, чтобы лично ознакомиться с их работой, посоветоваться с теми, кто занят на этих участках, выслушать предложения, рассмотреть возможные варианты, т. е. получить те *специализированные* знания, которые необходимы для управления данным конкретным подразделением. Никто не пытается доставить всю эту информацию в центральный офис. Консультируясь с центральной конторой, когда это представляется ему целесообразным или необходимым, руководитель может воспользоваться тем опытом и кругозором, которыми обладает персонал штаб-квартиры, но штаб-квартира отнюдь не занимается ежедневным прямым контролем. Решения могут быстро приниматься людьми,

находящимися непосредственно в месте действия и располагающими надлежащими знаниями.

Рука об руку с полномочиями по принятию решений идет ответственность. Управляющие отчитываются за результативность своих подразделений и в соответствии с нею получают вознаграждение. Отсюда вытекает очевидное требование того, чтобы центральный офис обладал информацией, по которой он мог бы судить о результативности. На оперативном уровне такого рода информацией могут быть главным образом обобщенные данные и финансовые показатели, которые можно легко передавать и сравнительно легко оценивать.

Близкое знакомство управляющего подразделением с его организационной единицей и с ее поставщиками, клиентами и конкурентами означает также, что он находится в уникальном положении, имея возможность выявлять новые стратегические варианты и оценивать по крайней мере их локальные издержки и выгоды. Участие руководителей подразделений в формулировании планов и стратегий позволяет эффективно использовать их знания. При планировании крупных стратегических инвестиций может требоваться более подробная информация, однако нет никакой необходимости непрерывно подавать эту информацию наверх.

Выделяя различные части предприятия в самостоятельные подразделения с хорошо определенным кругом ответственности и полномочий, можно упростить решение проблемы нахождения «виновника» хороших или плохих результатов и установить более тесную зависимость между усилиями отдельных сотрудников или небольших групп и измеренными результатами деятельности их организационной единицы. Это позволяет усиливать мотивацию, поскольку результативность при этом может быть измерена более точно. Возросшие стимулы обеспечиваются вначале на уровне руководителей подразделений, которые оцениваются на основе результативности их подразделений, однако и оплата других сотрудников может быть привязана к результативности подразделения.

Усиление координации и контроля. Некоторые организации, предвосхищавшие мультидивизиональную форму, такие как «North West Company», имели децентрализованное принятие решений. Однако расширение круга операций, осуществлявшихся в рамках одной фирмы, произошедшее после первой мировой войны, увеличило потребность в координации. До слоуновской реорганизации «General Motors» производственные руководители «Buick», «Cadillac», «Chevrolet», «Oakland» и «Olds» действовали в достаточной мере независимо, однако между ними и сбытовыми службами не было достаточной координации. Центральный офис не обладал информацией, необходимой ему для оценивания и координации планов и решений независимых управляющих. Принятие ими в изоляции друг от друга продуктовых стратегий вело к большей конкуренции между ними, подразделениями одной компании, чем с их подлинным конкурентом «Ford». Неспособность скоординировать стандарты конструкции также не позволяла подразделениям в полной мере воспользоваться потенциальной отдачей от масштаба при изготовлении или закупке общих компонентов, таких как свечи зажигания и подшипники. Неспособность скоординировать сбыт и производство или назначить подразделению плату за запасы приводила к тому, что объемы производства иногда намного превышали возможности сбыта.

Мультидивизиональная форма могла решить эти проблемы, поскольку помимо децентрализованных подразделений у нее имелся персонал центрального офиса, занимавшийся планированием стратегии, координацией деятельности подразделений и оценением результативности подразделений и их руководителей. В «General Motors» центральный офис отвечал за назначение целевых сегментов рынка для отдельных подразделений, разработку более всеобъемлющих и удобных показателей результативности и финансирование мероприятий по поиску способов достижения отдачи от масштаба при совместных действиях. Ее успех в достижении этих целей побудил другие компании скопировать структуру и стратегию «General Motors».

Головной офис также взял на себя ответственность за привлечение капитала и распределение его между подразделениями. Централизация операций на рынке капитала позволяла сэкономить на навыках, необходимых для выполнения этой функции, и в эпоху, предшествовавшую развитию весьма сложных финансовых рынков, понизить стоимость капитала по сравнению с той, которая была бы у отдельных подразделений, если бы они действовали как независимые компании. Централизованное размещение капитала между подразделениями также может быть более эффективным, чем размещение посредством рынка, так как верховные руководители фирмы имеют лучший доступ к информации.

Улучшение способности к управлению разнообразными предприятиями. Принятие мультидивизиональной формы согласуется с расширением спектра разнообразных комплементарных видов деятельности. К этому можно подходить либо с точки зрения того, как данная форма воздействует на стоимость сильно различающихся между собой предприятий, объединяемых в рамках одной фирмы, либо с точки зрения того, как эти предприятия воздействуют на форму. С одной стороны, принятие данной формы приносит наибольшую выгоду, когда принадлежащие фирме предприятия изначально были разнообразными, как мы видели из истории четырех компаний, которые изобрели эту структуру. С другой стороны, принятие мультидивизиональной формы облегчает экспансию в новые сферы деловой активности и потому приносит большую выгоду.

Проблемы управления дивизионализированной фирмой

Проблемы эффективного проектирования дивизионализированной фирмы и управления ею возникают по тем же направлениям, на которых эта форма обнаруживает свои преимущества. Во-первых, границы подразделений должны быть четко очерчены, их отношения подотчетности структурированы и операции распределены среди подразделений, а также между подразделениями и головным офисом таким образом, чтобы облегчить координацию. Во-вторых, системы информации, принятия решений, оценивания и вознаграждения должны быть построены так, чтобы поощрять надлежащее поведение. В-третьих, разнообразие видов деятельности, которыми фирма собирается заниматься, должно определяться в свете связанных с ними затрат и выгод.

Формирование подразделений и отношений подотчетности. Нередко существует немало способов выделения подразделений: по географическому положению, по используемой технологии, по производимым продуктам или по обслуживаемым сегментам рынка и т. д. Более того, возникает вопрос, сколь-

ко учредить подразделений и где провести разграничительные линии между ними. Выбор, принимаемый по этим вопросам, очень важен с точки зрения функционирования фирмы и ее успеха в координации этих видов деятельности.

Независимо от того, как будут проведены границы между подразделениями компании, возникновение несоответствий между тем, как проявляются проблемы, и тем, как структурирована компания, неизбежно. Если подразделения выделяются по их географическому положению (например, внутренние и зарубежные), тогда появятся координационные проблемы с клиентами или поставщиками, действующими на обоих рынках, структурированными не по этому признаку, и желающими иметь дело с одним подразделением, а не с двумя. Такого рода сложности возникли у IBM в отношениях с международными компаниями, которые используют ее компьютеры и хотят иметь единообразные системы и услуги для всех своих подразделений.

Выделение подразделений по технологическому признаку облегчает решение научно-исследовательских, опытно-конструкторских, проектных и особенно производственных вопросов, так как они сильно зависят от технологии. Наличие единственного подразделения, использующего данную технологию, означает, что нет необходимости в координации между подразделениями в этом направлении. Однако технология производства может быть мало связана с потребностями покупателей: попытка компании «Du Pont» управлять производством взрывчатых веществ и удобрений как одним подразделением, базирующимся на химии азота, лежащей в основе обоих продуктов, продемонстрировала данную трудность.

Выделение подразделений на основе продукции становится проблематичным, когда существуют возможности производства продукции различных подразделений на одних производственных мощностях или продажи продукции различных подразделений одним и тем же покупателям. Покупатели могут хотеть приобрести всю номенклатуру различной продукции без обращения в различные подразделения. Разработка новых продуктов в таких условиях может привести к особым проблемам. Например, два подразделения «Hewlett Packard» (одно из которых делало калькуляторы, а другое — микрокомпьютеры) стали разрабатывать отдельные компоненты персональных компьютеров, оказавшиеся несовместимыми между собой. Выделение подразделений по принципу рыночных сегментов означает, что у подразделений будут возникать те же самые проблемы с поставщиками и производством, которые постоянно придется решать.

В идеале, чтобы избавиться от необходимости координировать деятельность различных подразделений, их нужно было бы сделать самодостаточными единицами. Проблема заключается в том, что требования управляемости (небольшие размеры предприятия) и самодостаточности могут оказаться несовместимыми. Выделение слишком крупных подразделений позволяет минимизировать взаимодействия между ними и потребность координировать их деятельность. Однако слишком большие подразделения сталкиваются с теми же проблемами, что и слишком большие фирмы: верховные руководители подразделений оказываются не в состоянии быть в курсе дела и находить время для решения всех проблем, а измерение индивидуального вклада в результативность становится слишком сложным.

КООРДИНАЦИЯ КОМПЬЮТЕРНЫХ ПРОЕКТОВ «HEWLETT—PACKARD»*

Уильям Хьюлетт и Дэвид Паккард основали компанию «Hewlett—Packard» (HP) в гараже Пало Альто, где они изготавливали научные и промышленные инструменты. Компания добилась огромного успеха и высочайшей репутации благодаря своей высококачественной продукции и необычайно лояльным отношениям к клиентам.

HP обладает весьма развитой корпоративной культурой. Одним из ее элементов является поощрение ответственности и новаторства путем поддержания крайне высокой независимости подразделений. Ее политика заключается в том, чтобы оперировать небольшими, управляемыми организационными единицами, с которыми могут себя идентифицировать их сотрудники и чей успех зависит от их собственных усилий. Следовательно, всякий раз, когда успешно работающее подразделение достигало слишком больших размеров (в 80-х гг. типичными критериями были либо объем продаж 20 млн дол., либо численность занятых 1500 человек), оно дробилось или же создавалось новое подразделение.

Такая степень независимости создавала координационные проблемы даже в инструментальном бизнесе, который характеризуется производством относительно разграниченных продуктов. Однако, когда HP вступила в компьютерный бизнес, эти сложности возросли еще более. Традиционные подразделения были слишком малы, чтобы самостоятельно и независимо от других проектировать и производить целые компьютерные системы. Поэтому работу нужно было разделить между подразделениями, так чтобы одно производило жесткие диски, другое — системы ввода—вывода, третье — дисплей и т. д., однако отсутствовало лицо, ответственное за успех всего проекта и наделенное координирующей властью. Такое разделение обязанностей привело к серьезным координационным трудностям в системе, части которой должны подходить друг к другу и работать вместе. Задача координации еще более усложнялась из-за стремительного темпа изменений в компьютерном бизнесе, вознаграждавшим первенство в разработке продукта и быструю реакцию на изменение технологии, спроса и условий конкуренции.

Чтобы преодолеть порождаемые этим конфликты, HP в 80-х гг. проводила эксперименты со своей организацией, усиливая централизацию, возлагая на отдельных управляющих все большую и большую ответственность за операции с компьютерами и преобразуя отношения подотчетности, дабы улучшить координацию. Движение к централизации было болезненным сдвигом для HP и явилось серьезным основанием, чтобы пересмотреть собственную политику.

* Данное изложение частично базируется на работе: *Pascale R. T. Managing on the Edge*. New York : Simon and Schuster, 1990.

Современное решение этих проблем состоит в том, чтобы сохранять подразделения относительно небольшими, но соединять между собой те из них, которым, по всей видимости, требуется взаимная координация. Руководители отдельных подразделений группы в таком случае будут отчитываться перед одним управляющим высшего звена, который отвечает за всю группу и вознаграждается за ее результативность. Крупнейшие фирмы могут иметь даже несколько групп, президенты которых отчитываются перед еще одним уровнем управления, находящимся непосредственно под высшим уровнем управления фирмы. Рис. 16.1 иллюстрирует пример гипотетической дивизионализованной фирмы с групповой структурой. Подразделения А, В и С входят в группу 1 и отчитываются перед президентом этой группы. Подразделения D

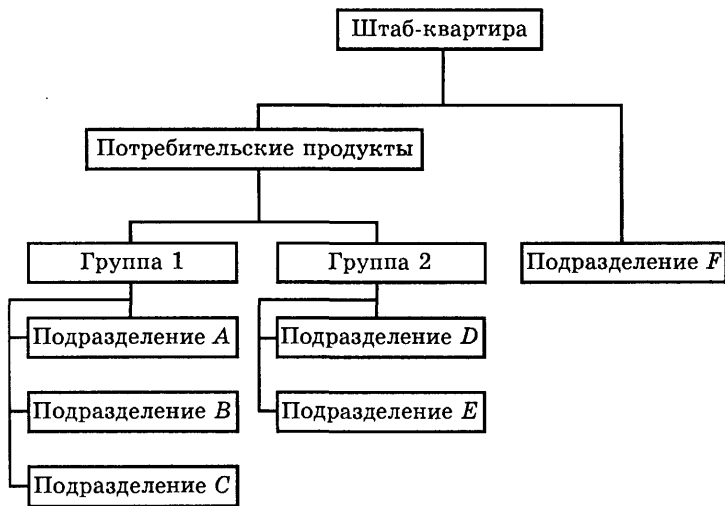


Рис. 16.1: Структура дивизионализованной фирмы с группировкой подразделений.

и *E* включены в группу 2 и подчиняются ее президенту. Президенты обеих групп отчитываются перед одним руководителем, заседающим в штаб-квартире. Группы на рисунке объединяют подразделения, специализирующиеся на потребительских продуктах. Подразделение *F*, занимаясь, например, производственным оборудованием, не испытывает потребности делиться информацией или планами с подразделениями потребительских продуктов, а потому отчитывается непосредственно перед штаб-квартирой.

В этой структуре споры между подразделениями должны разрешаться на самом низком уровне иерархии, т. е. на том уровне, перед которым отчитываются оба конфликтующих подразделения. Так, конфликт между подразделениями *A* и *B*, вызванный вопросом о том, кому из них получить заказ от некоего клиента, должен быть урегулирован президентом группы, тогда как конфликт между *C* и *D* по поводу трансфертной цены, которую одно должно заплатить другому за его продукцию, должен улаживаться на том уровне, перед которым отчитываются президенты этих двух разных групп. А конфликт между *E* и *F* должен пройти весь путь до самого верха фирмы.

В целом проблема состоит в том, чтобы спроектировать структуру, уменьшающую координационные проблемы, и сделать возможным решение таких проблем на максимально низком уровне. Чем выше тот уровень, на котором должны приниматься решения, тем медленнее будет проходить процесс принятия решений, тем больше будут расходы на передачу информации и тем выше будут потенциальные издержки влияния, возникающие из-за того, что следующие друг за другом уровни руководства отстаивают интересы своих организационных единиц.

Назначение задач и ответственности иерархическим уровням. Успешное приспособление к меняющимся местным условиям, хорошее использование местной информации, экономия расходов на передачу информации и эффективное использование дефицитного времени и внимания центрального руководства — все это аргументы в пользу делегирования полномочий по принятию решений и ответственности на как можно более низкие уровни организации. Однако разного рода отдачи от масштаба говорят за то, что далеко не все виды деятельности следует передавать вниз, на уровень подразделений.

Например, почти все фирмы реализуют финансовую функцию на уровне корпорации в целом. Исследования и разработки могут выполняться на достаточно низких иерархических уровнях, там, где ученые и инженеры приближены к обслуживаемым ими участкам, либо могут быть централизованы. «Hewlett—Packard», как правило, следует первой модели, тогда как AT&T до того, как по решению суда она была раздроблена, осуществляла (по крайней мере базовые НИОКР для «Bell System») на базе лабораторий «Bell» централизованным образом. Японские фирмы, где сотрудники часто переводят из подразделения в подразделение и где особо важную роль играют инвестиции фирмы в человеческий капитал, как правило, централизуют исполнение функции управления человеческими ресурсами, чтобы облегчить отслеживание прогресса отдельных работников и руководить их карьерным продвижением. Во многих североамериканских фирмах, напротив, управление персоналом более децентрализовано. Отделяя функции сбыта и распределения от производственных подразделений, многие фирмы пытаются добиться отдачи от масштаба в сфере распределения и сбыта, например используя лишь одного торгового представителя для обзванивания клиентов или один грузовик для доставки различных продуктов. Проблема состоит в том, что информация, собираемая торговым персоналом от клиентов, должна передаваться во множество разных организационных единиц.

Проблемы стимулирования и контроля. Децентрализация власти позволяет лучше использовать локальную информацию, но сам факт того, что решения, принимаемые на местах, базируются на информации, которая отсутствует в штаб-квартире, обостряет проблему субъективного риска. Как следствие должны быть созданы системы стимулирования, сопряженные со всеми теми издержками, которые обсуждались в главах 7 и 8. Предоставление полномочий по принятию решений и наложение финансовой ответственности за результаты на одного и того же человека являются собой комплементарные действия: каждое из них обладает большей ценностью, когда осуществляется вместе с другим. Как мы видели, успешное стимулирование требует разработки хороших показателей результативности, что представляет собой еще один вид издержек дивизионализации. Распространению дивизионализации отчасти способствовало развитие методов учета и управления, которые позволяли улучшить стимулирование управляющих подразделениями.

Мысль о том, что руководителю с более широкими полномочиями должны предоставляться более сильные стимулы, является приложением принципа интенсивности стимулирования. Например, руководитель подразделения, управляющий сбытом и маркетингом, а также производством, имеет перед собой множество способов повысить результативность своей организационной единицы, а потому было бы выгодно предоставить ему более мощные стимулы. Однако мы говорим об отношении комплементарности, поэтому верно и обратное: чем больше финансовые стимулы у руководителя, тем шире круг властных полномочий этого руководителя.

Проблема трансфертных цен. Потребность подразделений совершать друг с другом сделки обнаруживает еще одно направление, по которому стимулы могут повлиять на распределение видов деятельности между подразделениями. Как мы отмечали в главе 3, сделки между подразделениями — довольно распространенное явление. Они неизбежны в вертикально интегрированной компании, в которой одно подразделение обеспечивает ресурсами другие, как

например в случае с интегрированной нефтяной компанией, где нефтеперерабатывающий завод покупает сырую нефть у подразделения трубопроводов, которое в свою очередь приобретает нефть у добывающего подразделения. Если компания продает системы и отдельные продукты, например компьютерные системы, состоящие из собственно компьютера, дисплея, клавиатуры и мыши, модема для связи с другими компьютерами и принтера, каждый из которых может быть продан отдельно, тогда каждый из этих продуктов вполне может производиться отдельным подразделением. При совместной продаже они должны передаваться в организационную единицу, продающую системы. Поскольку трансфертные цены определяют доходы, получаемые от внутренних сделок, они имеют чрезвычайную важность для управляющих подразделениями, которые оплачиваются в соответствии с результативностью работы их подразделения.

В главе 3 мы видели, как неправильно установленные трансфертные цены могут нанести ущерб прибыльности всей фирмы, если управляющим дана свобода решать, сколько покупать и продавать в рамках межподразделенческих сделок. Однако предоставление управляющим такой свободы позволяет им с большей отдачей реагировать на стимулы и создает конкурентное давление на внутренних поставщиков, заставляющее их осуществлять контроль издержек и качества. Это показывает, как важно установление трансфертных цен.

В главе 3 мы видели также, что если существует конкурентный рынок для товара или услуги, продаваемых внутри фирмы, то трансфертная цена должна равняться рыночной цене (возможно, несколько пониженной, чтобы создать преимущества в издержках от внутренних поставок). Однако, когда внешняя цена отражает монополистические искажения или продукт просто нельзя купить на стороне, тогда такое решение будет либо неправильным, либо невозможным.

Альтернатива заключается в том, чтобы позволить заинтересованным руководителям договариваться между собой о трансфертной цене и размерах поставок. Однако, поскольку каждый из них, скорее всего, лично осведомлен об издержках и выгодах от сделки для его отдела, существует возможность того, что переговорные проблемы, обсуждавшиеся в главе 5, приведут к неэффективности. Подразделение-поставщик будет склонно завышать издержки производства, чтобы получить более высокую цену, а подразделение-покупатель будет склонно занижать предельную полезность поставляемого блага, чтобы уменьшить уплачиваемую им цену. В результате поставлено будет слишком мало, а значит, слишком низок будет и конечный выпуск. То же самое, очевидно, будет иметь место и при других системах.

■ **Двойная маргинализация: математическая модель установления трансфертных цен**

Суть проблемы можно уяснить, предположив, что существующая система позволяет поставщику, или *предшествующему* подразделению, назначать цену, по которой он будет поставлять ресурс конечному производителю, или *последующему* подразделению, которое затем решает, сколько этого ресурса закупить. Предположим, что последующее подразделение реализует конечный продукт непосредственно клиентам вне фирмы при постоянных издержках c_F за единицу выпуска. Оно имеет

Таблица 16.1

Пример двойной маргинализации при установлении трансфертных цен

	Фирма в целом	Последующее подразделение	Предшествующее подразделение
Спрос	$P = 10 - Q/16$	$P = 10 - Q/16$	$T = 8 - Q/8$
Общая выручка	$10Q - Q^2/16$	$10Q - Q^2/16$	$8Q - Q^2/8$
Предельная выручка	$10 - Q/8$	$10 - Q/8$	$8 - Q/4$
Общие переменные издержки	$3Q$	$(2 + T)Q$	Q
Предельные издержки	3	$2 + T$	1
Количество	56	$8(8 - T)$	28
Цена	6.50	8.25	$T = 4.50$

дело с убывающей кривой спроса. Производство единицы конечного продукта требует единицы промежуточного блага, которое может быть произведено при затратах c_I за единицу. Следовательно, общая стоимость конечного блага для фирмы в целом составляет $c_F + c_I$, и фирма хотела бы, чтобы количество проданного конечного блага и, таким образом, сумма, уплачиваемая за промежуточное благо, определялись следующим условием: предельная выручка от конечных продаж равна $c_F + c_I$.

Например, если конечный спрос задан уравнением $P = 10 - Q/16$, где Q — количество блага, проданное по цене P , тогда общая выручка равна $10Q - Q^2/16$, а предельная выручка $MR = 10 - Q/8$ (это можно легко вычислить, продифференцировав функцию общей выручки). Если $c_F = 2$, а $c_I = 1$, то предельные издержки для фирмы в целом составят 3. Приравняв MR предельным издержкам, получим $10 - Q/8 = 3$, или $Q = 56$, откуда следует, что конечная цена должна быть $P = 6.50$. Эти вычисления отображены в первой графе табл. 16.1.

Чтобы достигнуть этого в дивизиональной фирме в соответствии с данной процедурой, трансфертная цена должна быть равна $T = 1$, или более общо $T = c_I$. Определив эту цену, руководитель последующего подразделения сможет найти предельные издержки своего подразделения, которые равны $2 + T = 2 + 1 = 3$, что и составит фактические издержки фирмы. Он выберет тогда $Q = 56$ (при $MR = 2 + T$) и закажет соответствующее количество промежуточного блага у предшествующего подразделения. Если будет выбрано любое другое T , управляющий последующего подразделения будет покупать и производить такое количество продукции, которое не приносит фирме максимальной прибыли. Если, например, T будет установлено на уровне 4, тогда предельные издержки последующего подразделения составят $2 + 4 = 6$ и будет выбрано $Q = 32$ при MR , равном предельным издержкам. Это приведет к тому, что фирма получит более низкую прибыль. Подставляя различные значения T во вторую графу таблицы, находим соответствующие величины.

Однако при трансфертной цене, равной постоянным предельным издержкам, выручка предшествующего подразделения будет в точно-

сти равна его общим переменным издержкам.³ Руководитель, работа которого оценивается в соответствии с размером прибыли его подразделения, выиграет от повышения трансфертной цены, даже если это отрицательно скажется на прибыльности всей фирмы. Например, если трансфертная цена будет установлена на уровне 4, чистая прибыль его подразделения составит $(4 - 1)32 = 96$.

В более общем случае отношение $MR = c_f + T$ определяет количество блага, которое последующее подразделение хотело бы продать на конечном рынке, и, таким образом, количество промежуточного блага, которое предшествующее подразделение могло бы продать внутри фирмы по любой трансфертной цене T . Приравнявая предельные издержки $c_f + T$ к предельной выручке $10 - Q/8$, получаем $Q = 8(8 - T)$. Эта формула выражает количество блага, которое последующее подразделение хотело бы продать, в виде функции цены, которую оно платит за ресурсы, и, таким образом, то количество ресурса, которое оно приобретет. Это по сути дела — кривая спроса для предшествующего подразделения, и поэтому данное выражение помещается в первой строке третьей графы. Прибыль предшествующего подразделения будет максимизирована, если его руководитель приравняет предельную выручку своего подразделения предельным издержкам c_f . Тот факт, что предшествующее подразделение рассматривает предельную выручку фирмы как (обратную) кривую спроса на свою продукцию и исходит из кривой производных от этой кривой спроса при расчете трансфертной цены, объясняет происхождение термина *двойная маргинализация*.

Обратный спрос, соответствующий спросу $Q = 8(8 - T)$, есть $T = 8 - Q/8$. Отсюда находим предельную выручку, $8 - Q/4$. При предельных издержках $c_f = 1$ оптимальный выбор предшествующего подразделения будет определяться $Q = 28$, $T = 4.50$ (см. третью графу таблицы). Отсюда его прибыль будет равна $28(4.50 - 1) = 98$. Однако при поставке 28 ед. промежуточного блага вместо 56 количество конечных благ будет вдвое меньше того, что необходимо для максимизации прибыли всей фирмы. Прибыль фирмы, которая могла бы быть равной $56(6.50 - 3) = 196$, в нынешних условиях составляет лишь $28(8.25 - 3) = 147$, где 8.25 — цена, назначаемая последующим подразделением на конечном рынке, когда оно сталкивается с трансфертной ценой в 4.50 и как следствие решает продать 28 ед. продукции. (С подобной проблемой двойной маргинализации нам придется еще раз встретиться в этой главе).

Подходы к проблеме. Пожалуй, было бы неразумно ожидать, что руководителю предшествующего подразделения позволят устанавливать монопольную цену на промежуточное благо. И все же у его управляющего будет стимул выбрать слишком высокую цену, мешающую максимизировать прибыль всей фирмы. Точно так же, если установление цены отдано на откуп руководителю последующего подразделения, в то время как руководитель предшествующего будет решать, сколько поставлять, тогда у управляющего последующего подразделения будет стимул воспользоваться своим монопсоническим

³ При постоянных предельных издержках средние переменные издержки равны предельным издержкам.

положением и установить *слишком низкую* трансфертную цену. И вновь в результате этого объем внутренних поставок будет слишком мал.

Одно из возможных решений этой проблемы заключается в том, чтобы производить внутренние поставки по предельным издержкам предшествующего подразделения. Однако, если головной офис не знает его действительных издержек, у руководителя этого подразделения может появиться стимул завышать свои предельные издержки, чтобы получать более высокую трансфертную цену. Это опять-таки приведет к росту выручки и результативности этого подразделения, но в то же время к уменьшению прибыли фирмы в целом. Еще одно решение состоит в том, чтобы сделать предшествующее подразделение центром издержек, когда внутренние поставки производятся по предельным издержкам, а руководитель вознаграждается за их снижение. Однако это будет не просто осуществить, если предшествующее подразделение имеет также рынки сбыта вне фирмы. Третий вариант заключается в слиянии двух подразделений, но этим мы лишь добьемся того, что проблема в отношениях между подразделениями фирмы превратится в проблему отношений между отделами подразделения, если данная мера не будет сопровождаться реальными изменениями ответственности и стимулов.

Определение разнообразия деятельности фирмы. Мультидивизиональная фирма в состоянии оперировать гораздо более широким разнообразием видов деятельности, чем любая другая, менее децентрализованная форма организации. Как подчеркивал Коуз, границы фирмы определяются соотношением издержек на управление сделками внутри фирмы и трансакционных издержек на проведение этих сделок на рынке. Внедрение мультидивизиональной формы понизило внутренние издержки. Это означает, что расширилось разнообразие сделок, которые оптимально было бы осуществлять внутри фирмы. Какие виды деятельности должна осуществлять расширенная фирма? Это и есть предмет следующих двух разделов.

ВЕРТИКАЛЬНЫЕ ГРАНИЦЫ И ОТНОШЕНИЯ

Мы начинаем наш анализ с изучения весьма упрощенной версии проблемы производства и распределения одного вида блага. На рис. 16.2 представлена типичная схема этого процесса. Производство начинается сверху, например с добычи руды, которую затем нужно будет переработать в сырье,

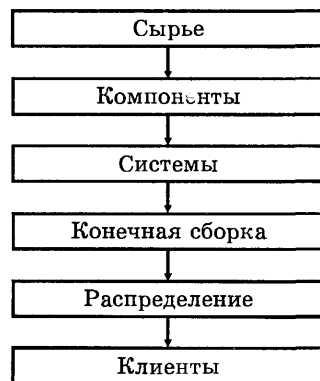


Рис. 16.2. Гипотетическая однопродуктовая фирма.

из коего будет изготовлено благо. Используя наемный труд и разного рода машины, фирма и ее поставщики преобразуют это сырье путем ряда операций в компоненты и системы, прежде чем эти разнообразные системы будут собраны в конечный продукт. На последней стадии продукт распределяется между клиентами. Например, в производстве автомобилей используются такие материалы, как сталь, алюминий, резина, пластмасса, поролон и т. д., из которых изготавливают компоненты: каркас, набивка и покрышки для сидений, а также шасси, крылья и прочие части. Эти компоненты в свою очередь собираются в системы. Например, системы для сиденья могут включать каркасы, рычаги, пружины, набивку, покрывала и т. д. Наконец, несколько систем собираются в продукт, который может быть продан потребителю.

Рис. 16.2 показывает те многочисленные этапы, которые приходится пройти при производстве продукта и его доставке конечному потребителю, и подсказывает, что существует множество способов разделения ответственности на каждом шаге. Теоретически на одном полюсе каждый вид деятельности может выполняться самостоятельной фирмой, которая покупает ресурсы у фирмы, находящейся на шаг выше, и продает свой продукт следующей фирме, что находится на шаг ниже. На другом полюсе мы видим полностью вертикально интегрированную автомобильную компанию, которая владеет собственными шахтами, из которых она добывает сырье, сталелитейными и прокатными заводами для изготовления стальных листов, алюминиевыми заводами, пластмассовыми фабриками, каучуковыми плантациями, шинными заводами, фабриками по производству красок и т. д., обеспечивая возможность охватить весь процесс производства от добычи сырья до конечной сборки продукта. Она могла бы интегрироваться и далее в последующие операции, приобретая собственность грузовики, вагоны и грузовые суда для развозки своих автомобилей в дилерские конторы, которыми она также владеет. Ее работники оказывали бы ей все необходимые услуги. Ее юридический отдел улаживал бы договоры и тяжбы. Ее бухгалтерский, конструкторский и рекламный отделы предоставляли бы соответствующие услуги, так что фирме не приходилось бы обращаться за помощью в сторонние организации. Ее финансовые специалисты налаживали бы ее отношения с рынком капитала, а ее высшие руководители самостоятельно разрабатывали бы стратегию и планы ее реализации, не советуясь с внешними консультантами.

Стратегия, базирующаяся на чрезмерной вертикальной интеграции, использовалась компанией «Ford» до второй мировой войны, но позже была оставлена. В наше время немногие фирмы даже приближаются к модели полной вертикальной интеграции. Возникает вопрос: а почему бы и нет? Какие альтернативы организации своей деятельности имеются у фирмы? Почему одни услуги она предпочитает получать от внешних поставщиков, тогда как выполнение других возлагает на свои подразделения? Что определяет, какие услуги приобретаются (или должны приобретаться) у внешних поставщиков и какие фирма оказывает сама себе?

Преимущества приобретения ресурсов на рынке

Рынки многих ресурсов, используемых фирмой, достаточно близки по своим условиям тому идеализированному конкурентному рынку, что описывается в главе 3. Пока объем закупок фирмы слишком мал, чтобы сделать

прибыльным разработку ею высокоспециализированных ресурсов, приспособленных к ее конкретным нуждам, или производство ею стандартизованных продуктов в экономически обоснованных масштабах, фирмы будут, как правило, прибегать к услугам независимых поставщиков. Например, даже крупнейшие, наиболее интегрированные фирмы редко изготавливают скрепки, шариковые ручки и кофейники, которые используются у них в конторах. Не производят они также мебель, картотеки и офисное оборудование. Большинство из них не содержит строительных подразделений для строительства необходимых им зданий и сооружений или авиации для перевозки своих сотрудников. Причина состоит в том, что эти стандартные товары и услуги предлагаются большим числом поставщиков, и поэтому, приобретая эти ресурсы, фирма может воспользоваться многими преимуществами конкурентной рыночной системы, не опасаясь при этом шантажа.

Отдача от масштаба. Одно из существенных преимуществ использования услуг независимых поставщиков возникает тогда, когда в производстве необходимого фирме ресурса имеется крупная отдача от масштаба, но собственные объемы потребления фирмой этого ресурса недостаточно велики, чтобы достигнуть минимально эффективного масштаба. Например, авиалинии достигают максимальной эффективности тогда, когда они оказываются достаточно крупными, чтобы сделать возможными регулярные полеты по расписанию. Даже крупнейшим промышленным компаниям более выгодно приобретать услуги авиатранспорта при обслуживании своих многочисленных клиентов, чем самим организовывать авиаперевозки.

Компании иногда содержат небольшие самолеты для своих руководителей, время которых настолько дорого, что становится выгодно совершать специальные полеты для удовлетворения их потребностей. Компании могут также владеть самолетами, предназначенными для удовлетворения высокоспециализированных транспортных потребностей. Например, компании, разведывающей месторождения нефти в Арктике, могут понадобиться свой собственный, специально оборудованный самолет и собственные аэродромы. Однако даже в этом случае, если другим компаниям требуется аналогичная услуга и существует отдача от масштаба или разнообразия при ее оказании, эта услуга может предоставляться независимой фирмой. Либо упомянутая выше фирма может обеспечить как обслуживание своих собственных нужд, так и продажу данной услуги на рынке другим фирмам. Например, бумагоделательная компания «Kimberly—Clark», производственные мощности которой размещены в ряде небольших городков Висконсина, завела авиационное предприятие для обслуживания своего персонала, которое позже превратилось в компанию «Midwest Airlines».⁴

Отдача от разнообразия. Даже тогда, когда масштабы производства фирмой какого-то конкретного товара или услуги невелики, она может получить отдачу от разнообразия, включившись в те виды деятельности, которые не связаны с ее основным занятием. В качестве примера можно указать на такой бизнес, как розничная торговля бензином, в котором нередко бывает выгодно продавать продукты питания или предоставлять услуги по мытью или ремонту автомобилей прямо на автозаправочной станции. Нефтяные компа-

⁴ Moskowitz M., Levering R., Katz M. Everybody's Business. New York : Doubleday, 1990. P. 501.

нии зачастую пользуются розничными услугами независимых автозаправочных станций. Они и сами иногда осуществляют розничную торговлю через принадлежащие им АЗС, на которых работают их сотрудники. Из теории следует, что выбор между этими двумя моделями организации должен зависеть от того, оказывают ли АЗС какие-то дополнительные услуги, помимо продажи бензина.

Даже если предоставление этих дополнительных услуг не оказывает непосредственного воздействия на прибыль нефтяной компании от продажи бензина, данные побочные операции могут повлиять на отношения между нефтяной компанией и управляющим АЗС. Бизнес, характеризующийся разнообразием видов деятельности, чреват возникновением проблемы распределения усилий, вынуждающей создавать стимулы, чтобы руководитель АЗС уделял должное время и усилия каждому аспекту деятельности станции. Как мы видели в главе 7, обеспечивать контрактные стимулы для исполнителей, занятых несколькими видами деятельности, более накладно. Проблема становится еще более сложной, если в некоторых видах деятельности трудно измерить результаты или если точную оценку результатов можно получать только за большие промежутки времени. В этих случаях более выгодно было бы иметь дело с независимым собственником, чем с наемным работником.

В таком бизнесе, как авторемонт, трудно измерить результаты за короткие периоды, так как дешевые услуги могут повысить краткосрочные прибыли, подрывая в то же время объем продаж и прибыль (как в области ремонта, так и в торговле бензином) в более длительной перспективе. Отсюда следует, что руководители АЗС, оказывающих ремонтные услуги, должны быть претендентами на остаточный доход, а не наемными работниками нефтяной компании, чтобы у них были стимулы собственников, дабы заботиться о долгосрочном благополучии станции. Относительная легкость сокрытия или присвоения выручки от ремонта ведет к тем же результатам. Этот вывод подтверждается фактами. Проведенное недавно исследование показало, что 96% АЗС, предлагающих авторемонтные услуги и попавших в выборку, были не организационными единицами нефтяных компаний, а предприятиями, действовавшими на условиях франчайзинга.⁵ В другом исследовании использовалась иная выборка, и оказалось, что из всех станций, которые вошли в нее, авторемонтные услуги предлагало 83%. Вместе с тем из станций, принадлежавших нефтяным компаниям, такие услуги оказало только 25%.⁶

Базовая компетенция. Выше мы определили базовую компетенцию как особый вид отдачи от разнообразия, относящийся к продуктам, произведенным в разные моменты времени. Например, издержки, которые фирма несет на приобретение способности к проектированию, производству или реализа-

⁵ *Brickley J. A., Dark F. H. The Choice of Organizational Form: the Case of Franchising // Journ. Financial Econ. 1987. Vol. 4. P. 401-420.* В соглашении о франчайзинге ее получатель (собственник станции обслуживания) производит специальные выплаты франшизору (нефтяной компании) за использование его имени, но остается при этом претендентом на остаточный доход. Более полное описание франчайзинга дается ниже.

⁶ *Shepard A. Contractual Form, Retail Price and Asset Characteristics // Working paper. MIT, 1990.*

ции определенной группы продуктов, могут быть возмещены доходами от продажи всех продуктов данной группы. Фирма может принять решение прибегнуть к услугам независимого поставщика даже тогда, когда отдача от масштаба в производстве текущего поколения продукта или отдача от разнообразия в изготовлении существующих продуктов отсутствуют, поскольку этот поставщик наработал опыт (компетенцию) для улучшения продукта или быстрого внедрения новейших технических нововведений, позволяющих снижать производственные издержки. Пример подобного решения приводится во врезке, посвященной EDS и «Continental Airlines»: EDS обладает базовой компетенцией в предоставлении компьютерных информационных услуг, и в этом «Continental Airlines» не может с ней тягаться. С другой стороны, фирма может сама взяться за производство блага, даже если бы приобретение его на стороне обошлось дешевле, поскольку фирма хочет наработать или поддерживать свою компетенцию в этом отношении.

«ELECTRONIC DATA SERVICES» И «CONTINENTAL AIRLINE»

«System One» является филиалом американской авиакомпании «Continental Airline». Этот филиал владеет системой компьютерного резервирования авиабилетов, через которую обслуживается около 20% билетных агентов в США. До 1991 г. данный филиал предоставлял также различные информационные и вычислительные услуги (такие как составление расписаний) примерно для 170 авиалиний.

В 1991 г. «System One» подписал контракт на обслуживание авиалиний сроком на десять лет с «Electronic Data Services» (EDS), филиалом корпорации «General Motors». EDS, выручка которого в 1990 г. составила 6.1 млрд дол., был уже к тому времени ведущим поставщиком информационных услуг для предприятий энергетического комплекса и банковского сектора. Он договорился оказывать информационные услуги по более низкой стоимости, чем могла добиться сама «Continental Airline», и согласился принять к себе на работу 1860 сотрудников «System One» как часть этой сделки.

В предоставлении информационных услуг авиалиниям существует отдача от масштаба, которая возникает при написании программ и ведении баз данных. Многие из тех услуг, которые будет оказывать EDS, например составление расписаний, являются стандартными услугами, не требующими специфических капиталовложений. Эти обстоятельства служат объяснением того, что небольшие авиалинии не выполняют информационные услуги для самих себя и в то же время ни «Continental Airline», ни EDS по отдельности не могли бы быть самыми эффективными поставщиками этих услуг. EDS наработал специальные навыки, полезные для ведения его информационного бизнеса, однако его знания о специфике работы авиалиний ограничены. Нанимая сотрудников «System One» как группу, он может приобрести необходимые знания об авиалиниях.

Источник: Sapulkas A. G. M. Unit Will Run Airline Data Service// New York Times. 1991. 24 Apr. C4.

Независимые конкурирующие поставщики. Выступая в качестве покупателя на конкурентном рынке некоего стандартного ресурса, фирме нет надобности выказывать фаворитизм в отношении какого-то конкретного поставщика. Она может приобрести данный ресурс у поставщика, готового удовлетворить ее потребности по минимальной цене. Когда происходят технические

нововведения, даже если они внедряются лишь частью поставщиков, покупателю обычно удается воспользоваться частью возникающей при этом выгоды в форме либо повышения качества, либо снижения цены.

Если у покупателя было собственное подразделение, поставлявшее данный ресурс, которое оказалось менее передовым, чем его конкуренты, и фирма-покупатель пожелает закрыть его, она может оказаться вынужденной продолжать закупки у этой организационной единицы, чтобы сохранить рабочие места и поддержать настроение работников. Даже если фирме удастся преодолеть внутреннее сопротивление, ей придется понести издержки влияния, так как ее сотрудники приложат все свои силы к тому, чтобы сохранить свои рабочие места. Не исключено, что эти усилия заставят компанию взять на себя дополнительные издержки содержания неэффективной организационной единицы. Еще более усложняет эти проблемы следующее обстоятельство: если данное подразделение-поставщик осознает, что его могут закрыть и придется защищаться, его сотрудники будут испытывать меньшие стимулы к новаторству.

В целом, если речь идет о стандартизованных ресурсах, которые могут поставляться конкурентными фирмами, извлекающими лишь нормальную прибыль, фирма мало что может выиграть, производя этот продукт самостоятельно. Поставщиков, управляемых собственниками, действующих на конкурентном рынке, к новаторству толкает желание использовать даже временные преимущества в издержках и извлечь тем самым более высокую прибыль. Та же самая сила побуждает их быть чуткими к другим нуждам клиентов. Накапливая опыт в процессе ведения своего дела, управляющие-собственники имеют к тому же знания, мотивацию и власть для того, чтобы принимать решения, максимизирующие стоимость. Покупатель не может превзойти их, взявшись за производство нужного ему продукта с нуля. Вариант же враждебного поглощения независимого поставщика и превращения его в подразделение фирмы-покупателя таит в себе опасность для его управляющего (бывшего собственника) оказаться ни с чем, если его новый босс нарушит свои обещания.

Такие же, хотя и несколько меньшие качественные преимущества имеют место даже тогда, когда фирмы управляются не собственниками. Высшим руководителям независимой фирмы обычно достается большая часть выгоды, достигнутой ими благодаря принятию хороших деловых решений, чем управляющим подразделений более крупной фирмы, находящихся в аналогичных обстоятельствах. Действительно, крупные организации, как правило, стремятся поддерживать распределительное равенство, чтобы избежать внутренних конфликтов и как следствие издержек влияния. Большее участие высших руководителей в прибылях их предприятия укрепляет их мотивацию и положительно сказывается на результатах.

Конкурентные торги. Даже если необходимые ресурсы имеют специализированный характер и не могут быть приобретены посредством простых сделок на конкурентном рынке, многие из преимуществ конкурентных рынков могут быть достигнуты путем организации конкурентных торгов. Например, здание офиса должно быть построено в конкретное время в конкретном месте и в соответствии с конкретным проектом, однако услуга по сооружению этого здания может представлять собой обычную строительную услугу, которая может быть оказана многими квалифицированными поставщиками. Прибе-

гая к услугам независимого поставщика, фирма наилучшим образом использует наличные ресурсы и при условии существования достаточной конкуренции уплачивает только реальную экономическую стоимость этой услуги. С точки зрения экономики в целом затрата наличных ресурсов на наем поставщика и субпоставщиков позволяет занять людей делом и создать стоимость, часть которой достается фирме-покупателю.

Преимущества вертикальной интеграции

Как мы видели, преимущества приобретения ресурсов на рынке оказываются наибольшими при наличии определенных условий. К числу последних относятся стандартный характер ресурсов, наличие ряда конкурирующих поставщиков, существование отдачи от масштаба в фирмах-поставщиках, являющихся слишком большими, чтобы фирма-покупатель могла создать внутри себя их двойников; наличие отдачи от разнообразия, побуждающей вертикально интегрированные фирмы вступать в те виды деятельности, которые не связаны с ее основным занятием, и отсутствие специфических вложений со стороны либо покупателя, либо продавца. Когда эти условия не выполняются, вертикальная интеграция может принести значительно большие преимущества, чем приобретение ресурсов на стороне.

Улучшение координации и защиты инвестиций. В современном хозяйстве фирмы часто используют высокоспециализированные компоненты и услуги. В области маркетинговых услуг, например, компании, продающей новые медицинские системы визуализации, может понадобиться научить торговый персонал пользоваться этим продуктом, чтобы продавцы могли объяснить, как можно применять данный продукт и в чем его преимущества. В то же время эти знания позволяют продавцам успешно сообщать фирме информацию о реакции клиентов, их потребностях и предложениях. При использовании независимого сбытовика может потребоваться тесная координация при разработке учебных материалов и формирование процедуры передачи информации от клиентов сотрудниками сбытовика своей фирме, а от нее в свою очередь производителю. Обучение само по себе может явиться специфическим вложением, и может понадобиться принятие определенных мер для защиты этого капиталовложения. Во врезке, посвященной «*Rolm Corporation*», рассказывается о том, каким образом одна высокотехнологичная компания приняла и реализовала решение прибегнуть к услугам независимых сбытовиков.

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ДЕЛОВЫЕ РЕШЕНИЯ «*ROLM CORPORATION*»

«*Rolm Corporation*» была основана в 1969 г. как предприятие по производству компьютеров для военных целей. К 1973 г. это была прибыльная компания, годовой объем продаж которой составлял около 3 млн дол. В своих поисках дополнительных путей применения технологии основатели компании открыли возможность продавать первые компьютерные мини-АТС (*private branch exchange*). Мини-АТС — это системы, используемые частными предприятиями для переключения поступающих телефонных звонков между сотрудниками, управления внутриофисными телефонными коммуникациями и для подсоединения исходящих звонков к свободной линии, связанной с государственной телефонной системой.

Продукт, который «Rolm» решила производить, обладал рядом преимуществ перед имевшимися тогда мини-АТС. В нем реализовывались новые возможности, такие как передача звонков, проведение многосторонних телефонных конференций, скоростное дозванивание, ограничения оплачиваемых звонков с определенных телефонов, учет звонков с отдельных телефонов и т. д. Благодаря всем этим возможностям он намного превосходил прежнее электромеханическое телефонное оборудование. Кроме того, использование компьютера для нахождения наиболее дешевых путей передачи звонков позволяло понизить плату за пользование телефоном. Несмотря на эти преимущества, отраслевые наблюдатели со скепсисом отнеслись к решению «Rolm» заняться изготовлением мини-АТС. Собственные консультанты «Rolm» утверждали, что применение компьютерной технологии для коммутирования обойдется слишком дорого и что было бы безрассудно для такой маленькой компании с ее технологией пытаться конкурировать с AT&T и ее всемирно известным исследовательским филиалом «Bell Laboratories». Однако «Rolm» решила продолжать проект.

Решение разработать и реализовать этот новый продукт потребовало от «Rolm» принять еще несколько решений. Во-первых, должна ли эта система быть предназначена для использования имеющихся телефонов или новых телефонов, лучше приспособленных для работы с компьютерной системой? Использование имеющихся телефонов сократило бы технические возможности системы. Однако производство специальных телефонов либо превысило бы инженерные и производственные ресурсы компании, либо вынудило ее координироваться со специализированным производителем телефонов, что могло бы привести к задержкам или другим проблемам. «Rolm» решила для своей первой системы использовать стандартные телефоны.

Во-вторых, должна ли компания завести свой собственный торговый персонал для реализации новой системы предприятиям-клиентам? Или, напротив, ей следует прибегнуть к услугам уже имеющихся сбытовиков? К тому времени AT&T принадлежало 78% национального рынка, а ее ближайшими конкурентами были «General Telephone and Electronics» (GTE) и «United Technologies», но все же существовал ряд мелких компаний, обеспечивавших установку и обслуживание импортных мини-АТС.

Создание своего собственного торгового персонала для выхода на национальный рынок отняло бы много времени и денег и не было бы наилучшим вариантом приложения сил компании, чьи преимущества заключались в ее инженерных возможностях. Поэтому «Rolm» решила воспользоваться услугами восьми региональных организаций по продаже и обслуживанию мини-АТС. Чтобы облегчить установщикам, привыкшим к старой электромеханической технологии, установку своих компьютерных систем, «Rolm» пошла на некоторый компромисс в отношении дизайна, так что внешние подключения на новых мини-АТС напоминали подключения на старых системах. Чтобы защитить специфические инвестиции сбытовых организаций в обучение, «Rolm» предложила им исключительные территориальные франшизы.

Первые экземпляры мини-АТС появились на рынке в 1975 г., объем их продаж в том году составил 1.3 млн дол. Эта сумма возросла до 10 млн дол. в 1976 г. и 20 млн дол. в 1977 г. В 1978 г. GTE подписала с «Rolm» договор, став ее дистрибьютором, а «Rolm» начала интегрироваться в маркетинг, создав три собственные маркетинговые компании. К 1980 г. годовой объем продаж достиг 200 млн дол., причем половина этой суммы поступала от собственного торгового персонала «Rolm».

Источник: Лекция, прочитанная основателем «Rolm» в Стэнфордском университете 21 мая 1991 г.

Закупка ресурсов для производства порождает аналогичные проблемы. При совершении простых сделок на рынке последующие фирмы, будучи осведомлены о спросе клиентов, принимают решение, что производить и продавать, а затем приобретают необходимые им материалы, компоненты, системы или услуги у предшествующих фирм. Принимая в расчет прейскурантные цены плюс расходы на доставку и другие условия, они стремятся приобрести необходимые ресурсы как можно дешевле. Они могут устраивать конкурентные торги или договариваться с поставщиками о ценах и характеристиках, особенно если речь идет о нестандартных ресурсах. Организация торгов в целях получения наилучшей возможной цены требует, чтобы характеристики необходимого продукта специфицировались самым детальным образом и чтобы чертежи и рабочие спецификации были подготовлены до начала торгов. В противном случае участникам торгов останется только гадать о возможных издержках и они могут отказаться давать какие-либо обещания относительно цен. Данная проблема представляет особую сложность в случае с новыми продуктами и в случае компаний, часто меняющих дизайн своих продуктов. Кроме того, если для эффективного производства необходимого ресурса требуется, чтобы поставщик осуществлял очень специфические инвестиции, последние могут быть блокированы или сокращены под влиянием угрозы шантажа.

Вертикальная интеграция смягчает все эти проблемы. В интегрированной организации планирование предполагает проведение консультаций с теми, кто продает продукт, кто его производит и кто поставяет компоненты или системы для него. Все вместе эти люди прогнозируют требуемые мощности, предлагают возможные усовершенствования продукта и инвестиции в специализированное оборудование, которые обещают повысить качество или понизить производственные затраты. Если капиталовложения имеют высокоспецифический характер, то вертикальная интеграция решает проблему шантажа, устраняя возможность договариваться о цене, уплачиваемой собственнику вновь создаваемого актива.

Было бы, однако, слишком большим преувеличением утверждать, что вертикальная интеграция полностью ликвидирует эти проблемы стимулов. Как мы уже видели, даже в интегрированной организации интересы отдельных управляющих различаются. Руководитель участка, производящего свечи зажигания, может по-прежнему торговаться по поводу трансфертной цены свечей, поскольку ее величина влияет на показатели выручки подразделения и другие результаты. Однако в отличие от собственника независимой фирмы внутренний управляющий не может угрожать приостановкой поставок и тем самым двукратным сокращением производства на последующем участке, если он недорешен установленной трансфертной ценой. При обычном приобретении ресурсов на рынке подобная возможность продолжать предоставление услуг, вызвавших конфликт, откладывая урегулирование конфликта на более позднее время, имеет весьма ограниченный характер.

Уменьшение потребности в сильном стимулировании результатов. Независимый поставщик самостоятельно принимает решения о том, как распределить свое время между различными видами деятельности, включая приносящее прибыль оказание услуг другим клиентам. Согласно принципу равного вознаграждения, для того чтобы побудить поставщика уделять должное внимание потребностям фирмы, необходимы соответствующие финансовые стимулы. Чем сложнее измерить результаты и как следствие обеспечить фи-

нансовые стимулы, тем дороже пользоваться услугами независимого поставщика.

Важность этого фактора была подтверждена недавним исследованием, посвященным выбору, с которым столкнулись производители электронных компонентов: использовать ли своих собственных торговых агентов или положиться на торговых представителей независимых производителей, которые представляют и другие фирмы.⁷ Изучив 159 американских торговых округов 13 производителей, исследователи обнаружили, что двумя основными факторами, стимулировавшими вертикальную интеграцию в область сбыта, были сложность оценивания результатов и важность несбытовых видов деятельности. Когда результаты трудно измерить, обеспечение сильных стимулов оказывается дорогим занятием, кому бы они ни предоставлялись: наемным работникам или независимым лицам. Однако по отношению к наемным работникам могут использоваться более слабые стимулы, ибо это не влечет за собой риска того, что они будут более активно торговать чужими продуктами, как поступил бы независимый торговый представитель, если бы ему понизили комиссионные. Аналогично, поскольку несбытовые виды деятельности, выполняемые торговыми агентами на местах, измерить особенно трудно, принцип равного вознаграждения рекомендует установить комиссионные за продажи этим агентам на низком уровне, чтобы избежать их чрезмерного увлечения сбытом в ущерб несбытовым операциям. И вновь использование слабых стимулов по отношению к независимым торговым представителям угрожает тем, что они переключат свои усилия на продукты других фирм.

Как избежать монопольных искажений. Главный источник издержек, связанных с использованием независимого поставщика в условиях, когда рынок является неконкурентным, — это возможность того, что поставщик попытается злоупотребить своей монопольной властью и поднимет цену выше предельных издержек. На рис. 16.3 воспроизводится стандартный экономический анализ, согласно которому повышение цены может привести к неэффективно низкому использованию ресурса и реальной потере стоимости. Этот результат отнюдь не обязателен, ибо стороны могут заключить между собой соглашение о цене—количестве, чтобы не допустить неэффективности. Однако, как правило, согласование будет несовершенным, и некоторые потери стоимости все-таки будут иметь место.

Простую интеграцию в бизнес поставщика, дабы избежать монопольных искажений, вряд ли можно считать дешевым решением. Как было указано выше, независимые фирмы обладают рядом значительных преимуществ. Фирма-покупатель могла бы попытаться компенсировать эти преимущества, увеличив свои размеры и объем продаж (как поступила «Lucky Goldstar»). Альтернативой этому могло бы быть приобретение поставщика и сохранение его размеров. Тогда фирма-покупатель могла бы использовать контрактные стимулы, чтобы мотивировать некогда независимого управляющего, однако это вызывает издержки того рода, который мы анализировали в главах 7 и 8.

Если и фирма, и ее независимый поставщик обладают некоторой монопольной властью, тогда каждый из них будет стремиться прибавить к своим издержкам монопольную ценовую накидку. Это может привести к установле-

⁷ Anderson E. The Salesperson as Outside Agent or Employee : A Transaction Cost Analysis// Management Sci. 1985. Vol. 4. Summer. P. 234–254.

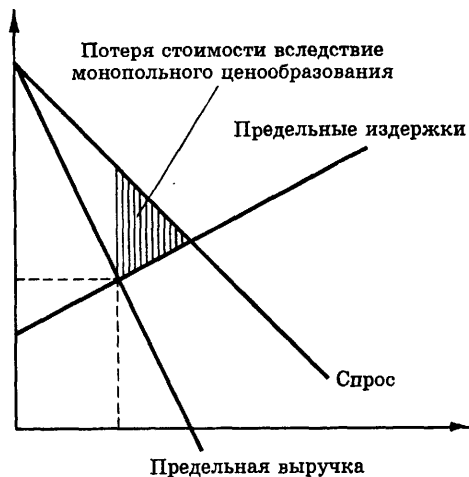


Рис. 16.3. Потери от монополии.

нию чрезмерно высокой цены на продукцию фирмы-покупателя, уровень которой превысит даже цену, максимизирующую общую прибыль обеих фирм. Вертикально интегрированная фирма, стремящаяся максимизировать свою прибыль, назначила бы более низкую цену, благодаря чему и прибыль, и удовлетворение потребителей были бы выше. В сущности, это *двойная маргинализация* — то же самое явление, которое мы изучали, когда рассматривали установление трансфертных цен, а потому мы можем проиллюстрировать его на том же примере.

Числовой пример двойной маргинализации

Данные и вычисления здесь, по сути, те же самые, что приведены в табл. 16.1, с тем отличием, что теперь первую графу мы будем интерпретировать как выбор, перед которым стоит интегрированная фирма, стремящаяся к максимизации общей прибыли, тогда как вторая и третья графы относятся соответственно к последующим и предшествующим фирмам при отсутствии вертикальной интеграции. (Обратный) спрос на конечный продукт есть $P = 10 - Q/16$, где вновь Q — это количество единиц продукта, которые будут приобретены при цене P . Предшествующая фирма производит компонент, необходимый последующей фирме, с предельными издержками в 1 дол./ед. и назначает за него цену T . Помимо цены, уплачиваемой предшествующей фирме, последующая фирма несет дополнительные издержки, составляющие 2 дол. за каждую произведенную ею единицу. Таким образом, как и в случае установления трансфертной цены, фактические издержки производства продукта составляют 3 дол./ед., а предельные издержки последующей фирмы равны $2 + T$.

Если обе стадии производства объединяются под контролем одной фирмы (предполагается, что это никак не сказывается на стоимости производства), то общие переменные издержки производства составят $3Q$, а предельные издержки — 3 дол. Предельная выручка интегрированного монополиста равна $10 - Q/8$. Приравняв предельную выручку предельным издержкам, равным 3, получаем, как и прежде,

оптимальную величину выпуска $Q = 56$. Тогда из уравнения спроса находим $P = 6.50$.

Предположим, что предшествующая фирма устанавливает цену T за свой компонент, если производство неинтегрировано. Тогда удельные издержки последующей фирмы, являющиеся одновременно ее предельными издержками, составят $2 + T$. Приравнявая это выражение к предельной выручке, $10 - Q/8$, находим, как и прежде, спрос на продукцию предшествующей фирмы: $Q = 8(8 - T)$. Решая по T уравнение обратного спроса на продукцию поставщика, получаем $T = 8 - Q/8$. Поскольку предельные издержки предшествующей фирмы равны 1 дол., из этого выражения мы выводим, что будет назначено такое T , что Q будет равно 28, т. е. будет вдвое меньше, чем объем выпуска интегрированного монополиста. Подставляя эту величину в функцию потребительского спроса, находим, что цена на конечный продукт составит 8.25 дол., т. е. окажется выше, чем даже цена, назначаемая интегрированным, максимизирующим прибыль монополистом!

Заметим, однако, что в этих вычислениях мы предполагали, что интегрированная фирма является максимизатором прибыли, решившим каким-то образом проблему установления трансфертных цен. Это не столь уж безобидное допущение. Если оно не действует, то данная проблема не решается путем интеграции: она лишь превращается в проблему установления трансфертных цен.

Овладение рентой поставщика. Существуют самые разнообразные причины, по которым поставщики могут извлекать сверхприбыль, обеспечивая фирму-покупателя ресурсами. Одну важную причину мы обсудили в главе 8: дабы побудить поставщика поддерживать качество производства, приходится сделать так, чтобы ему было что терять. Обычно это принимает форму потока дополнительного вознаграждения, или *ренты*, обусловленной отношением поставки. Наличие данной ренты означает, что цена, уплачиваемая фирмой за ресурсы, должна превышать полные экономические издержки поставщика на производство, включая нормальную прибыль на капитал поставщика. Вертикальная интеграция открывает для фирмы возможность овладеть этой рентой частично или полностью.

По любой из описанных выше причин фирма может оказаться не в состоянии добиться такой же результативности, какая была у ее поставщика. Вертикально интегрированной фирме приходится создавать стимулы для руководителей поставляющего подразделения, которые в таком случае будут извлекать ренту в качестве управляющих, а не собственников. Фирма может избежать этого, заменив ренту контролем, что вызовет сокращение общей стоимости, но увеличит прибыль фирмы. Дополнительный надзор легче установить над наемными работниками, по отношению к которым работодатель имеет власть поступать с ними по собственному усмотрению, чем над независимым поставщиком. Однако даже если фирма не может добиться такой же технической эффективности, какая была у ее бывшего поставщика, она все-таки оказывается в состоянии производить ресурсы для себя по более низкой стоимости, чем та, что она уплачивала прежде. Заметим, что, естественно, будут существовать стимулы к предотвращению вертикальной интеграции, понижающей стоимость, которая нацелена исключительно на овладение рентой. Они могут возникнуть и тогда, когда пробле-

мы контрактации между самостоятельными организациями мешают беззатратному перераспределению ренты.

Препятствие вхождению на рынок. Иногда достоинством вертикальной интеграции с узкой точки зрения интегрирующихся фирм является то, что она возводит препятствие на пути фирм, которые в будущем могут пожелать вступить на рынок. Это справедливо, однако, лишь в том случае, если вступление новых фирм на рынок может сократить объединенные прибыли двух интегрирующихся фирм. Например, если вертикальная интеграция ликвидирует важный потенциальный источник поставок для «последующего» конкурента, тогда каждому новому конкуренту придется искать альтернативный источник поставок. Однако нет гарантии, что такой источник вообще существует. Но даже если он есть, все равно проблема налаживания производства одновременно на двух новых предприятиях оказывается гораздо сложнее, чем вхождение на рынок лишь на одной стадии производственной вертикали. Эти дополнительные сложности могут удержать конкурента даже от попыток войти на этот рынок.

Условие, что вступление конкурента на рынок должно сократить объединенные прибыли двух интегрирующихся фирм, имеет важное значение, ибо в противном случае потенциальный новичок оказывается конкурентом последующей фирмы. Расширение рынка, которое, скорее всего, последует за вступлением на рынок новичка, повысит спрос на ресурс, поставляемый предшествующей фирмой, и увеличит ее прибыли. Если ожидается, что подобное расширение рынка приведет к приросту прибыли предшествующей фирмы, превышающему ожидаемые убытки последующей фирмы, тогда существующая последующая фирма окажется не в состоянии заплатить достаточно высокую цену, чтобы убедить предшествующую фирму объединиться с нею.⁸

Альтернативные вертикальные отношения

Приобретение ресурсов на рынке и вертикальная интеграция не исчерпывают возможности, открытые для фирм, находящихся между собой в отношении поставщик—потребитель. Современные фирмы продолжают неустанно изобретать все новые и новые организационные формы, стремясь воспользоваться мотивационными преимуществами независимых фирм, облегчая в то же время тесное планирование (если это необходимо), защиту инвестиций от шантажа и избегая монополистических неэффективностей типа двойной маргинализации. По мере того как фирмы продолжают свою инновационную активность в этой области, расширяется и спектр возможностей.

Мы рассмотрим три возможности, представляющие собой организационные нововведения разных эпох. Кооперативная форма организации была отпрыском утопических экспериментальных сообществ XIX в. Франчайзинговая розничная торговля появилась как важная организационная форма в первой половине нынешнего столетия. В качестве последнего примера мы выбрали организацию поставок, используемую японскими автомобильными компаниями, — организационное нововведение, завоевавшее успех во второй половине XX в.

⁸ Ситуация еще более усложнится, если предположить, что объединенные фирмы могут договориться с «новичком» о приобретении его технологии или его производственных услуг, но мы игнорируем здесь эту возможность.

Кооперативы.⁹ Кооперативы — это деловые организации, принадлежащие лицам, совершающим с ними сделки (обычно это работники или потребители, однако иногда ими могут быть поставщики), и организованные в соответствии с определенными юридическими нормами. Право голоса членов кооператива при принятии решений в кооперативе определяется не суммой их вложений в капитал (как, например, в корпорации, где действует правило «одна акция — один голос»), а правилом «один участник — один голос» или, реже, пропорционально степени участия в операциях с кооперативом. Аналогично и прибыли распределяются в форме пониженных цен за услуги, оказываемые кооперативом. Зачастую совершать сделки с кооперативом могут только его члены. (В США для того, чтобы организация была признана кооперативом, необходимо, чтобы по крайней мере половина объема ее продаж приходилась на операции с ее участниками). Членство продается только самой организацией: вторичный рынок на право участия в кооперативах отсутствует, и участник, покидающий кооператив, может ничего не получить или ему могут вернуть его начальный вклад.

Кооперативы играют важную роль в определенных секторах современного хозяйства. Из кооперативов работников достойны упоминания разнообразные предприятия, действующие в окрестностях города Мондрагон в Испании, строительные кооперативы в Италии и крупная автобусная компания в Израиле. Многие новые предприятия, возникшие в годы перестройки в СССР, были по юридическим причинам организованы как кооперативы. В США кооперативные книжные магазины, обслуживающие кампусы колледжей и университетов, покрывают около 10% всего книжного рынка. В торговле металлоизделиями для дома принадлежащие розничным торговцам сбытовые кооперативы типа «True Value» и «Ace» охватывают половину американского рынка. Почти треть оптовых поставок розничным торговцам (исключая фирмы, где оптовая и розничная торговля вертикально интегрированы) в США осуществляется сбытовыми кооперативами. Компания «Associated Press», находящаяся в собственности газет, является одной из двух основных служб международных новостей в США. В сельском хозяйстве фермерские сбытовые кооперативы обслуживают более 25% американского рынка и играют особую роль в производстве и сбыте нефтепродуктов, продуктов питания, удобрений и химикатов. Электроснабжение в сельской местности также зачастую осуществляется кооперативами. Кооперативы проявляют активность и в реализации сельскохозяйственной продукции. Среди хорошо известных в США товарных знаков можно встретить такие знаки, принадлежащие кооперативам, как «Land O'Lakes» (молочные продукты), «Blue Diamond» (миндаль) и «Sunkist» (цитрусовые). В Западной Канаде обычным элементом ландшафта являются кооперативные элеваторы. Наконец, потребительские кооперативы предоставляют широкий круг услуг, особенно в сфере розничной торговли продовольствием и бакалейными товарами.

Почему существуют кооперативы? На заре своей истории кооперативы имели ярко выраженную социальную и идеологическую основу. В более поздние времена популярность этой формы организации и ее распределение по

⁹ Данное изложение базируется главным образом на работе: *Hansmann H. The Ownership of the Firm // Journ. Law, Econ. a. Organization. 1988. Vol. 4. Fall. 267-304.*

регионам объясняются отчасти государственной политикой поощрения кооперативного движения путем предоставления дешевого кредита или налоговых льгот и развития поддерживающих институтов. Однако это не объясняет, почему данная форма в некоторых отраслях более распространена, чем в других. Такое объяснение следует искать, пожалуй, в монополистической власти.

Во многих случаях, когда мы имеем дело с процветающими кооперативами, существующая отдача от масштаба делает проблематичным наличие более чем одного или двух поставщиков. Например, спрос студентов колледжей на учебники неэластичен, вследствие чего они весьма чувствительны к высоким наценкам, устанавливаемым в местных книжных магазинах. Размеры отдачи от масштаба, возникающей при содержании запасов назначенных преподавателями книг, ограничивают количество конкурентов. В этом случае кооператив, финансируемый группой инициативных студентов, позволяет сдерживать рост розничных цен на учебники, даже если этот неприбыльный кооператив недостаточно эффективен, чтобы полностью вытеснить своих стремящихся к прибыли конкурентов. Сосуществование вертикально интегрированных фирм и сбытовых кооперативов небольших фирм в торговле бакалеей и металлическими изделиями для дома наводит на мысль о том, что обе организационные формы нацелены на решение одной проблемы — монопольного предложения. Существование бакалейных магазинов, принадлежащих потребительским кооперативам, объясняется тем же самым.

Не только из-за ослабления монопольной власти — некоторые кооперативы были образованы с целью установления рыночной власти их членов над потребителями. Например, сельскохозяйственные транспортные и торговые кооперативы в Калифорнии иногда устанавливают квоты для членов, аналогичные по своему эффекту установлению монопольных цен.

Родовые болезни кооперативов. Если участников кооператива не слишком много или состав их не слишком разнороден, то способность членов кооператива контролировать качество его услуг и достигать согласия по поводу задач их организации позволяет сделать эту организационную форму достаточно эффективной. Тем не менее кооперативные организации, особенно крупные, страдают от ряда предсказуемых организационных проблем.

При ограниченном статусе претендента на остаточный доход и отсутствии концентрации собственности у отдельных членов кооператива будет мало стимулов следить за управлением кооперативом. Если некоторые члены ожидают, что их участие в кооперативе будет недолгим, они могут проявлять нежелание голосовать за инвестиции, которые принесут кооперативу отдачу в более длительной перспективе. Или, что еще хуже, они могут продвигать такие проекты, которые приносят краткосрочные выгоды, но размывают капитал кооператива. Если устав кооператива позволяет ему участвовать в широком круге операций, тогда различие целей у его членов может привести к разрушительным действиям по оказанию влияния.

Поучительным примером может послужить «Berkeley» — потребительский кооператив в Беркли (Калифорния), который главным образом содержит бакалейные магазины, но продает также бензин, товары для автомобилей, лекарства по рецепту и одежду. Состав его членов в 80-х гг. был весьма разнородным, включая как студентов колледжей и представителей бедных семей, так и очень богатых людей. Само существование этой организации оказалось под угрозой, когда разразилась серия конфликтов из-за перекрест-

ных субсидий, совершавшихся между подразделениями кооператива. Стоит ли устанавливать низкие цены на товары первой необходимости, чтобы субсидировать бедняков? А как насчет предметов роскоши, которые покупают богатые члены? Бесплатный присмотр за детьми в магазине? Увеличить число магазинов, чтобы повысить их доступность в бедных районах? Эти сражения вовлекли организацию и ее руководство в политическое маневрирование, в то время как ее магазины несли огромные убытки.

Такие же проблемы могут возникнуть, если попробовать организовать в городах электроснабжение на кооперативных началах, которое оказалось столь успешным в американской глубинке. Разнородность состава участников вызвала бы при обсуждении политики кооператива следующие вопросы. Каким образом надо распределять издержки между промышленными, торговыми и бытовыми пользователями? Должен ли тариф резко возрастать вместе с объемом потребления, чтобы стимулировать экономию электроэнергии, или он должен повышаться более медленно, чтобы те, кто вынужден сидеть дома, могли позволить себе отапливать и проветривать свои жилища? Должны ли тарифы в часы пик быть повышенными для всех или только для тех, про кого можно сказать, что они запрашивают от системы более чем им необходимо? Поэтому вместо того, чтобы, сражаясь по поводу этих вопросов, принимать уродливые решения в городских электрокооперативах, в городах применяют модель собственности инвестора, а возникающие при этом монопольные искажения устраняются посредством государственного регулирования.

Франчайзинговая розничная торговля. В США на основе франчайзинговой системы действуют автомобильные дилеры, автозаправочные станции, «удобные магазины» (convenience stores), магазины одежды, гостиницы, рестораны, таксомоторные парки, агентства по прокату автомобилей, банковский сектор и предприятия многих других отраслей. К середине 80-х гг. в США было зарегистрировано более 300 000 франчайзинговых систем, годовой объем продаж каждой из которых составлял в среднем около 0.5 млн дол.¹⁰ Североамериканские фирмы расширяли свои зарубежные франчайзинговые операции: например, рестораны «McDonald's» есть и на Елисейских полях в Париже, и на Красной площади в Москве.

Держатель франшизы владеет и управляет предприятием розничной торговли, используя товарный знак франшизора, а также нередко приобретая ресурсы или товары для перепродажи у франшизора. Франшизор собирает комиссионные и лицензионную плату с франшизодержателей за использование ими его товарного знака и обычно обеспечивает также обучение, рекламу и другие услуги. Франшизоры также сохраняют за собой право устанавливать стандарты для франшизодержателей и добиваться их исполнения. Например, франшизор, специализирующийся на одежде, может потребовать от владельца розничного магазина поддержания определенного числа видов товара или минимального уровня запасов. Нефтяная компания может потребовать у владельца автозаправочной станции, чтобы его АЗС была открыта в определенные часы и дни, даже если эти дополнительные рабочие часы не приносят прибыли франшизодержателю. Франчайзинговые рестораны должны обычно допускать проведение у них ревизий, причем они несут наказание

¹⁰ Brickley J. A., Dark F. H., Weisbach M. S. An Agency Perspective on Franchising // Financial Management. 1991. Vol. 20. Spring. P. 27.

за неспособность поддерживать чистоту и стандарты качества продуктов питания. Их франшиза может быть даже отозвана, если они отказываются уступить требованиям франшизора.

Такая организационная форма позволяет использовать мотивацию владельцев-франшизодержателей к минимизации издержек, привлечению клиентов и сохранению помещений в надлежащем состоянии. В этом отношении франчайзинговая организация разделяет преимущества обычной рыночной организации. В то же время положительной чертой франчайзинга является то, что контроль, осуществляемый франшизором, препятствует возникновению проблем, связанных со специфичностью активов, безбилетного поведения франшизодержателей и отдачи от масштаба в сфере маркетинга и, возможно, снабжения. В тех случаях, когда эти источники приращения стоимости фирмы играют важную роль, франчайзинговые договоры могут иметь значительные преимущества перед рыночными контрактами.

Специфичность активов и стимулы. Рассмотрим случай корпорации «McDonald's», которая обслуживает клиентов примерно в 6900 ресторанах в США и в сотне других стран. Приблизительно 5300 ресторанов «McDonald's» в США содержатся франшизодержателями, которые владеют и управляют отдельными ресторанами. В этих условиях специфическим активом является здание ресторана, которое обычно специально предназначено и оборудовано под ресторан «McDonald's» и имело бы меньшую стоимость при других использованиях. Кроме того, собственник-управляющий производит специфические инвестиции в изучение систем компании. В «McDonald's» это отчасти принимает форму неоплачиваемой работы в течение известного периода в качестве ученика в другом ресторане и отчасти посещения Университета «Гамбургера», как в компании называют центр подготовки руководителей ресторанов. С точки зрения «McDonald's», затраченные франшизодержателем время и деньги свидетельствуют о том, что он взял на себя обязательство участвовать в этом бизнесе. С точки зрения франшизодержателя, это вложение, подверженное риску шантажа.

Необычная архитектура зданий, в которых размещаются рестораны «McDonald's», явилась бы источником опасности шантажа, если бы франшизодержатели владели этими зданиями. Таким образом, в отличие от большинства франшизоров «McDonald's» владеет инфраструктурой. В более общем смысле возможность шантажа со стороны франшизора является серьезной проблемой во многих франчайзинговых предприятиях. Франшизодержатели жалуются обычно, что после того, как они вложили капитал в развитие рынка, франшизор подводит их тем, что создает еще одну (конкурирующую) франшизу в той же области рынка. Франшизор может заявить, что рынок стал теперь слишком большим, чтобы с прибылью обслуживаться только одной франшизой. Автомобильные франшизодержатели проявили особую активность в поиске законодательных преград, чтобы предотвратить подобные покушения на их рынки, и франчайзинговые организации нередко совместно с франшизорами вырабатывают стандарты, регулирующие количество франшиз на рынке, чтобы уменьшить возможность возникновения такого конфликта.

Подобно другим франшизорам, «McDonald's» ценит репутацию своего торгового знака, гарантирующего клиентам чистоту помещений и окружающей их территории и горячую свежую пищу, подаваемую быстро и приветливо, а также наличие определенных блюд, таких как биг-мак. Общая репутация

ция — это ценный актив, который местный франшизодержатель может повредить, если он не выполняет стандарты франшизы. На деле у франшизодержателя есть стимул «безбилетного проезда» на общей репутации товарного знака, не особенно заботясь об обслуживании и качестве, поскольку вся экономия издержек достается ему лично, тогда как вред распределяется между всеми заведениями и франшизором. Права франшизора настаивать на следовании определенным процедурам, проводить ревизии, чтобы гарантировать соблюдение этих требований, и налагать наказания (включая прекращение франшизы), если они нарушаются, имеют важное значение для разрешения данной проблемы мотивации и защиты ценного актива.

В Европе франчайзинг был менее распространенным явлением, чем в США, и Европейское экономическое сообщество в своем стремлении установить единые стандарты ведения бизнеса враждебно относилось к контролю франшизоров над операциями франшизодержателей. Однако в 1989 г. «McDonald's» добились вынесения судебного постановления, поставившего под защиту некоторые из ее прав на регулирование деятельности франшизодержателей: «Хотя корпорация „McDonald's“ по-прежнему может указывать своим европейским франшизодержателям, какую порцию кетчупа класть в каждый биг-мак, он не может заставлять их продавать „кока-колу“, предпочитая ее другим маркам».¹¹ Это постановление отражает стремление Европейского сообщества уравновесить цели эффективной контрактации и сохранения локального контроля над европейскими предприятиями.

Проблемы координации. Еще одна проблема, возникновения которой следует ожидать при применении франчайзинговой системы, — это конфликт, часто сопровождающий изменения в системах и в ассортименте. В случае многих франшиз для торговли важно единообразие услуг, предлагаемых в разных заведениях: люди ценят то, что они знают, чего они могут ожидать. Если бы «McDonald's» и ее франчайзинговая группа пожелали изменить свой образ, переключившись на более здоровую пищу, или если бы «Еххон» и ее франшизодержатели решили всей группой повысить свои расходы на рекламу или заработать себе репутацию благодаря чистоте ванных комнат, то должен существовать способ добиться перехода на эти стандарты во всех заведениях, не неся при этом чрезмерных издержек переговоров. Единообразие оперативных систем может также быть источником отдачи от масштаба. Например, если «Bennetton» внедряет новую компьютеризированную систему контроля запасов, тогда наличие постоянных издержек разработки и эксплуатации этой системы и отдачи от масштаба, достигаемых при ее внедрении, означает, что общая стоимость максимизируется тогда, когда в этом изменении участвует каждое заведение. Такое всеобщее участие было бы практически невозможным, если бы было необходимо договариваться по отдельности с каждым франшизодержателем об издержках и выгодах для них от внедрения этой системы, чтобы субсидировать те магазины, для которых такой переход окажется особенно дорогостоящим. Когда осуществляются подобного рода изменения, обычно необходимы тесная координация и механизм для принуждения отдельных франшизодержателей к выполнению принимаемых решений. Данные координацион-

¹¹ Revzin Ph. European Bureaucrats Are Writing the Rules Americans Will Live By // Wall Street Journ. 1989. 17 May. P. 1.

ные проблемы, обусловленные отдачей от масштаба, служат дополнительной причиной того, чтобы дать франшизору власть вмешиваться в действия франшизодержателей.

Власть и ее пределы. Конечно, франшизодержатели пытаются защититься от чрезмерных требований или наказаний, накладываемых франшизором, например, путем образования ассоциаций франшизодержателей для ведения переговоров с франшизором. Поскольку стороны договора не могут заранее предвидеть все обстоятельства или предложения, которые могут со временем возникнуть в их отношениях, процедуры принятия решений становятся центральным пунктом договора. Поэтому во франчайзинговых договорах специально указываются некоторые права и обязанности сторон при ведении ими бизнеса. Процедуры, вырабатываемые в ходе ведения бизнеса, также служат руководством при определении того, что считать нормальным и какого поведения ожидать. Такого рода организационные конструкции радикально отличаются от контрактов «деньги — товар», заключаемых при простых рыночных сделках.

Отношения поставки в японской автомобильной промышленности. На обычных рынках фирмы, которые наиболее успешно и с низкими издержками удовлетворяют потребности клиентов, вознаграждаются ростом объема продаж. Североамериканские автомобилестроители традиционно пытались пользоваться этими рыночными стимулами, отбирая поставщиков посредством конкурентных торгов. Там, где применялись специфические активы, или там, где было мало квалифицированных претендентов на участие в торгах, обычное решение состояло в том, чтобы заключить специфические активы в собственность автомобильной компании, зачастую путем вертикальной интеграции.

ФРАНШИЗЫ ИЛИ ПРИНАДЛЕЖАЩИЕ КОМПАНИИ ЗАВЕДЕНИЯ

Как правило, франшизоры владеют примерно 20% заведений, нанимая управляющих для руководства ими. Какие факторы определяют решение: превратить ли новую организационную единицу во франшизу или сохранять ее в собственности компании?

Во-первых, из анализа отношений поручителя и исполнителя следует, что соотношение франшиз и принадлежащих компании заведений должно сместиться в пользу первых, если надзор за поведением управляющих затруднен. Во-вторых, франшизы должны быть более распространенным явлением в тех случаях, когда конкретное заведение часто имеет дело с постоянными клиентами, ибо в этой ситуации проблема безбилетника будет менее острой. В-третьих, франчайзинг должен быть более редким явлением, когда потребности в капитале для ведения бизнеса выше, поскольку при этом выше издержки от неэффективного распределения риска. В-четвертых, из-за того, что новые законы и правила затруднили франшизорам расторжение договоров, в ближайшие годы следует ожидать относительное сокращение доли франчайзинговых заведений по сравнению с долей заведений, принадлежащих компаниям.

Мы уже упоминали факты, касающиеся первой из этих тенденций, когда говорили о большей частоте франшиз среди тех АЗС, которые оказывают ремонтные услуги, чем среди станций, эти услуги не предоставляющих. Вообще говоря, эмпирические исследования, как правило, подтверждают правильность всех трех выводов.

Однако в этих исследованиях открывается одно загадочное обстоятельство. Исходя из существования проблемы безбилетника, следовало бы ожидать, что заведения, расположенные вдоль автострад, должны в большинстве своем находиться в собственности компаний, поскольку они реже имеют дело с постоянными клиентами, но в действительности это не так. Нам неизвестно ни одного удовлетворительного объяснения этого обстоятельства.

Источник: *Brickley J. A., Dark F. H., Weisbach M. S. An Agency Perspective on Franchising // Financial Management. 1991. Vol. 20. Spring. P. 27-35.*

Чем отличается американская практика от японской. Японские автомобильные компании проявили большую фантазию в изобретении способов, позволяющих воспользоваться рыночными стимулами даже тогда, когда для эффективного ведения производства требуются специфические инвестиции. Как мы указывали в главе 9, японские фирмы гораздо менее вертикально интегрированы, чем американские, и вместо этого покупают полностью собранные системы у относительно малого числа поставщиков. Например, в 1986 г. «General Motors» пользовалась услугами примерно 35 000 различных поставщиков, тогда как «Toyota» в том же году произвела почти все свои закупки у своей базовой группы, состоящей из 224 поставщиков — соотношение более чем 150 к 1.¹² Японские и американские показатели, однако, являются не совсем сопоставимыми из-за различий в определении термина «поставщик», используемого в тех источниках, откуда взяты эти данные. Если исключить самых мелких поставщиков GM, разрыв несколько сократится, но все равно между компаниями останется весьма заметное расхождение: на долю 5500 крупнейших поставщиков GM приходилось лишь около 80% закупок этой компании. В то же время «Toyota» опиралась на гораздо меньшее число поставщиков, чем GM. Практика «Toyota» является моделью поведения остальных японских автомобильных компаний.

Японская система управления отношениями с поставщиками отличается от американской и в других аспектах. Японцы гораздо реже используют конкурентные торги, чтобы найти поставщиков с низкими ценами. Напротив, поставщики оцениваются по тому, как они справились с выполнением предыдущих контрактов, причем лучшие из них вознаграждаются дополнительными заказами. Эта система вознаграждений способствует формированию долгосрочных отношений, которые, по сути дела, являются одной из особенностей японской модели. Системы, базирующиеся на конкурентных торгах, обычно требуют, чтобы участники торгов заранее знали, что именно им придется поставлять, и поэтому претендовать на заключение контракта можно лишь тогда, когда будут подготовлены подробные чертежи необходимых компонентов. Японские компании, поскольку они не прибегают к конкурентным торгам, могут выбирать поставщиков до того, как окончательно приняты спецификации требуемых компонентов, что позволяет им использовать опыт поставщиков в проектировании, дабы разрабатывать компоненты, отвечающие возмож-

¹² Эти данные и следующие за ними, упоминаемые в этом разделе, взяты из работы: *Banri Asanuma. Japanese Manufacturer-Supplier Relationships in International Perspective : The Automobile Case// Working Paper N 8. Faculty of Economics, Kyoto University, 1988.*

ностям имеющегося у поставщиков оборудования, и предоставлять поставщикам больше времени на планирование и подготовку производства. Наиболее надежным и технически развитым поставщикам можно доверить даже весь процесс разработки их компонентов, удовлетворяющих общим спецификациям, предоставляемым им автомобилестроителем.

Проблема оценки результатов. Подобная система должна, по-видимому, обладать двумя основными потенциальными недостатками. Первый связан с оценкой результатов. Если не были проведены конкурентные торги, откуда производителю автомобилей знать, сколько будет стоить производство ресурсов? Были ли издержки поставщика действительно настолько низкими, насколько они должны быть? Было ли его качество достаточно высоким? Может ли другой поставщик произвести тот же компонент более высокого качества и с более низкими издержками? Вторая проблема касается специфичности активов. Коль скоро фирма и ее поставщик обязались друг перед другом выполнить договор, согласно которому, скажем, поставляются фары для «Toyota Corollas», возникает вопрос: каким образом должна определяться цена? Кто определяет график поставок? Могут ли заказы быть отменены, если продажи автомобилей окажутся слишком низкими? Если рабочая сила компании занята не полностью, не может ли она взять производство фар на себя, чтобы занять своих работников делом?

Для того чтобы урегулировать первую проблему, «Toyota» проводит *политику двух поставщиков*: за исключением продуктов, производимых только самой компанией, по каждой категории компонентов всегда должно быть по крайней мере два поставщика. Если поставщик А изготавливает передние фары для модели X, то другой поставщик В будет производить эти фары для какой-то другой модели Y. Наличие лишь одного поставщика передних фар для единственной модели позволяет этому поставщику полностью воспользоваться отдачей от масштаба в производстве этих фар. Гарантируя поставщику, что он будет продолжать изготавливать данный компонент в течение всего жизненного цикла модели, фирма обеспечивает механизм защиты для любых специфических капиталовложений, производимых поставщиком. Использование еще одного поставщика компонентов для другой модели позволяет «Toyota» использовать процедуру сравнительной оценки результатов, чтобы определить, насколько хорошо работает каждый поставщик. Наградой за высокую результативность при производстве фар может быть заключение контрактов на изготовление передних фар и задних фар для следующей модели или передних фар для двух разных моделей (при условии, что политика двух поставщиков не нарушается). Если поставщик продемонстрировал техническую смекалку, наградой может стать *перевод его в более высокий класс*, дающий поставщику право производить более сложные компоненты.

Поскольку поставщики изготавливают законченные системы, было бы разумно возлагать на них ответственность за поломки этих систем, избавившись от бесконечных разбирательств о том, какой поставщик виноват. Производитель системы должен взять на себя обязательство возместить издержки на любой необходимый ремонт. Эта практика также поощряет поставщиков и базовую фирму сотрудничать в целях выявления и решения проблем.

Проблема шантажа. Вторую проблему, связанную с определением цен и избеганием шантажа, решить несколько сложнее. Смягчить эту проблему позволяет долгосрочный взаимовыгодный характер отношений, мотивиру-

ющий обе стороны к поиску взаимно приемлемых условий. Но даже располагая к взаимной благожелательности, долгосрочные отношения не в состоянии сами по себе установить цены или решить разногласия. Начальные цены можно установить исходя из планируемых издержек производства, опираясь на опыт компании в работе с аналогичными компонентами. Тогда размер прибыли будет зависеть от способности поставщика производить этот компонент с более низкими издержками, чем были у прежних поставщиков, достигаемой путем улучшений в производственных системах. Поставщик зарабатывает дополнительные очки в системе ранжирования поставщиков за стандартизацию методов, чтобы их могли использовать другие поставщики, способствующую снижению издержек базовой фирмы. Цель заключается в непрерывном повышении производительности всех поставщиков базовой фирмы.

Такого рода сложные отношения содержат возможности не только переустановления цен, но и шантажа. Например, поставщик может опасаться того, что он не получит подходящего вознаграждения за свои нововведения, которые передаются в распоряжение его конкурентов. Решение постоянно меняющихся проблем во взаимоотношениях между фирмой и ее поставщиками является одной из задач ассоциации поставщиков. В этом отношении понятным становится тот факт, что «Toyota» поддерживает ассоциацию поставщиков компонентов (киохокай) и поставщиков инструментов, оборудования и строительных услуг (эйхокай), но у ее поставщиков исходных материалов, таких как нефть или сталь, где специфические инвестиции играют гораздо меньшую роль, ассоциация отсутствует. То же самое мы наблюдаем и у других японских автомобильных компаний.

Преимущества. Эта система управляемой организации поставщиков имеет громадные преимущества перед системой конкурентных торгов среди независимых поставщиков. Она позволяет базовой фирме точно оценивать результаты поставщика, гарантировать, что поставщики с лучшим «послужным списком» получают большую часть заказов при изготовлении следующих моделей автомашин, воспользоваться проектными возможностями поставщиков и их специализированного оборудования и предоставить поставщикам больше времени на проектирование и планирование. Контракты, заключаемые на период всего жизненного цикла модели автомобиля, стимулируют специфические капиталовложения, снижающие издержки. Эта система поощряет поставщиков к новаторству, но также обеспечивает быстрый обмен информацией среди поставщиков-конкурентов — достижение, которое было бы невозможным при более традиционных отношениях с поставщиками.

Однако более разумно сравнивать эту систему не с обычными рыночными сделками, которые вряд ли будут работоспособными при тех преимуществах, которые сулят в автомобилестроении специфические инвестиции. Скорее японскую систему следует сопоставлять с системой вертикальной интеграции, применяемой в Северной Америке. Обе системы обеспечивают условия для создания и защиты специфических активов, причем японцы в большей степени опираются на репутацию и устойчивые отношения, чем на отношения собственности.¹³ Одно из важных преимуществ японской системы состо-

¹³ Иногда, впрочем, слышны жалобы о том, что крупные японские фирмы подводят своих поставщиков. На это указывают американские фирмы, заключившие с ними договоры о поставке. См., например: *Milbank D. Culture Clash : Making Honda Parts,*

ит в том, что легче разорвать отношения с поставщиком, не справившимся со своей задачей, чем с плохо работающим подразделением. Издержки влияния, возникающие при закрытии подразделения и переключении на внешних поставщиков или даже замены руководителей подразделения, могут быть значительными. Система двух поставщиков жертвует некоторой частью отдачи от масштаба, но это не очень большой недостаток, если минимально эффективный масштаб не слишком велик по сравнению со спросом. Зато она позволяет проводить сравнительное оценивание результатов и создает конкуренцию, сдерживающую цены и повышающую качество. В теории можно было бы создать конкуренцию между внутренними подразделениями-поставщиками, но на практике это выглядит гораздо сложнее, опять же из-за издержек влияния. Кроме того, поскольку по крайней мере независимые поставщики (те, кто не является членом ассоциации поставщиков какого-либо крупного производителя автомобилей) могут работать на любую крупную фирму, и даже члены группы «Nissan» могут поставлять компоненты «Toyota», эта система обладает достаточной гибкостью, чтобы реагировать на изменения спроса. «General Motors» сложнее быть поставщиком «Ford», чем некоей самостоятельной компании снабжать любую из них или их обеих, как то диктуют потребности.

ГОРИЗОНТАЛЬНОЕ РАЗНООБРАЗИЕ И СТРУКТУРА

Смысл понятия *вертикальная структура* станет вполне очевидным, если обратиться к схеме, изображенной на рис. 16.2, где единственный стабильный продукт проходит через фиксированный ряд стадий на своем пути к конечному потребителю. Вопрос в том, каким образом управляются сделки между последовательными стадиями: через операции на наличном рынке, через административное регулирование после объединения обеих стадий в одной фирме или через более сложное институциональное построение с особой структурой управления для принятия решений и улаживания конфликтов? Картина выбора, открывающаяся при таком подходе к фирме, удобна, но слишком проста и узка для описания спектра современных деловых организаций.

Конкурентная стратегия и организационное нововведение

Вспомним фрагмент, в котором описывается развитие «Lucky Goldstar». Будучи не в состоянии найти колпачки надлежащего качества для своих тюбиков косметического крема, «Lucky» (как она тогда называлась) решила изготовлять их самостоятельно. В нашем простом видении фирмы это было решение о вертикальной интеграции, и отнюдь не бесспорно, что это был правильный выбор. Возможно, «Lucky» могла бы договориться с какой-то другой корейской фирмой, чтобы последняя наработала знания и опыт и произ-

Ohio Company Finds, Can Be Road to Ruin// Wall Street Journ. 1990. 5 Oct. Бун Пиккенс заявил, что «Toyota» навязывает несправедливо низкие цены «Koito», поставщику автомобильных фар из группы «Toyota», крупным акционером которого в течение некоторого времени был Пиккенс. См.: Pickens T. B. Pickens to Toyota : I Give Up // San Jose Mercury News. 1991. 30 Apr. 7B.

вела инвестиции, дабы удовлетворить потребности первой. Однако, если одна лишь «Lucky» предъявляет спрос на высококачественную пластмассу, эти инвестиции были бы специфическими, по крайней мере до тех пор, пока на этом рынке не появятся дополнительные фирмы-потребители. Таким образом, между «Lucky» и ее поставщиком сложилась бы двусторонняя монополия, что стало бы стимулом к вертикальной интеграции. Недостатком является то, что масштабы отливки пластмассы могли быть слишком маленькими, чтобы сделать это производство эффективным; возможно, было бы дешевле обратиться к иностранной фирме, которая производила бы пластмассу в эффективных масштабах, при условии, что южнокорейское правительство дало разрешение на импорт.

Отчасти проблему масштаба можно было преодолеть, наладив производство других пластмассовых изделий: зубных щеток, расчесок, мыльниц. Поскольку зубная паста «Lucky» занимала практически монопольное положение на рынке зубных паст, у фирмы уже имелась сбытовая система, через которую можно было бы продавать эти новые продукты. Экспансия в производство пластмассы была, таким образом, как вертикальной (на новую стадию производства косметического крема), так и *горизонтальной* (в сторону нового ассортимента потребительских продуктов).¹⁴

В производстве пластмассы «Lucky» решила расширить свой рынок, чтобы добиться отдачи от масштаба. Она достигла этого, начав производство лопастей для электрофенов и корпусов для телефонных аппаратов. Она увеличила спрос на данные продукты, вступив на рынок электрического и телекоммуникационного оборудования. Это можно рассматривать как движение по вертикали на другую стадию производства фенов и телефонов, однако лучше, пожалуй, видеть в этом еще одно расширение по горизонтали.

Теория *корпоративной стратегии*, или *конкурентной стратегии*, сосредоточивается на одном из тех вопросов, к которым нас подводит история «Lucky Goldstar». В каком бизнесе должна участвовать компания? Иначе говоря: где должны проходить горизонтальные границы и каким должно быть разнообразие видов деятельности фирмы? Подробный разбор этого вопроса увел бы нас слишком далеко в сторону. Однако один из его аспектов имеет для нас центральное значение: каким образом разнообразие деятельности фирмы воздействует на ее структуру и каким образом механизмы, создаваемые фирмой для сбора информации, принятия, реализации и оценки решений, влияют на то разнообразие видов деятельности, которые она может успешно выполнять?

Направления расширения подразделений

Как следует из ряда примеров, приведенных в этой главе, направление экспансии фирмы часто определяется соображениями масштаба, разнообразия и базовой компетенции. Эволюция «Lucky Goldstar» — это одна из историй (несколько оппортунистического и даже бессистемного) расширения че-

¹⁴ Смысл, вкладываемый нами в понятие *горизонтальный*, совпадает с тем значением, в котором его используют в деловой литературе, где под ним понимают виды деятельности, не связанные вертикально. В литературе по антимонопольному законодательству и по экономике понятие *горизонтальное слияние* означает не что иное, как слияние между двумя фирмами на одном рынке.

рез успешную эксплуатацию комплементарности и отдачи от масштаба и разнообразия. Фирмы нередко отказываются от экспансии даже во взаимосвязанные виды деятельности, где отсутствуют эти виды экономии. Например, «Sears», не имеющая специализированной компетенции в промышленном производстве, в основном прибегала к услугам независимых поставщиков, выпускавших изделия для ее магазинов под ее товарным знаком. Как мы отмечали выше, в использовании независимых поставщиков есть реальные преимущества, особенно если среди них есть конкуренция, а приобретаемый у них продукт является стандартным, типа молотков или покрышек. В более позднее время «Sears» расширилась в сторону розничных финансовых услуг, в том числе страхования, операций с недвижимостью и с кредитными карточками. Она рассчитывала, что ей удастся применить свой опыт в розничной торговле при продаже этих услуг как потребительских продуктов, однако пока ее успехи на этом поприще весьма невелики.

Поглощение компанией «Electronic Data Service» (EDS) информационно-бизнеса компании «Continental Airlines» (см. врезку выше) иллюстрирует случай горизонтальной экспансии. Здесь расчет EDS строился на том, что компетенция, накопленная ею при управлении компьютерными базами данных в энергетике и банковском секторе, дает ей преимущество и в управлении информационными системами авиакомпаний. Еще один интересный пример — покупка корпорацией «Sony» компаний «CBS Records» и «Columbia Pictures». Видеокассеты «Sony» с технически более совершенным бета-форматом проиграли в конкурентной борьбе видеокассетам с VHS-форматом «Matsushita» отчасти потому, что первоначально видеофильмы, выдаваемые напрокат, были менее доступны в бета-формате. Против формата цифровых аудиокассет (DAT) «Sony», введенного в 1987 г., выступили звукозаписывающие компании, и поэтому он не завоевал широкого рынка. Совершив эти новые приобретения, «Sony» надеялась обеспечить координацию между внедряемыми ею в сфере развлечений аппаратными технологиями и разработкой их приложений в соответствующем формате. Например, ожидалось, что бывшая «CBS Records» станет предлагать музыкальные записи в мини-дисковом формате «Sony», как только этот формат станет доступен для коммерческого использования, а «Columbia» будет производить фильмы, используя видеосистемы высокого разрешения «Sony».

Базовая компетенция и деловая стратегия. Как правило, фирмы, стремящиеся осуществить выгодную экспансию, достигают наибольшего успеха тогда, когда они выявляют области своей особой компетенции, инвестируют в развитие этих областей и внедряют продукты, в реализации которых благодаря своей компетенции они имеют затратные или маркетинговые преимущества. Зачастую с этим связана масса гаданий. «Sears» упознала на то, что многие из клиентов ее универмагов захотят покупать финансовые услуги в тех же самых розничных магазинах, где они приобретают пижамы и велосипеды; «Continental Airlines» полагала сначала, что ее статус крупной авиакомпании вместе с наличием у нее ведущей системы компьютерного резервирования билетов обеспечивали ей компетенцию в предоставлении информационных услуг для авиакомпаний; «General Motors» рассчитывала на то, что маркетинговые и производственные навыки, наработанные ею в изготовлении и реализации автомобилей, будут полезны ей для производства других потребительских товаров длительного пользования типа холодильников и

кондиционеров; компания «Walt Disney» думала, что персонажи, успешно созданные ею для фильмов, могут стать основой для процветающей сети тематических парков.

Очевидно, что не всем этим чаяниям суждено сбыться. Иногда, даже если общая концепция верна, стратегическая экспансия может не получиться из-за того, что неправильно выбрано время. Например, с начала 80-х гг. повсюду господствовало убеждение, что объединение технологий передачи и обработки данных неизбежно. Широкое использование сетей, соединяющих отдельные компьютеры, иллюстрирует тесные взаимосвязи между этими технологиями. Некоторые из крупнейших компьютерных и телекоммуникационных компаний вложили огромные средства в это видение будущего, понесли громадные убытки, и многие еще продолжают совершать новые инвестиции, преследуя эту идею. Например, IBM вступила в телекоммуникационную отрасль в 70-х гг., вложив капитал в спутниковые деловые системы, приобрела в начале 80-х гг. 16% акций MCI, а затем вошла в совместное предприятие с канадской «Mitel Corporation». В 1984 г. IBM за 1.5 млрд дол. купила корпорацию «Rolm», быстрорастущего передового производителя телефонного коммутационного оборудования. Вложив еще около 1 млрд дол. в «Rolm», чтобы покрыть убытки и заплатить за новые инвестиции, всего лишь четыре года спустя IBM продала производственные мощности и половину торговых операций «Rolm» компании «Siemens». В своих попытках стратегического инвестирования IBM не одинока. Японская компания NEC инвестировала с таким же успехом, а в 1991 г. гигант американской телекоммуникационной отрасли AT&T приобрела корпорацию NCR, производившую компьютеры, чтобы создать компетенцию в этой технологии, которую AT&T рассматривает как ключ к будущему успеху в конкурентной борьбе.

Недостатки горизонтальной экспансии

Как показывают некоторые из этих примеров, иногда слияния и горизонтальные расширения терпят крах. С какими недостатками сопряжена такая интеграция? Если взять, например, мультидивизиональную форму, то может показаться, что крупная организация в состоянии позволить себе делать все то, что делает небольшая фирма, только скопировав стиль, стимулы и властную структуру, присутствующие в небольшой фирме, в рамках небольшого подразделения. Возможно даже, что у крупной фирмы это получится лучше, поскольку мелкое подразделение в периоды роста может обращаться к ресурсам крупной корпорации — к ресурсам, которые могут быть недоступны для небольшой независимой компании. Споры об издержках, связанных с горизонтальной интеграцией, являются одними из самых жарких в современной экономической теории.

Проблемы информации и координации. Существует важная закономерность: чем больше становится организация, тем больше она, как правило, страдает от ухудшения координации и процесса принятия решений. С ростом размеров фирмы либо увеличиваются размеры каждого подразделения, либо возрастает количество подразделений. В последнем случае увеличивается объем информации, поступающей из подразделений в головной офис. Верховные руководители оказываются перегруженными. Они могут отреаги-

ровать на это, взяв себе в помощь дополнительный персонал или проведя дальнейшую децентрализацию, передав большие полномочия на более низкие уровни и, возможно, увеличив число управленческих уровней между верховным руководством и подразделением, но обе эти реакции порождают издержки. Обеспечить вспомогательный персонал надлежащими стимулами особенно тяжело, так как их результаты очень трудно измерить. Децентрализация означает потерю контроля и координации в принятии решений, а добавление новых уровней в управленческую иерархию приводит к тому, что они замедляют принятие решений, начинают действовать как фильтры при передаче информации и вообще дороги сами по себе. Если рост начинается при заданной дивизиональной структуре, отдельные подразделения оказываются слишком большими, чтобы быть управляемыми. Затем их в свою очередь приходится децентрализовывать, создавая в них дополнительные уровни управления, что влечет за собой весь шлейф упомянутых выше проблем.

Экспансия в несвязанные области деятельности создает дополнительные проблемы, поскольку лица, принимающие решения в центре, не могут стать или оставаться должным образом осведомленными об особенностях технологий, применяемых на отдельных предприятиях и рынках, на которых они действуют. Это означает, что им труднее становится оценивать результаты различных подразделений и поступающих от них предложений о новых капиталовложениях. При принятии решений акцент все больше и больше перемещается на финансовые показатели, а важной, но неквантифицируемой информации уделяется недостаточное внимание. В качестве одной из проблем «General Motors» часто называют чрезмерное доверие к бухгалтерским цифрам.

НЕУДАЧНОЕ СЛИЯНИЕ «ROLM» И IBM

Корпорация «Rolm» была типичным представителем небольших, быстрорастущих компаний «Силиконовой долины» с либеральной корпоративной культурой, но с четким пониманием своей миссии. В ней не было никаких предписаний относительно одежды или фиксированного рабочего времени, однако ее парковка нередко была заставлена автомобилями сотрудников в 6 часов по пятницам и выходным. Компания имела свой гимнастический зал и бассейн, которыми в середине дня могли воспользоваться сотрудники, обычным явлением были и барбекю в обеденное время. Опционы на акции, предоставлявшиеся ключевым работникам, позволили некоторым из них разбогатеть, когда стоимость акций «Rolm» поднялась, а 2%-ные комиссионные вместе с жалованием в 24 000 дол. в середине 80-х гг. давали возможность обычному торговому представителю заработать 60 000 дол. в год.

Чтобы поддерживать атмосферу небольшой компании, даже когда она начала расти, «Rolm» разделяла свои операции по многочисленным подразделениям, когда отдельные подразделения обслуживали конкретные рынки, такие как банковский сектор, образовательные заведения, государственные органы, медицинские учреждения, гостиницы, мотели и розничная торговля. Еще одно подразделение занималось сбытом продукции телефонным компаниям и компаниям связи. Производственные операции были также разбиты на подразделения. Для облегчения координации групп в сфере стратегического планирования, поддержания качества продукции, разработки новых продуктов, сбыта продукции

за рубежом и материально-технического обеспечения были созданы четыре плановые группы.

Главными конкурентами «Rolm» были гиганты телекоммуникации AT&T и «Northern Telecom», которые могли вложить в развитие продукта больше средств, чем «Rolm». Поэтому «Rolm» убедила IBM инвестировать капитал в ее операции и в конце концов стать полной собственностью этой компании. IBM объявила, что в управлении компанией она будет проводить политику невмешательства, чтобы позволить ей сохранить ее предпринимательский дух. Проблемы, однако, не заставили себя ждать.

Организованный по региональному принципу торговый персонал «Rolm» мог иногда предлагать разные сделки одним и тем же корпоративным клиентам в разных районах страны. IBM, которая продавала свою продукцию по всей стране на единых условиях, вскоре столкнулась с требованиями клиентов ввести единые условия и в отношении своих телекоммуникационных продуктов. Подчиняясь этим требованиям, она попыталась привлечь торговый персонал «Rolm» к участию в общенациональном маркетинге, что поставило под удар систему вознаграждений. Платить ли торговым представителям «Rolm» более высокие комиссионные, чем представителям IBM, даже если они обслуживают одних и тех же клиентов? Кроме того, продажи на национальном уровне сложнее и отнимают больше времени, чем продажи более мелким региональным клиентам, угрожая сокращением доходов торговых представителей «Rolm» в коротком периоде. На это IBM отреагировала повышением окладов и снижением ставки комиссионных. Понижение комиссионных оказало наибольшее воздействие на лучших торговых представителей, часть из которых уволилась.

Но не только изменения в сфере сбыта, произведенные IBM, подорвали стимулы «Rolm». Инженеры «Rolm», мотивировавшиеся прежде опционами на акции корпорации «Rolm», не получили в обмен на них опционы IBM. Хотя их успех в разработке нового продукта мог привести к существенному изменению перспектив «Rolm» и цены на ее акции, они не в состоянии были сделать что-то, что повлияло бы на ценность акций IBM, поэтому стимулы угасли.

К январю 1986 г. один из основателей «Rolm» Кеннет Ошмен уволился, что повлекло за собой уход других ключевых руководителей. С течением времени управляющие IBM захватывали все больший контроль над деятельностью «Rolm», пытаясь перекрыть поток убытков, которые несла компания. Наконец, в 1988 г. IBM продала производственные подразделения «Rolm» и 50% акций торговых подразделений компании «Siemens».

Но даже на этом проблемы не закончились. «Rolm Siemens» (производственная ветвь) и «Rolm Company» (торговая ветвь) затеяли между собой спор о том, следует ли разрешить торговому персоналу выполнять функции поставщиков с полным спектром услуг, чтобы они могли продавать продукты других компаний в тех случаях, когда «Rolm Siemens» эти продукты не производила. Производственная компания хотела, чтобы торговая компания заранее извещала ее о разработке новых продуктов, дабы производственники могли проектировать и изготавливать продукты, удовлетворяющие спрос всех их клиентов. Торговая компания считала, что для нее лучше всего было бы обслуживать все потребности ее клиентов, даже если это означает сбыт продукции конкурирующих с «Rolm» фирм.

Еще одна проблема состоит в том, что измерение результатов с ростом разнообразия деятельности компании может становиться все дороже. Рассмотрим две самостоятельные фирмы сопоставимых размеров, каждая из которых достаточно велика, чтобы получить доступ на рынки акционерного капи-

тала. Инвесторы готовы вкладывать деньги в обе фирмы, и цены, которые они предлагают за акции фирм, отражают их оценки доходов, которые в будущем получат эти фирмы благодаря своим управляющим и применяемым ими стратегиям. Информация о результативности фирм, воплощенная в ценах на их акции, достается собственникам этих фирм бесплатно. Если эти две компании сольются между собой, тогда будет известна цена только одной акции, и сведения о результативности составляющих объединенную фирму частей будут утрачены. Более того, теперь будет издаваться только один комплект финансовой отчетности вместо двух, а значит, и в этом отношении объем информации, доступной для оценки результатов, уменьшится.

Издержки влияния. Издержки влияния возникают в результате попыток перераспределить и защитить ренту и квазиренту внутри организации. Очевидно, чем больше организация, тем больше в целом рент и тем больше людей соперничает за эти ренты. Если рост вознаграждения и количества соперников приводит к обострению конкуренции за эти ренты, значит, крупная фирма будет нести непропорционально более высокие издержки влияния. Следующий пример, конечно, слишком упрощен, чтобы быть реалистичным, однако он наглядно показывает, как возникают эти эффекты.

■ Математический пример конкуренции за ренты

Предположим, что ренты, которые можно перераспределить за счет своей влиятельности, являются функцией $P(n)$ величины фирмы n , которые мы измеряем числом ее работников. Рассмотрим для простоты случай соперничества, в котором победитель забирает весь выигрыш, $P(n)$. Этим показателем можно охарактеризовать политические аспекты борьбы за пост главного исполнительного директора, причем $P(n)$ может отражать дополнительный доход, привилегии и статус лица, возглавляющего компанию размера n . С эмпирической точки зрения оказывается, что все эти блага увеличиваются вместе с n . Отдельный соперник i может израсходовать ресурсы s с личными издержками влияния s_i , и если все соперники $i = 1, 2, \dots, n$ затратят по s_i , то вероятность того, что кто-то из них выиграет, составляет s_i/S , где S — ресурсы, затрачиваемые всеми вместе. Чтобы определить, насколько трудно будет выиграть, лицо i несет дополнительные издержки на увеличение s_i , которые равны s , и приравнивает их к приросту выгод от повышения шансов выиграть. В результате получим $[(S - s_i)/S^2]P(n)$.¹⁵ Если каждый соперник правильно прогнозирует, насколько тяжело будет пытаться выиграть другим (т. е. каждый правильно прогнозирует значение $S - s_i$) и в соответствии с этим решает, сколько он израсходует, тогда все выберут некий общий уровень $s(n)$, который удовлетворяет следующему уравнению:

$$\frac{(n-1)s(n)}{n^2 s(n)^2} P(n) = c,$$

¹⁵ Этот результат получен следующим образом. Пусть S_i — это ресурсы, израсходованные всеми, кроме лица i . Тогда выигрыш лица i составит $s_i P(n)/(s_i + S_i)$. Выражение, приведенное в основном тексте, есть производная этого выигрыша по s_i .

или $[(n-1)/n]P(n) = ncs(n)$. Правая часть этого выражения отражает общие издержки влияния, понесенные соперниками. Левая часть аппроксимирует $P(n)$ при увеличении n . Таким образом, даже если выигрыш растет не настолько быстро, насколько увеличиваются размеры фирмы, то общие издержки повышаются пропорционально этим размерам. Кроме того, если $P(n)$ также растет с n , то издержки возрастают в непропорционально большей степени, чем выигрыш. В пределе вся рента поглощается издержками влияния. Конечно, если соперники могут использовать в своей борьбе ресурсы фирмы, а не свои собственные средства, они будут оценивать эти ресурсы гораздо ниже их стоимости для организации. В этом случае личные издержки cs могут быть на много меньше фактических, и израсходованные ресурсы могут даже превысить стоимость выигрыша!

Специфические проблемы слияний и враждебных поглощений. Фирма, решившая расширить свое разнообразие, оказывается перед двумя вариантами выбора: развивать новый бизнес с нуля, нанимая новых людей, инвестируя в новые мощности и ища новых поставщиков и новые сбытовые каналы, либо приобрести какую-то компанию, уже действующую в этой сфере, с ее опытными работниками, освоенными производственными мощностями и налаженными связями. Последний вариант кажется привлекательным, однако существуют особые издержки, возникающие, когда независимая ранее организация интегрируется в более крупную фирму, которые весьма невелики или вообще отсутствуют при взаимодействии независимых предприятий. Данные издержки по-разному описывались различными наблюдателями. Это могут быть конфликты *корпоративных культур*, политические баталии, вызывающие *издержки влияния*, или неблагоприятное поведение центрального офиса при враждебном поглощении другой фирмы, который *нарушает обещания*, данные руководителям и работникам некогда независимого подразделения. Поскольку все это в большинстве приведенных примеров появляется одновременно, мы не станем пытаться проводить резкое различие между ними.

Эти проблемы могут возникнуть и тогда, когда организации одинакового размера сливаются. «Shearson American Express» испытала большие трудности, интегрируя в свои операции инвестиционных банкиров из «Lehman Brothers Kuhn Loeb», которые первоначально работали брокерами по розничной продаже акций. Точно так же производитель компьютеров «Unisys» испытала немалые организационные затруднения после того, как она образовалась в результате слияния фирм «Burroughs» и «Sperry». Отчасти возникшие трудности связаны с различиями в стилях этих организаций. Формальный стиль «Burroughs» резко контрастировал с либеральным стилем «Sperry», тогда как розничные брокеры из «Shearson», привыкшие считать деньги, нередко приходили в ужас от расточительных манер инвестиционных банкиров из «Kuhn Loeb». В каждом случае многие работники держались за ту рабочую среду, к которой они привыкли, и стойко сопротивлялись попыткам внести изменения.

Однако проблемы конфликта культур оказываются наиболее острыми, когда крупная компания поглощает более мелкую в надежде воспользоваться комплементарностью их технических возможностей и предпринимательским духом небольшой фирмы. В предыдущих главах мы ознакомились с несколь-

кими такими случаями, в частности в главе 6 мы рассмотрели приобретение компанией «Tenneco» фирмы «Houston Oil», а во врезках к этой главе мы проанализировали покупку «Rolm» компанией IBM и поглощение EDS фирмой «General Motors». В каждом случае приобретающая фирма обещала сохранять независимость более мелкой фирмы, оставив нетронутыми ее систему управления, процедуры работы и стиль. И в каждом случае это оказывалось невозможным.

Небольшие, управляемые предпринимателями фирмы поощряли и вознаграждали инициативность крупными премиями. Высокопроизводительные работники получали высокую оплату, с плохими работниками фирма расставалась. Эти фирмы не занимались операциями, требующими благонадежного исполнения рутинной работы, и они не вознаграждали надежных рутинных работников. Их ключевые сотрудники были людьми, склонными к риску, ставящими на новые технологии, новые рынки и новые месторождения.

Когда эти фирмы интегрировались в более крупные организации, вознаграждение и привилегии, которых удаивались сотрудникам предпринимательских подразделений, стали рассматриваться остальными как особые условия и превратились в источник зависти. Управляющие «General Motors» были недовольны тем, что сотрудникам EDS за снижение издержек платят премии. «Если бы вы заплатили мне столько же и дали бы мне такую же свободу и кадры для сокращения издержек, я бы добился большей экономии». Сотрудники IBM завидовали комиссионным и премиям, которые выплачивались их коллегам из «Rolm». В «Tenneco» требования поддерживать равенство в оплате по всей компании вынудили эту фирму полностью интегрировать «Houston», разрушив уникальный лик подразделения «Houston Oil». Руководители «Sony Corporation» отмечают, что их также принуждают установить единообразные ставки заработной платы в филиалах, работающих на индустрию развлечений, однако они полны решимости выстоять.

Пока центральный офис сохраняет хоть какой-то контроль над подразделениями, политическое давление внутри компании, направленное на уравнение оплаты и возможностей, будет сильным. С чисто экономической точки зрения неравное обращение приводит к тому, что работники отвлекаются от производительной работы и вместо этого начинают искать способы получить для себя выгодное задание. Конечно, существуют и другие издержки (не только экономические) работы с недовольными и завистливыми сотрудниками.

Другой комплекс проблем возник в ходе недавнего конфликта внутри «Sears» по поводу его совместного с IBM проекта «Prodigy». «Prodigy» — это сетевая система для пользователей домашних компьютеров, которая включает в себя электронные игры, почту, сектор новостей, электронный магазин и многое другое. Пользователи подключают свои компьютеры к системе «Prodigy» с помощью обычных телефонных линий. Среди услуг, предлагаемых «Prodigy», — брокерская служба под названием «Личный контроль», посредством которой инвесторы управляют своими портфелями ценных бумаг, передавая заказы на покупку-продажу электронным путем в «Личный контроль», которым руководят Дональдсон, Лафкин и Дженретт. Проблема «Sears» заключается в том, что комиссионные, назначаемые «Личным контролем», примерно на 75% ниже тех, что назначает собственный брокерский отдел «Sears» «Dean Witter Reynolds». «Dean Witter» — это брокерский дом

с полным спектром услуг, и устанавливаемая им плата должна покрывать его расходы на исследования, сбыт и ведение заказов — издержки, которых нет у системы «Личный контроль». Если бы «Sears» не контролировала «Prodigy», работники «Dean Witter» едва ли стали бы жаловаться на структуру оплаты «Prodigy» и посвятили бы всю свою энергию конкурентной борьбе с нею. Но поскольку «Prodigy» частично принадлежит «Sears», внутри этой последней бушует серьезный конфликт, а доверие между руководством «Sears» и сотрудниками ее филиала оказалось подорвано.

Четкие правовые границы между фирмами позволяют избежать попыток добиться влияния внутри фирмы, ограничивают возможности верховного руководства в нарушении соглашений и изолируют друг от друга конфликтующие культуры в разных организационных единицах. Это можно расценивать как важные преимущества независимых фирм.

ДЕЛОВЫЕ СОЮЗЫ

В своем анализе вертикальной структуры мы уже отмечали, что существует множество альтернатив помимо простого осуществления сделок через рынок и полной вертикальной интеграции. Характер взаимосвязей между фирмами может быть весьма тонким и сложным, и способ управления операцией зависит от всех ключевых параметров этой сделки (см. главу 2). Различные формы связей между самостоятельными компаниями, *не исключаящие* друг друга, называют *деловыми союзами*. Примерами таких союзов являются соглашения между IBM и «Mitsubishi» и между «Rolm» и GTE, рассмотренные во врезках к этой главе, а также альянс между IBM и «Apple», который мы обсуждали в главе 9.

«GENERAL MOTORS» И EDS

Когда «General Motors» (GM) купила в июне 1984 г. за 2.55 млрд дол. деньгами и акциями компанию Росса Перо «Electronic Data Services» (EDS), обе стороны были преисполнены самых радужных надежд. EDS была предпринимательской компанией, успешно занимавшейся выполнением за клиентов их компьютерных операций, гарантируя клиентам более высокое качество и более низкие издержки, чем они сами могли достичь. Поскольку прибыли EDS зависели от способности ее сотрудников находить работу и сокращать издержки, она непосредственно вознаграждала их, выплачивая за отличную работу премии в форме собственных акций. Выплата премий в виде акций делала лучших сотрудников кровно заинтересованными в успехе компании.

Гигантский производитель автомобилей под руководством Роджера Смита посвятил свои силы внедрению у себя высокой технологии, намереваясь стать мировым лидером со своим компьютеризованным производственным процессом и технологиями электронной обработки заказов. Что же может быть лучше, чем начать с покупки EDS.

GM обязалась не нарушать стиля ведения бизнеса EDS. Внутри GM EDS должна была стать проводником изменений, внедряя новую компьютерную технологию там, где она считала нужным, и получая в качестве вознаграждения часть достигнутой ее трудами экономии. Работники EDS по-прежнему вознаграждались бы акциями EDS, но теперь эти акции были преобразованы в акции GM

специального класса Е. В то же время основатель EDS Росс Перо должен был стать крупным акционером GM и членом совета директоров, перенеся свой ценный компьютерный опыт во внутренние круги этой компании.

В 1985 г. главным образом благодаря сотрудничеству с GM доходы EDS возросли на 400%. По мере того как GM выделяла деньги на компьютерные услуги, сотрудники EDS получали вознаграждение за улучшение систем, к величайшей досаде управляющих GM. Разгорелись споры о том, насколько действительно компания обязана работникам EDS за экономию, заслугу достижения которой они приписывали себе. Тем временем возникли разногласия между Россом Перо и Роджером Смитом, который, как считал Перо, нарушил свои обязательства перед людьми EDS. К декабрю следующего года GM выкупила акции Росса Перо за 750 млн дол., и Перо ушел из компании.

Источник: *Levin D. Irreconcilable Differences : Ross Perot versus General Motors. New York : Penguin Books, 1989.*

Цели, для которых используются деловые союзы, различаются весьма сильно. Например, «General Motors» использовала союзы, чтобы преобразовать свой бизнес. В 60-х гг. она имела вертикально интегрированную организацию и пыталась стать самодостаточной. К концу 80-х гг. она создала обширную сеть связей с автомобильными компаниями и поставщиками в Европе и Азии, а также в Северной Америке. Некоторые союзы должны были улучшить зарубежный маркетинг, другие предполагали обмен технологиями (применение в автомобилестроении робототехники); третьи призваны были заполнить слабые участки ассортимента GM новыми моделями. Упоминания заслуживает совместное предприятие GM с «Toyota» — «New United Motors Manufacturing, Inc.». В рамках этого предприятия старый автомобильный завод GM во Фремонте (Калифорния) стал демонстрационной площадкой применения методов японского автомобилестроения в условиях Северной Америки (см. врезку, озаглавленную «New United Motors Manufacturing, Inc.»). В отличие от интеграционных проектов, в ходе которых GM приобретала долю в акционерном капитале поставщиков или других автомобильных компаний, это совместное предприятие было явно выраженным временным союзом, благодаря которому GM надеялась изучить производственные методы «Toyota», а «Toyota» рассчитывала захватить производственный плацдарм на североамериканском рынке и научиться вести бизнес в США.

«MITSUBISHI ELECTRIC» ПРОДАЕТ КОМПЬЮТЕРЫ IBM

Корпорация IBM традиционно все продажи крупных деловых компьютеров совершала с помощью своего торгового персонала. Имея полный ассортимент от персональных до крупных магистральных компьютеров и сетей, чтобы связывать их между собой, IBM следовала стратегии реализации компьютеров для обслуживания компаний всех размеров, причем опиралась при этом исключительно на собственную продукцию. Торговые представители производителей, не выпускавших крупных магистральных компьютеров, из-за этой стратегии оказывались в проигрышном положении, так как они не могли получить столько выручки за один визит, сколько зарабатывал представитель IBM. Поэтому новостью стало соглашение, заключенное в 1991 г., по которому IBM позволяла кор-

порации «Mitsubishi Electric» продавать магистральные компьютеры IBM под своим собственным именем. Сумма, на которую были проданы машины, составляла от 1 до 5 млн дол., и «Mitsubishi» надеялась продать 900 из них в течение трех лет по заключении договора.

Теоретически подобная сделка должна была возникнуть лишь тогда, когда две компании совместно могли создать большую стоимость, чем если бы они действовали раздельно, т. е. если бы они могли предоставить друг другу complementary ресурсы. Что бы это могло быть?

IBM — крупнейший в мире производитель компьютеров — старательно пыталась увеличить объем своих продаж в Японии. В 1990 г. ее выручка в Японии составила 1.3 трлн иен, или около 9.6 млрд дол. Однако при расширении своих продаж на определенных сегментах японского рынка компания столкнулась с сопротивлением. «Mitsubishi Electric», базовый член кейрецу (группы фирм) «Mitsubishi», является пятым по величине продавцом компьютеров в Японии, но ее масштабы недостаточны велики, чтобы производить все свои ЭВМ с низкими затратами. Она рисковала отстать от более крупных японских конкурентов из-за своей неспособности поставлять полный ассортимент компьютеров. Кейрецу «Mitsubishi» является крупнейшей промышленной группой в Японии, что позволяет торговым представителям «Mitsubishi Electric» открывать двери, закрытые для IBM. Если этот союз увенчается хотя бы незначительным успехом, он принесет выгоду и IBM, и «Mitsubishi Electric». Если он окажется очень успешным, он поможет «Mitsubishi Electric» создать свои собственные магистральные компьютеры и улучшить ее шансы в будущей конкурентной борьбе непосредственно с IBM.

Источник: Pollack A. IBM Model to Be Sold by Mitsubishi// New York Times. 1991. 29 Apr. P. 17.

Деловые союзы возникают нередко тогда, когда у каждой компании-участника есть какой-то особый ресурс или компетенция, которых нет у других. Мы уже ознакомились с несколькими примерами двусторонних союзов такого рода, но возможны также и многосторонние альянсы. Например, в 1990 г. «Hewlett—Packard» и EDS совместно приобрели часть акций «Ask Computer Systems», чтобы помочь ей оплатить покупку «Ingres» — компании, выпускающей программное обеспечение для баз данных. Эти четыре компании планировали создать команду для разработки и реализации систем автоматизации производства.

«NEW UNITED MOTORS MANUFACTURING, INC.»

В 1984 г. «Toyota» и «General Motors» учредили проект для производства автомобилей «шевроле-нова» и «тойота-королла» на закрытом некогда заводе GM во Фремонте (Калифорния). Построенный в 60-х гг., фремонтский завод приносил GM одни убытки и был очагом трудовых конфликтов. 22%-ный уровень прогулов и употребление наркотиков и алкоголя на рабочем месте стали настоящим кошмаром для руководства. Работники тоже были недовольны, и к тому моменту, когда GM закрыла этот завод, около 2000 официальных жалоб оставались еще не рассмотренными.

Для GM новое соглашение сулило возможность научиться у «Toyota», мастера и новатора этой системы, японским методам управления. Администрация

нового завода должна была состоять из управляющих «Toyota», но GM могла разместить на заводе 16 своих управляющих, чтобы они изучили методы «Toyota» и перенесли потом все, чему они научились, на другие заводы в Северной Америке и других частях света. Но что надеялась выиграть «Toyota»?

«Toyota» была последней из японских автомобильных компаний, основавшей свои производственные мощности в США. На рост требований сократить огромный положительный баланс Японии во внешней торговле с США незамедлительно отреагировали «Honda» и «Nissan», построив в США свои заводы. Единственное, чего не доставало «Toyota», — это возможности быстро развернуть производство в США, и уже существующий фремонский завод GM был именно тем, что нужно. Готовясь к экспансии, «Toyota» рассчитывала построить сеть отношений с североамериканскими поставщиками и накопить опыт работы с североамериканскими рабочими и их профсоюзом «Объединенные работники автомобильной промышленности». На ее успех указывает такой показатель: хотя 85% ее рабочей силы составляли бывшие работники фремонского завода GM, уровень прогулов в «Toyota» был всего лишь 2%.

В соответствии с договором данный проект имел временный характер. Американские антимонопольные органы настояли на том, чтобы соглашение было заключено только до 1996 г., чтобы не допустить образования международного автомобильного картеля. Японская модель трудовых отношений была взята на вооружение и сильно повлияла на переговоры GM с профсоюзом в 1987 г., в ходе которых GM добилась для себя большей гибкости в назначениях на должности в обмен на предоставление рабочим гораздо больших гарантий занятости. GM, опираясь на опыт NUMMI, взяла за образец также многие трудовые и производственные практики, которые она применила затем в своем новом филиале «Saturn». «Toyota» в свою очередь изучила повадки американских рабочих, которые требуют больше автономии и больше информации, чем японские рабочие, и которые не всегда участвуют в «добровольных» программах компании. Опираясь на приобретенное доверие и опыт, «Toyota» построила крупные автомобильные заводы в Канаде и США.

Во многих союзах наибольшая опасность заключается в том, что участвующие в них компании могут достаточно хорошо изучить операции других партнеров, чтобы скопировать их порядок действий и специальную компетенцию и стать успешными конкурентами. Например, «Boeing», чтобы участвовать в разработке японского самолета-истребителя, согласилась организовать этот проект как совместное предприятие с японскими партнерами, но она не допускает этих партнеров к своим производственным мощностям, чтобы сохранить свои коммерческие тайны и специальные навыки в производстве самолетов. Изучение методов и технологии также может быть мотивом к созданию союза, как например в случае с «New United Motors Manufacturing, Inc.».

Отдача от масштаба может быть мощным стимулом к образованию совместных проектов по той же самой причине, по которой она благоприятствует развитию кооперативов. Например, Международный телекоммуникационный спутниковый проект — это совместный проект, в котором участвуют правительства разных стран, вкладывающие в него капитал и владеющие его акциями в количестве, пропорциональном их предполагаемому использованию системы. Точно так же американские фирмы — производители полупроводников образовали исследовательский консорциум «Sematech»

для проведения исследований в области полупроводниковых технологий. Ожидается, что к 2000 г. создание оборудованного по последнему слову техники и эффективного по масштабу предприятия по изготовлению полупроводников будет стоить от 1 до 2 млрд дол. Такая цена слишком высока для фирм, каждая из которых содержит свое собственное производство, и фирмы опасаются, что им когда-нибудь придется иметь дело с поставщиком-монополистом, особенно если он будет связан с иностранным конкурентом.

Отдача от разнообразия в торговле может быть еще одной причиной создания союза. Например, торговая сеть «Lenscrafters», занимающаяся продажей очков, имеет соглашения с рядом оптометристов, которые совершенно независимо проводят проверку зрения в тех же самых магазинах. Деятельность обоих подразделений каждого магазина проходит достаточно самостоятельно; цель союза состоит в том, чтобы обеспечить общим клиентам большее удобство в обслуживании.

Кейрецу

Особенно любопытным видом союза, имеющим огромное значение в современном мире, является японский *кейрецу*, или группа взаимосвязанных фирм. Эти группы, занимающие господствующее положение в японской экономике, состоят из независимых фирм, объединенных тесными связями и иногда общим названием. Крупнейшей из них является группа «Mitsubishi», совокупный объем продаж которой составил в 1990 г. приблизительно 175 млрд дол. Входящие в группу 28 базовых и сотни дочерних компаний производят и реализуют тысячи различных товаров и услуг.

Члены *кейрецу* объединены финансовыми связями двух основных видов. Во-первых, компании группы совместно владеют акциями других участников группы. Во-вторых, в среднем около 24% крупнейших японских компаний принадлежат другим, связанным с ними компаниям. Тем не менее, поскольку в руках отдельной компании редко бывает более 10% акций какой-то другой фирмы, компании в своих закупках не отдают предпочтения связанным с ними компаниям, если, конечно, те не предлагают наилучших экономических условий.

Характерной функцией такого рода групп компаний является обеспечение информационной сети и возможность подбора партнеров по совместным предприятиям. Президенты компаний-членов регулярно собираются на встречи, чтобы послушать доклады, обменяться деловыми идеями и закрепить личные отношения. В «Mitsubishi» эти встречи проходят дважды в месяц. Для развития информационного обмена и деловых связей между сотрудниками ниже президентского уровня существуют клубы и рестораны, резервируемые для работников компаний — членов *кейрецу*. Центральные офисы компаний-членов размещаются в непосредственной близости друг от друга в одном районе Токио, чтобы облегчить взаимное посещение и общение. Эта практика сочетается с ожиданием того, что компании-члены будут поддерживать друг друга в проектах, призванных укреплять их возможности для проникновения на многообещающий рынок для продукта какой-то из этих компаний. Например, все 28 базовых компаний «Mitsubishi» приняли участие в создании «Space Communication Corporation», компании спутниковой связи. Есть уверенность в том, что члены группы станут первыми клиентами новой компании и помогут ей встать на ноги. В мире, где

весьма распространены деловые альянсы, нацеленные на эксплуатацию специальных компетенций, наличие устойчивой группы партнеров, которые обладают всеми важными знаниями и навыками и готовы сотрудничать, является важным преимуществом.

Хотя *кейрецу* не имеют такого же центрального органа управления, как мультидивизиональная фирма, между ними существуют некоторые важные черты сходства. Точно так же, как центральный офис «General Motors» вынужден удерживать свои подразделения от конкуренции друг с другом на рынке сбыта, в *кейрецу* подобную роль могут играть торговые компании. Например, «Mitsubishi Heavy Industries» и «Mitsubishi Electric» производят кондиционеры. «Mitsubishi Corporation», торговая компания, часто рассматриваемая как центральная фирма группы «Mitsubishi», реализует свои продукты на экспортных рынках и следит за тем, чтобы эти две самостоятельные компании не соперничали друг с другом. Кроме того, капитал для совершения новых инвестиций, превосходящий финансовые возможности подразделений, зачастую предоставляется им центральным офисом мультидивизиональной фирмы, который анализирует конкурирующие заявки на средства. В *кейрецу* аналогичную роль играет главный банк группы, который, помимо этого, действует в качестве центрального, хорошо информированного агента, сообщаящего фирмам-членам об открывающихся возможностях сотрудничества внутри группы.

РЕЗЮМЕ

Деловые организации радикально изменились за последние 150 лет и продолжают изменяться во многих важных отношениях. От мелких, принадлежавших отдельным семействам фирм начала XIX в. развитие национальных и международных рынков, связи между которыми наладились благодаря улучшению средств коммуникации и транспорта, привело к крупным фирмам, появление их потребовало дополняющих инноваций в области управления и финансов. Эти нововведения в свою очередь способствовали развитию столь же больших фирм в других отраслях. Экспериментирование и дополняющие инновации придали инерцию процессу изменений и сделали его постоянным.

Особенно важным событием было создание мультидивизиональной формы организации, пионерами которой стали «Du Pont», «General Motors», «Sears» и «Standard Oil of New Jersey» в годы, следовавшие за первой мировой войной. Эта форма уравнивала потребности в децентрализованном принятии решений, при котором полномочиями по принятию решений наделялись люди на местах, непосредственно осведомленные о ходе операций, с потребностью в совместном планировании, позволяющем эксплуатировать отдачу от масштаба. По мере эволюции данной формы предприятия обнаруживали, что они могут управлять большим числом подразделений, организуя группы взаимосвязанных подразделений. До введения этой формы большинство фирм либо управлялось из центрального офиса, либо действовало в качестве холдинговой компании, в которой роль центрального офиса сводилась главным образом к обеспечению финансирования и получению прибыли. По сравнению с централизованными организациями мультидивизиональ-

ная форма имела преимущества децентрализованного принятия решений. Управляющий подразделения был гораздо лучше осведомлен об операциях своей организационной единицы, чем комитет центрального офиса, и, будучи ответственным за результаты, мог быть лучше мотивирован. Мультидивизиональная фирма также была лучше приспособлена к расширению в новые сферы бизнеса, которое не требовало в этом случае такого чрезмерного напряжения сил немногочисленных верховных руководителей, заседающих в центральном офисе, какое неизбежно возникает в более централизованных организациях. По сравнению с холдинговой компанией мультидивизиональная форма могла принимать более согласованную стратегию и могла финансировать совместные проекты, повышающие общую конкурентоспособность подразделений.

Внедрение мультидивизиональной формы требует определения того, как распределить выполняемые операции между подразделениями, и решения определенных проблем, присущих этой форме. В целом выделения подразделений и их групп должно опираться на следующие экономические принципы: операции, требующие тесной координации, должны быть объединены в одну организационную единицу, чтобы облегчить координацию; управляющим подразделений должна быть предоставлена большая свобода, дабы они могли более полно отреагировать на предлагаемые им стимулы, и подразделения должны быть достаточно небольшими, чтобы их руководители могли оказывать надлежащее воздействие на их результаты.

Мультидивизиональная форма также порождает проблему трансфертных цен, т. е. проблему установления цены, по которой будут осуществляться сделки между подразделениями. Если подразделение производит благо, предлагаемое и другими поставщиками, тогда теоретически правильным решением будет взять за основу цену, установившуюся на рынке. В противном случае возникает проблема двойной маргинализации и предшествующее подразделение будет склонно назначать слишком высокую цену, вызывающую не только перераспределение в его пользу доходов от последующего подразделения, но и сокращение общей прибыли фирмы.

Успех мультидивизиональной формы вызывает следующий вопрос: каковы пределы величины фирмы? Мы разбиваем этот вопрос на две части, сосредоточиваясь сначала на вертикальной, а затем на горизонтальной структуре фирмы.

Изначально и по сей день под фирмой чаще всего понимают производителя единственного продукта, занимающего определенное звено в вертикальной цепочке, двигаясь по которой сырье преобразуется в компоненты и системы и, наконец, собирается в продукты, реализуемые потребителям. Согласно коузовской теории трансакционных издержек, эта цепочка будет, как правило, разделяться по фирмам таким образом, чтобы минимизировать общие издержки управления сделками между последовательными стадиями. Две последовательные стадии будут вертикально интегрированы, если преимущества этого перевешивают преимущества совершения сделок на рынке. Последние включают в себя выгоды конкуренции между поставщиками и мотивацию собственника, а также любого рода отдачу от масштаба и разнообразия (в том числе базовые компетенции), которые могут быть недоступными для небольшой интегрированной фирмы. По сравнению с закупками на рынке вертикальная интеграция позволяет лучше координировать деятельность и

лучше защищать специфические инвестиции, дает фирме возможность завладеть любыми рентами, которые получает ее поставщик, избежать искажений, подобных двойному дифференцированию, которые сопряжены с монопольным предложением, и помешать проникновению на рынок потенциальных конкурентов.

Однако вертикальная интеграция и снабжение через рынок не исчерпывают все возможные альтернативы. Постоянно появляются новые формы, из которых мы рассмотрели три. Кооперативы позволяют своим членам воспользоваться преимуществами отдачи от масштаба, избегая при этом монополистических искажений при закупке (закупочные кооперативы) и при реализации (сбытовые кооперативы). Однако из-за отсутствия крупного собственника кооперативы могут страдать от недостаточного контроля за управляющими, конфликта целей членов и политических стычек. Франчайзинговая розничная торговля — вот еще одна организационная форма, обеспечивающая мощные собственнические стимулы для франшизодержателей, позволяя в то же время франшизору защищать репутацию своего товарного знака и добиваться сотрудничества, когда нужна тесная координация. Опасность состоит в том, что сильный франшизор может эксплуатировать франшизодержателей, и, создавая подобную угрозу, последние подчас бывают несклонны делать специфические инвестиции. Однако решить эту проблему могут объединения франшизодержателей, задача которых заключается в ведении переговоров с франшизором.

Третьей новой альтернативой является организационная форма, которой пользуются японские автомобилестроители для управления своими поставщиками. Используя для отбора поставщиков сравнительное оценивание результатов вместо конкурентных торгов, такая система вознаграждает эффективных поставщиков заключением с ними дополнительных договоров на поставку. Это способствует повышению результативности и позволяет поставщикам участвовать в проектировании продукта, поощряя разработку простого с точки зрения производства дизайна. Чтобы стимулировать инновационную активность и быстрое распространение новых идей, производитель автомобилей ставит поставщикам определенные баллы в своей внутренней системе ранжирования за каждое нововведение, снижающее издержки, которым они делятся с остальными. Чтобы добиться отдачи от специализации и масштаба, контракты на поставку заключаются на весь период изготовления компонента или системы. Эта практика защищает также любые специфические инвестиции, которые может произвести поставщик. Организации поставщиков создают дополнительный уровень защиты.

Идентификация фирмы с изготавливаемым ею продуктом — это тонкое дело даже в статическом контексте, и она оказывается совершенно бессмысленной в условиях постоянного изменения продукта. Альтернативная концепция фирмы заключается в понимании ее как организации, которая собирает и консолидирует контролируемые ею ресурсы, чтобы воспользоваться соответствующими деловыми возможностями. Способ, которым фирма управляет принадлежащими ей предприятиями, помогает ей приобрести определенную базовую компетенцию. Эта компетенция, а также возможности использовать другие варианты отдачи от масштаба и разнообразия являются основным фактором, определяющим наиболее прибыльные направления расширения бизнеса.

Мультидивизиональные фирмы могут также нести издержки, которых не было бы у тех же самых подразделений, если бы они действовали как самостоятельные компании. Столкновение корпоративных культур, вызванное различиями в процедурах и ожиданиях в разных подразделениях, может вызывать трения, когда подразделения попытаются навязать свои стандарты другим частям организации. Высокий уровень оплаты, используемой для мотивации в небольших предпринимательских организациях, часто вызывает зависть в более крупных и более традиционных организациях, что приводит к разрушительной борьбе за влияние, принимающей форму, например, лоббирования «равной оплаты».

Союзы между независимыми фирмами могут быть вызваны несколькими причинами. Обычная причина заключается в том, что фирмы-участники обладают различными компетенциями или особыми ресурсами, которые могут быть с пользой объединены в рамках какого-то нового делового предприятия. Союзы могут также создаваться с целью облегчения обучения или эксплуатации отдачи от масштаба в области сбыта или снабжения.

В японском деловом мире господствует уникальная организационная форма — *кейрецу*, или группа фирм. Независимые компании, входящие в состав этих групп, привязаны друг к другу отношениями взаимного участия в собственности, частыми встречами президентов компаний, близостью географического расположения, общим финансированием и подчинением указаниям главного банка и торговой компании и сложной сетью социальных отношений между их сотрудниками. Обмен деловой информацией между членами группы и постоянное наличие квалифицированных партнеров и финансистов, готовых поддержать любые экономически целесообразные совместные проекты, дают этим группам необычайную способность выявлять возможности и быстро и гибко реагировать на них.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ЗАМЕТКИ

Большинство теоретических идей, использованных в этой главе, более подробно разбираются в других главах с соответствующими ссылками на высказавших их авторов. Другим важным источником при написании этой главы были работы историка бизнеса Альфреда Чандлера, который заострил внимание на меняющейся природе деловой организации, изучил и рассказал истории компаний, которые изобрели мультидивизиональную форму, показал, что изменение деловой стратегии вызывает изменения организации и что новые организационные структуры оказывают воздействие на последующую стратегию предприятия, и указал на то, что исторически ключом к успеху в бизнесе было неустанное стремление к повышению отдачи от масштаба и разнообразия.

ЛИТЕРАТУРА

- Chandler A. D., Jr. Strategy and Structure. Cambridge, Ma. : MIT Press, 1962.*
Chandler A. D., Jr. The Visible Hand : The Managerial Revolution in American Business. Cambridge, Ma. : The Belknap Press, 1977.
Chandler A. D., Jr. Scale and Scope. Cambridge, Ma. : The Belknap Press, 1990.

УПРАЖНЕНИЯ

Пища для размышлений

1. В 1991 г. компания «Wal-Mart Stores» перехватила лидерство в розничной торговле США у «Sears», и, похоже, она долго еще будет расти высокими темпами. Компьютеризованные системы контроля запасов «Wal-Mart» позволяют ей четко отслеживать свои запасы и извещать своих поставщиков о поступающих заказах. Озабоченная своей репутацией среди клиентов, «Wal-Mart» уделяет большое внимание качеству и ценам своих поставщиков и вступает с некоторыми из них в долгосрочные отношения, создавая уникальные товарные знаки, например такие, как (одежда для детей) «Liberty». Как вы полагаете, с какими проблемами может столкнуться «Wal-Mart» при координации деятельности своих поставщиков? Как это может повлиять на взаимоотношения между компаниями? Сравните издержки и выгоды этой системы с издержками и выгодой безличных рыночных отношений поставки или системы вертикальной интеграции, при которой «Wal-Mart» должна была бы производить свои собственные продукты.

2. В последние годы ведущие японские производители бытовой электроники приобретают ведущих американских производителей продукции индустрии развлечений, такой как аудио- и видеозаписи, стремясь улучшить координацию при внедрении новых продуктов и при их продаже. Например, «Sony» купила бывшую «CBS Records» и «Columbia Pictures Entertainment», а «Matsushita» приобрела MCA. Каковы очевидные преимущества такого рода горизонтальной интеграции? Могли бы достигнуть эти компании бытовой электроники таких же результатов, если бы вступили с поставщиками развлекательной продукции в долгосрочные отношения? Могли бы условия для введения на рынок нового продукта быть созданы столь же успешно на основе обмена «продукт за продукт»?

3. Залив Прадхоу, находящийся возле Северного полярного круга на Аляске, содержит одно из крупнейших месторождений нефти в Северной Америке. Доступ судов к заливу в течение большей части года блокирован льдом, поэтому для транспортировки нефти через Аляску в Порт-Вальдес, где танкеры могут загружаться круглый год, был построен трубопровод. Восемь крупных нефтяных компаний, имеющих большие владения в этом районе, образовали совместное предприятие «Alyeska» для управления этим трубопроводом. Каждая нефтяная компания имеет транспортный филиал, которому принадлежит часть трубопровода и который назначает фиксированную плату за баррель за транспортировку нефти. Расходы на эксплуатацию трубопровода распределены между компаниями в соответствии с формулой, в которой основным фактором является объем нефти. Как вы думаете, с какими проблемами сопряжена эта система? Что могло бы произойти, если бы доля компании в собственности значительно отличалась от ее доли в добыче нефти? Найдите альтернативные способы организации транспортировки нефти и сравните их достоинства и недостатки в плане доставки аляскинской сырой нефти.

4. Компания «Honda Motor» является одной из трех компаний, известных широкой публике под общим названием «Honda». Компания «Motor» занимается производством и продажей автомобилей, но существуют также

независимые компании «Honda» по НИОКР. Какие проблемы или заботы могли заставить «Honda» принять столь необычную форму организации?

5. В американской гражданской авиации компании часто образуют альянсы в целях расширения и координации операций сети обслуживаемых ими городов и для уплотнения расписаний полетов, предлагаемых ими своим клиентам. Например, региональные авиаперевозчики, являющиеся дочерними компаниями «American Airlines» и выступающие под названием «American Eagle», подстраивают свои расписания под внутриамериканские полеты на более дальние расстояния, перевозя пассажиров в города, откуда они отправятся в дальний полет, по всему региону. Кроме того, «American Airlines» поддерживает отношения с некоторыми национальными и транснациональными авиакомпаниями типа «Trans World Airlines» и «British Airways», обеспечивая часть километража в их частой сетке полетов. В то же время опыт небольших американских авиаперевозчиков, таких как «Eastern Airlines» и «Continental Airlines», показывает, что для успеха действительно важен размер. Учитывая возможности координации деятельности независимых авиалиний, обсудите роль размеров и разнообразия в организации работы авиалинии.

ЭВОЛЮЦИЯ СИСТЕМ БИЗНЕСА И ЭКОНОМИЧЕСКИХ СИСТЕМ

Организации в бизнесе сталкиваются с изменениями, являющимися более обширными, более далеко идущими в своих последствиях и более фундаментальными в своем меняющемся качестве, чем какие-либо другие, начиная с «современной» индустриальной системы, сформировавшейся примерно между 1890 и 1920 гг. Эти изменения... идут из нескольких источников: рабочая сила, характер мировой торговли, технологии и политическая восприимчивость... Изменения являются глубокими, и они происходят непрерывно.

Розабет Мосс Кантер

Мы начали эту книгу с изложения исторических эпизодов — рассказов о конкуренции между компаниями «Ford», «General Motors» и «Toyota» и между «Hudson Bay Company» и «North West Company», с реформы вознаграждений «Salomon Brothers» и с фиаско коммунизма в Восточной Европе и в Советском Союзе. Эпизоды служили примерами для многих тем, рассмотренных в главах этой книги, но ни один из них не был более ясным, чем происходящая драма организационных изменений.

Как подчеркивалось в предыдущих главах, размер, границы и организация фирмы существенно изменились за десятилетия, так как менеджеры экспериментировали с организационными нововведениями, чтобы решить проблемы координации и мотивации и чтобы реагировать на постоянно меняющиеся рынки и технологии. Внутри фирмы были введены новые системы оплаты и новые базы для вознаграждения. Изменились характеристики рабочих мест и служебных лестниц. Были радикально изменены схемы финансирования и структуры собственности. Были перестроены взаимоотношения между поставщиками и покупателями, изменились возможности деятельности, осуществляемой внутри фирмы, и были переформлены схемы информационных потоков, власти, отчетности внутри организаций и между ними.

Также в последние десятилетия заметны существенные изменения в организации на уровне экономики в целом. В капиталистическом мире государства *дерегулируют*, ослабляя объем и интенсивность регулирующего надзора, и *приватизируют*, продавая и передавая фирмы, которые раньше были государственной собственностью, частным инвесторам. Многие примеры этих феноменов могут быть найдены в Западной Европе, Северной и Южной Америке и в Японии. В последнее время Советский Союз и бывшие коммунистические страны Восточной Европы предприняли полную перестройку своих экономических и политических институтов, введя новые системы демо-

кратического принятия политических решений и рыночно ориентированного распределения ресурсов. В последней главе мы выдвинем на первый план и проанализируем некоторые из этих изменений и те главные силы, которые пока управляют ими.

В нашем анализе постоянно выдвигается один тезис: когда группа видов деятельности является комплементарной, изменения, которые увеличивают эффективность некоторых видов деятельности в группе, способствуют принятию и улучшению других видов деятельности. Внутри группы комплементарных видов деятельности причинная связь может действовать не только в одном направлении. Наиболее успешные организационные инновации часто перенимаются и копируются конкурентами и заимствуются фирмами других отраслей. Эти фирмы будут следовать логике комплементарности, чтобы развивать дополняющие технологии и осуществлять их на практике, что усиливает эффективность их недавно освоенных организационных механизмов. По мере распространения знаний об этих изменениях новая организация становится даже более выгодной, ведя к еще более широкому заимствованию и добавочным улучшениям. Изменения, идущие таким образом, могут породить эффект снежного кома, приводящий к устойчивым тенденциям и существенным сдвигам в технологиях и организации.

НАСТОЯЩЕЕ И БУДУЩЕЕ ФИРМЫ

В конце XX столетия, как и на протяжении предшествующих 200 лет, организация бизнеса продолжала развиваться, так как компании осуществляли новые изменения и осваивали новые возможности. В частности, быстрый темп технологических перемен, сочетающийся с падением барьеров в международной торговле, создал новые стратегические и организационные возможности, на которые многие фирмы творчески откликнулись. Эти реакции в свою очередь поощрили расширение и дальнейшее развитие новых технологий, так же как и дальнейшее снижение международных барьеров.

Технологические и организационные перемены в обрабатывающей промышленности

Границы технологического прогресса в конце XX столетия впечатляюще расширились, влияя на организации по многим направлениям. Одним из примеров является изменение технологии производства полупроводников, где возросшая важность экономии от масштаба как в исследованиях и разработках, так и в производстве изменила лицо отрасли. Ожидается, что расходы на оборудование по производству полупроводников, способное производить современные чипы памяти, возрастут примерно в 10 раз — с 200 млн до 2 млрд дол. с 1990 по 2000 г., содействуя дальнейшей концентрации в бизнесе по производству чипов. Пользователи чипов и их изготовители в Соединенных Штатах в свою очередь создали совместные предприятия в области разработки и производства полупроводников (например, успешно работающее предприятие «Sematech R&D» и неудачная попытка производства в «U. S. Memories»). Тем временем крупнейший в мире изготовитель чипов IBM пытается увеличить масштабы своего производства, оставив политику изготовления полупроводников только для своего внутреннего использования и

начав серию совместных проектов с различными фирмами по разработке и производству новых полупроводниковых продуктов. Становятся все более важными распространенные по всему миру стратегические союзы различных видов, наделенные на распределение издержек и рисков исследований и разработок в электронике и других отраслях. Рост числа таких союзов размывает организационные границы и увеличивает необходимость в координации между организациями.

Технологии связи и транспорта. Экономия от масштаба является только одним из путей, с помощью которых технологии воздействуют на организацию. Вторым современным примером является резкое снижение издержек телекоммуникаций и систем быстрых грузовых авиаперевозок, которое уменьшило для многих фирм необходимость в поддержании высокого уровня запасов конечных продуктов в местных магазинах и на товарных складах, близких к потребителям. Эти фирмы придают особое значение получению и быстрой обработке информации о запросах потребителей, приспособлявая производство к текущему спросу и отгружая продукты клиентам только тогда, когда они им действительно необходимы. Например, «Benetton» — итальянский производитель одежды — собирает еженежно данные о продажах в розничных магазинах и пытается отгружать только то, что действительно необходимо, со своего центрального склада близ Венеции. Это сокращает потребность в высоких уровнях запасов одежды в магазинах и экономит общие запасы за счет отгрузки товаров только тогда и туда, где они наиболее ценны. Такой образ действий был прежде чрезмерно дорогим из-за высокой цены передачи данных, медленных и ненадежных расчетов или неразвитых транспортных систем. Он требует стандартизации систем, используемых отдельными магазинами, и тесной координации между ними при изменении этих систем. Последнее в свою очередь требует смещения ответственности за устройство систем от отдельных магазинов к планирующим органам таких систем. В этом случае стратегия и организация оказываются тесно связанными, и реализуемость стратегии является следствием новых технологий.

Гибкие производственные технологии. Другим изменением в конце XX столетия стало увеличение степени использования гибких технологий в производстве, что позволяет эффективно использовать то же самое оборудование для изготовления различных продуктов. Например, ведущие японские производители автомобилей достигли такого уровня, когда они способны обслуживать свои местные рынки по существу на основе сделанного заказа, собирая каждый отдельный автомобиль с учетом подробностей контракта с индивидуальным покупателем. Контраст с конвейерной линией Генри Форда, которая не могла производить ничего из того, что так хотели потребители, кроме черной модели Т, является поразительным.

Использование таких гибких производственных технологий является комплементарным к использованию новых возможностей телекоммуникаций и транспорта. Эту взаимодополняемость иллюстрирует пример «Allen Bradley», американского изготовителя средств электронного контроля. Выпуская сотни моделей контрольного оборудования на своем предприятии в Милуоки, компания так программирует оборудование для гибкого производства, чтобы удовлетворить каждый переданный по электронной почте индивидуальный заказ отдельно, не храня товарные запасы готовой продукции и отправляя продукт экспресс-авиапочтой в течение дня. Без способности быстро обрабатывать

заказы и незамедлительно отсылать результаты, способность «сместить» производственный процесс с одной модели на другую за секунды была бы менее ценной.

Гибкие процессы требуют особой организационной политики и процедур по сравнению с теми, которые были традиционными в обрабатывающей промышленности. Например, традиционные процедуры расчета производственных издержек, придуманные в эпоху систем массового производства, в которых для каждого типа продуктов использовались специализированные инструменты и наиболее контролируемые издержками производства были издержки рабочего времени, не подходили для информационных решений о продуктах, произведенных новыми способами. Когда машины пригодны для разнообразных сфер использования, необходима система анализа, чтобы обеспечить информацию для принятия решения о выборе наилучшей среди этих сфер. Такие компании, как «Hewlett—Packard», прокладывают путь новым системам, чтобы обеспечить более точную оценку предельных издержек производства каждого продукта, например, путем развития методов регистрации времени использования каждого типа машин в производственном процессе и посредством оценки издержек каждого продукта в соответствии с количеством часов работы машины. Эта информация об издержках помогает не только в принятии решений по ценообразованию, но также в установлении конструктивных характеристик изделий, которые могут быть произведены при низких издержках, и в формировании значимых показателей для оценки результатов работы руководителей.

Оборудование для гибкого производства также поощряет более частое изменение продукта, что меняет потребности в проектировании, маркетинге и поставках, равно как и в сборочных заводах. Например, частое изменение продукта форсирует реорганизацию процессов его конструирования и проектировочных функций фирм. В традиционном массовом производстве конструкторы были отделены от реальной производственной деятельности. Продукт проектировался, затем проект направлялся инженерам, которые думали о том, как превратить его в физическую реальность, а затем они же отправляли его в производство, вычислив, какой объем выпуска является экономически выгодным. В более раннюю эпоху такой последовательный подход вызывал некоторые проблемы, поскольку для производства какого-либо нового продукта должны были быть использованы новая фабрика или по меньшей мере новое оборудование. С большей широтой ассортимента и более частой заменой продукта инженерам в современной проектной работе необходимо знать больше об издержках и максимальной производительности существующего оборудования и о том, что проекты могут быть быстро внедрены в производство. Чтобы достичь этого, фирмы замещают традиционные последовательные модели взаимодействия отдельных специалистов командами конструкторов, инженеров-технологов и производственников, работающих вместе, чтобы создавать продукты, которые могут быть произведены качественно и эффективно. Эта модель поддерживается еще одним техническим новшеством — введением систем компьютерного проектирования и компьютеризованного производства (CAD-CAM). Использование таких технологий дополняет частую замену продукта, поскольку оно сокращает издержки конструирования продукта, вводя новые модели в производство быстро и дешево.

Вызываемые технологиями изменения воздействуют также на характеристики рабочих мест и продвижение по служебным лестницам. Многие инженеры сейчас часто перемещаются по различным рабочим местам, чтобы глубже понимать потенциальные возможности и потребности различных частей компании.

Те же перемены воздействуют и на производственных рабочих, которые пытаются овладеть рядом трудовых навыков, чтобы быть готовыми двигаться от задачи к задаче, часто работая в командах и получая вознаграждение за мастерство, которым они овладели, а не за конкретную работу, которую они делают. Именно уровень знаний и мастерства рабочих, больше чем какой-либо другой фактор, определяет, как быстро фирма может исправить недостатки в производстве нового продукта и как легко она может применить новые технологии и улучшенные методы. Признавая эти факты, прогрессивные фирмы развиваются, предоставляя своим рабочим больше ответственности и свободы действий, позволяя им лучше использовать специальные локальные знания, которыми владеют только они.

В отраслях, где темп изменения продукции является высоким, рынок отдельного товара уже не представляет собой центр принятия стратегических решений. Теперь управление должно предвидеть запросы потребителей и вкладывать капитал в формирование возможностей удовлетворять эти запросы. Выбор такого нового центра интересов влечет за собой далеко идущие перемены. Фирмы разрабатывают системы для поддержания эффективной связи с поведением потребителей, чтобы знать об их меняющихся планах и потребностях. Они развивают способность к быстрому конструированию и изготовлению новых продуктов, а также помогают рабочим овладеть многими видами профессиональных навыков и вознаграждают их за это. Фирмы сотрудничают в координации действий поставщиков и предприятий, чтобы гарантировать выполнение последовательных планов и действий при меняющихся обстоятельствах. Они могут также создавать союзы с другими компаниями, чтобы обеспечить быстрый доступ к возможностям, которые у них отсутствуют. Все эти изменения обеспечиваются благодаря современным технологиям конструирования и производства, а также ускорению темпов изменений продукта и спросу на дальнейшие улучшения в этих технологиях.

Отрасли услуг

Хотя обрабатывающая промышленность дает наиболее яркие примеры комплементарных технологических и организационных изменений, эти тенденции присутствуют сегодня и в сфере услуг. Хороший пример представляют собой финансовые услуги. Иначе говоря, высокоскоростная передача информации имела результатом увеличение тесноты взаимосвязи финансовых рынков по всему миру. Инвесторы и руководители финансовых отделов корпораций в Северной Америке могут следить за развитием ситуации на Токийской и Лондонской фондовых биржах, так же как и финансисты в Японии и Великобритании — за ситуацией на фондовых биржах Нью-Йорка и Торонто.

Это создает новые возможности для дилерских фирм, осуществляющих торговлю ценными бумагами, поддерживает их способ расширения и реорганизации, облегчает им поиски финансовых и инвестиционных возможностей для своих местных клиентов в мировом масштабе. Технические изменения и

новые услуги, предлагаемые дилерскими фирмами, поддерживают как инвесторов, так и заемщиков в принятии глобального подхода к своим финансовым решениям. Это еще более увеличивает поток информации, спрос на глобальные коммуникации и перемены, происходящие на рынках и в дилерских фирмах.

Глобализация экономической деятельности

В XIX в. в Северной Америке снижение издержек связи (телеграфа) и транспортировки (железных дорог) сочеталось с конституционным запретом на регулирование отдельными штатами торговли между ними в США и с «Национальной политикой» государственной поддержки национальной экономической интеграции и развития в Канаде. Эти действия осуществлялись для стимулирования развития национальных рынков и фирм, имеющих общенациональную значимость. Подобный феномен имеет место на глобальном уровне в конце XX столетия при сходных движущих силах.

Расширение услуг авиалиний с появлением реактивных самолетов, увеличение количества факсов, услуг по международной доставке партий товаров в течение ночи, развитие дешевой и надежной международной телефонной связи, широкий ассортимент грузовых авиаперевозок, линии спутниковой компьютерной связи сделали движение информации, товаров и людей беспрецедентно легким и быстрым. Торговый центр в любой точке земного шара может быть достигнут за день из любой другой точки, являющейся центром торговли, и информация между любыми двумя пунктами может быть получена со скоростью света. Эффекты огромных улучшений в технологиях транспортировки и обмена информацией усиливаются за счет снижения экономических и политических барьеров в международном движении товаров и капитала (и в меньшей мере труда). Соединенные Штаты и Канада согласились на свободную торговлю между собой, и в 1991 г. велись переговоры об участии Мексики в создании Северо-Американской зоны свободной торговли. В 1992 г. Западная Европа сделала важный шаг с тем, чтобы стать общим, объединенным рынком товаров, услуг, капитала и труда. В более широком плане торговые барьеры постепенно снижались в ходе последовательных раундов международных переговоров по Генеральному соглашению о тарифах и торговле. В совокупности эти изменения обусловили становление начальной стадии развития глобальных рынков.

Фирмы уже осуществляют практику размещения денег в любой части мира, которую они находят наиболее привлекательной: японские фирмы выпускают облигации в Европе и продают свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже, а «Walt Disney Company» объединяется с японскими финансовыми партнерами с ограниченной ответственностью, чтобы финансировать производство своих фильмов. Инвестиции и поглощения, равно как и заключение стратегических союзов, проходят сквозь национальные барьеры. Канадская фирма «Olympia and York» была в 1991 г. одним из крупнейших земельных собственников в Нью-Йорке и предприняла крупнейшее расширение своей недвижимости в Лондоне. Западноевропейские и американские фирмы начали создавать совместные и дочерние фирмы в бывших социалистических странах Восточной Европы и в бывшем Советском Союзе. «Apple Computer» и «Sony» работают вместе, как «General Motors» и «Toyota», «Renault» и «Volvo». Следуя за своими клиентами — а иногда и ведя их, — консультационные и

аудиторские фирмы, инвестиционные и коммерческие банки расширяются в международном масштабе, открывая свои филиалы по всему свету. Рынки товаров и услуг также становятся глобальными. Возникли мировые товарные знаки — такие как «Panasonic», «Louis Vuitton», «Coca Cola», «Gucci», «Levi's», «Reebok» и «Mercedes Benz», которые известны и узнаваемы по всему свету.

Когда компании развиваются в международном масштабе, они сталкиваются с новыми видами проблем. Чтобы удовлетворить специализированные запросы различных рынков, необходимо разработать соответствующие продукты. Например, автомобили должны быть адаптированы к условиям и регулированию движения в различных странах — к таким параметрам, как ширина шоссе, состояние и загруженность дорог, характер движения (лево-стороннее или правостороннее), ограничения скорости, безопасность и регулирование экономии топлива, местные постановления, предписывающие, какая часть любого товара должна быть произведена в данной стране, чтобы получить благоприятный налоговый режим, погодные условия и т. д. В то же время повышение эффективности производства от стандартизации вряд ли может быть проигнорировано, даже если такое повышение будет расходиться с запросами, соответствующими местным вкусам. Попытки удовлетворить запросы национальных или региональных рынков путем создания там исследовательского центра или фабрики рождают потребность в развитии достаточной гибкости в методах для приспособления к местным традициям деловых отношений, практике рынков труда и государственного регулирования. Дополнительные запросы налагают на организацию необходимость развивать способы координации информационных потоков, принятия решений и осуществления планов через национальные границы и часовые пояса, чтобы преодолевать лингвистические и культурные различия и чтобы иметь преимущество в обладании конкретными ресурсами и навыками, распространенными в данном регионе.

Даже фирмы, которые упорствуют, обслуживая свои местные или национальные рынки, подвергаются воздействию растущей интернационализации бизнеса, поскольку их конкуренты или поставщики могут быть на другом конце света. Это означает, что способность действовать на глобальных рынках является всеобщей ценностью. Это также означает, что существуют мощные силы, ведущие фирмы к тому, чтобы перенимать стратегические и организационные улучшения, которые помогают им действовать на международном рынке. Может быть, подобная адаптация еще не вполне ясна: она представляет собой относительно новую управленческую проблему и международные фирмы экспериментируют со многими видами решений. Любые принимаемые решения будут поощрять дальше глобализацию экономической деятельности снижением издержек бизнеса в международном масштабе.

Инновации в области собственности, финансирования и контроля

Именно после принятия во внимание изменений в технологиях и рынках организации бизнеса эволюционируют, занимаясь организационным предпринимательством — развивая и осуществляя новые идеи в менеджменте. Как мы видели, 80-е годы были особенно активным периодом для инноваций в области финансирования и контроля. Например, в англоязычных развитых странах фирмы с высоким уровнем заемного капитала, созданные по-

средством выкупа контрольного пакета акций за счет кредита, сделали акцент на стимулы для высших руководителей и на тщательные проверки со стороны крупных инвесторов, чтобы попытаться повысить степень эффективности бизнеса. Те же самые идеи лежат в основе серии других инноваций в области финансирования нововведений и стимулирования, которые распространились в конце 80-х гг. Некоторые фирмы сейчас обеспечивают менеджерам своих филиалов участие в капитале предприятия, поощряя действовать их как менеджеров фирм с высоким уровнем заемного капитала, но сохраняют достаточные ресурсы в центральном офисе, чтобы выводить из затруднений слабеющие филиалы в тяжелые времена. В страховом бизнесе компании взаимного страхования, формально принадлежащие их пайщикам, проданы частным инвесторам, которые осуществляют более жесткий контроль над менеджерами, чем рассредоточенные пайщики. Эти тенденции иллюстрируют, как идеи, развитые в одном секторе экономики, адаптируются, чтобы обеспечить изменения в других секторах.

Если эффективность описанных новых организационных форм пока не доказана, то это совершенно нельзя сказать про успех *кейрецу* в Японии. Доказано, что эти группы фирм очень подвижны в реагировании на новые рыночные возможности и новые технологии; в перемещении информации, технологии и финансовых ресурсов среди членов группы; в спасении партнеров при финансовых проблемах; в сотрудничестве при разработке новых возможностей для инвестирования и в сохранении занятости и высоких уровней производительности и роста. В обстановке, характеризуемой быстрыми переменами, способность к передаче технологий и знаний является новым аспектом проблемы организации, чья важность может быть равна таким традиционным аспектам, как координация и стимулы.

Даже когда фирмы во всем мире изучали в поисках решений своих проблем японскую систему успеха, эта система продолжала меняться. Степень использования долгового финансирования японских фирм резко снизилась в течение 80-х гг., и некоторые из наиболее успешных японских промышленных фирм совершенно избавились от зависимости от банковских финансовых источников. В то же время стоимость капитала заметно возросла в начале 90-х гг., превысив, по некоторым оценкам, ее уровень в Соединенных Штатах, хотя быстрый рост цен на земельном и фондовом рынках постепенно сошел на нет, а на втором из этих рынков сменился снижением цен. Лишенные притока капитала, имевшего место в прошлом, доходы институциональных инвесторов от владения акциями японских корпораций стали зависеть от выплаты дивидендов, которые традиционно были очень низки. Некоторые наблюдатели интересовались: заставит ли это институты увеличить давление на менеджмент для производства прибыли и превращения ее в дивиденды? Возможные последствия этих изменений так же горячо обсуждаются в Японии, как и последствия финансовой перестройки 80-х гг. в Соединенных Штатах и Великобритании.

Человеческие ресурсы

Япония также столкнулась со значительными изменениями на рынках труда. Население становится старше, и многие предсказывают дефицит рабочей силы в будущем. Это может содействовать появлению очень активного рынка для опытных рабочих, подобного тем, которые имеют место в других

развитых странах. Более того, системе пожизненного найма и преданности наемных работников интересам работодателя брошен вызов более молодым поколением, которое выросло в изобилии и подвержено воздействию образа жизни других стран. Как мы доказали, отсутствие активного внешнего рынка труда решающим образом взаимодействует с другими элементами японских систем занятости и управления человеческими ресурсами. Поэтому данные обстоятельства порождают серьезные изменения в японской системе в целом и в организациях внутри нее.

В других странах пересмотр старых моделей стимулируется увеличением роли женщин в совокупной рабочей силе. Традиционные способы продвижения по служебной лестнице часто были основаны на модели, в которой мужчина, работающий по найму, занят только своей работой, в то время как его жена остается дома, чтобы вести домашнее хозяйство и растить детей, поддерживая мужа в его работе и следуя за ним туда, где будет продолжаться его карьера. Так как эта модель меняется, фирмы должны скорректировать свою политику использования человеческих ресурсов, чтобы учесть особенности продвижения по служебной лестнице супружеской четы в целом и потребности в совместной заботе о детях.

В Соединенных Штатах и в Канаде фирмы также беспокоятся, что системы образования не создают у потенциальных работников основных навыков в языке, математике и логическом мышлении, чтобы соответствовать требованиям новых технологий и методов. Многие из фирм увеличивают расходы на программы обучения даже в тех случаях, когда человеческий капитал не должен быть специфическим применительно к условиям работы данной фирмы. Между тем, хотя японская система образования была успешна в фактологическом обучении студентов, она также критикуется за отсутствие системы развития творческих способностей. Японские критики призывают к изменению этого положения.

Настоящее и будущее экономической перестройки в Восточной Европе и в СССР

Хотя изменения в структуре капиталистических фирм и в капиталистической экономике в конце XX в. действительно глубоки, они затмеваются всеобъемлющей и имеющей важнейшее значение экономической реорганизацией, происходящей в бывших коммунистических государствах Восточной Европы и Советского Союза. Трансформация этих экономик не сводится только к передаче средств производства из государственной собственности в частные руки. Скорее, здесь одна гармоничная система выброшена за ненадобностью, а другая гармоничная система должна быть найдена и приведена в действие, чтобы заменить старую. Процесс этот не реформа, а трансформация.

В главе 4 мы обсудили возможность того, что могут существовать многочисленные устойчивые (согласованные) типы организаций. Внутри каждого типа различные элементы организационной конструкции и стратегии взаимно поддерживают друг друга, и в конкретной среде один тип может быть более производителен, чем другой. Более того, смешение элементов из двух различных устойчивых типов вряд ли создаст новый согласованный тип, но, гораздо более вероятно, обусловит несоответствие, которое дает плохие результаты. Мы также предположили, что процесс движения от одного устойчивого типа к другому может быть достаточно трудным, особенно если внутри орга-

низации было накоплено мало опыта, касающегося того, как в новых условиях ее части могут быть сведены воедино и как они будут поддерживать друг друга. Обсуждение в главе 4 было на уровне индивидуальной фирмы, но тот же самый подход — даже с большей убедительностью — применим к реструктуризации всей экономики.

Коммунистическая и капиталистическая системы

Государственная собственность, централизованное плановое распределение ресурсов, авторитарное принятие политических решений, монополизация власти проникающей повсюду коммунистической партией составляли вместе внутренне последовательное, согласованное решение общей экономической проблемы организации. Это была система. В последние годы стало ясно, что эта система была не очень эффективной, даже с чисто материалистической точки зрения, и она всегда включала в себя огромные издержки с точки зрения человеческой свободы, человеческого достоинства и человеческих жизней. Тем не менее по некоторым направлениям она действовала хорошо. Централизованные механизмы решения, распределения и контроля позволили СССР с замечательным эффектом сфокусировать свои материальные и трудовые ресурсы на решение узких задач: быстрое развитие тяжелой промышленности в годы второй мировой войны и производство космических ракет и вооружений в последующие десятилетия. Непреодолимые трудности, созданные неспособностью адекватно использовать локальную информацию и бездействующими стимулами, означали, однако, что на достижение этих успехов были истрачены чрезмерные объемы ресурсов. Более того, те же самые проблемы означали, что упомянутые ресурсы никогда не могут быть эффективно использованы для удовлетворения разнообразных нужд потребителей. Сложность задачи была слишком велика.

Частная собственность, децентрализованное размещение ресурсов, демократическое принятие политических решений, распределение власти среди ряда различных институтов и организаций составляют вместе другую внутренне устойчивую систему, опять-таки характеризующуюся наличием различных частей, взаимно поддерживающих друг друга. Однако эти две системы отличались друг от друга буквально по всем пунктам. Кроме того, только немногие из людей, вовлеченных в изменение бывшей коммунистической экономики, имели опыт работы с какой-либо версией альтернативной модели функционирования хозяйства. Это особенно верно в отношении Советского Союза, где, по существу, нет никого с личным опытом и знанием из первых рук действия рыночной экономики и демократической политической системы. В соответствии с языком главы 4 его народ столкнулся с *задачей конструирования с инновационными особенностями*: множество различных частей должно быть введено в действие и структурировано, чтобы соответствовать друг другу, и никто не имеет значительного опыта в идентификации необходимых частей и того, как они должны быть подогнаны друг к другу.

Чтобы проиллюстрировать сказанное, обсудим только вопрос о собственности на средства производства. Как мы видели, определение собственности является очень тонким делом. Какие права и обязанности будут иметь собственники? Какие права и обязанности будут закреплены за наемными работниками, за менеджерами и за государством? Ответы, данные на эти вопросы, окажут реальное воздействие на стимулы, поведение и результаты хозяйствен-

ной деятельности. Если доли собственности будут распылены, как рекомендуют многие реформаторы, то как будут контролироваться хозяйственные организации? Какие механизмы будут гарантировать, что их функционирование будет в целом совместимо с эффективностью? Если же собственность будет сконцентрирована во взаимных фондах или в других институтах, то как будут контролироваться менеджеры этих институтов? Конкуренция на рынках ресурсов, товаров и контроле над корпорациями является важной частью экономической модели англоязычных стран. Однако в Японии и континентальной Европе собственность не распылена и банкиры играют большую роль в контроле над корпорациями. Важно понять, что различные системы контроля адаптированы к различным моделям собственности и правовых структур. После того как структура собственности установлена, как будут защищены инвестиции? Одной из возможностей защиты является преимущественно юридический подход, основанный на судебном принуждении к исполнению эксплицитных контрактов. Это требует правовой системы, которая очень отличается от той, что имела место раньше. Японской модели более присуща опора на многогранные, долгосрочные взаимоотношения. Этот подход также требует системы правовой и институциональной поддержки, отсутствующей в Восточной Европе.

Управление переходом

Мы описали движение от одной системы к другой как метаморфозу. Как гусеницы, так и бабочки являются устойчивыми, успешно действующими созданиями; трансформирующийся объект — то, что находится внутри куколки, — не является ни тем, ни другим. Подобным образом экономика на пути между коммунизмом и капитализмом склонна быть монстром, неподобающим функционировать. Решающим выбором для данной ситуации является выбор из следующих альтернатив: идти к новой, устойчивой форме и не тратить время зря или застревать в пути.

В коммунистическую эпоху в Восточной Европе стимулы на предприятиях были притуплены, поскольку любые потери финансировались государством, а большая часть прибыли государством же забиралась, за исключением скудного вознаграждения за хорошее исполнение предписанных планом заданий. В переходный период между коммунизмом и частной собственностью побудительные мотивы для прибыльных предприятий часто становятся даже хуже. При угрозе изменения собственности любые ресурсы, которыми фирма сможет запастись, будут сокращать текущие прибыли и налоги и увеличат в конечном счете имущество, доступное наемным работникам, менеджерам и новым собственникам. В Польше — частично как результат действия таких стимулов и частично из-за беспорядка в экономике — общие прибыли предприятий в 1991 г., как и прогнозировалось, были фактически нулевыми. Это, в сущности, исключило из правительственных доходов весь налог на прибыль, один из основных источников поступлений в государственный бюджет, и способствовало тяжелому финансовому кризису. Чем дольше окажется переходный период, тем серьезнее будут эти проблемы. По крайней мере в этом отношении подход польских радикалов — «шоковая терапия» — выглядел мудрым. Несмотря на серьезную безработицу и другие экономические проблемы, дефицит прекратился и возникли признаки экономического оживления.

В то же время в СССР проблемы были гораздо серьезнее, в основном потому, что не было предпринято решительных действий. В течение 5 лет половинчатых экономических реформ и крупных политических изменений президент Горбачев пытался спасти существенные элементы коммунистической системы без какого-либо явного согласованного плана: куда перестройка должна привести и какая система получится в результате. Усилилось давление за отказ от коммунизма и принятие радикальной рыночной системы, с одной стороны, и за возвращение к жесткому режиму правления страной и партийному контролю в экономике — с другой.

К 1991 г. министерства, по существу, прекратили координацию экономической деятельности даже на том неэффективном уровне, который достигался ими прежде. Однако они со своими сторонниками были еще сильны, чтобы препятствовать своей замене хорошо функционирующими рынками. Во многих регионах страны большинство основных видов потребительских товаров стали дефицитными, так что зимой 1991/92 г. возникли опасения реального голода. Дефициты были отнюдь не просто результатом перемещения огромного объема предложения на зарождающиеся свободные рынки в более богатых регионах, хотя различия между ценами свободного рынка и теми, которые платило государство, были вполне достаточными, чтобы заплатить штрафы за невыполнение обязательств снабжения по государственным планам. Более важно, что изношенная транспортная система не могла доставить продовольствие с ферм к людям: значительная часть урожая коллективных хозяйств гнила на полях. Реальный объем производства быстро сокращался, и главной проблемой стала инфляция. Положение усугубляло ухудшение платежного баланса, так как рынки в Восточной Европе были потеряны, и резко снизилось производство нефти, одного из немногих значительных источников доходов в твердой валюте. Тем временем угрожающий политический коллапс Советского Союза и последствия *coup d'etat* в августе 1991 г. отвлекли внимание от исключительно важных задач построения согласованной экономической системы координации и мотивации, будь то системы частной собственности и рынков или системы государственной собственности и централизованного планирования.

По всей Восточной Европе новые системы создаются людьми, не имеющими опыта и мало понимающими, как работает капиталистическая система и что нужно предпринимать для ее успешного функционирования. Общественный эксперимент экономического перехода является делом большой исторической важности, однако на пути к капитализму возможны многие разочарования.

Будущее экономической теории, организации и менеджмента

Экономический анализ, осуществляемый под названием «теория фирмы» в традиционных учебниках микроэкономики, является анализом, в котором фирмы действуют как отдельные лица, принимающие решения, «ведомые» ценами и издержками, покупающие труд и другие ресурсы на обезличенных рынках наличного товара, превращающие их в продукцию с помощью заданных и в основном не меняющихся технологий и продающие продукцию на еще более обезличенных рынках. Доказано, что эта абстракция очень полезна для многих целей, но, конечно, фактически фирмы очень различны.

Большие фирмы соединяют вместе множество отдельных людей с различной информацией и интересами, и только благодаря тщательному конструированию систем стимулирования и координации может быть обеспечена согласованная плодотворная деятельность. Необходимость приспособления к разнообразию сотен или даже тысяч уникальных местных рынков усиливает эти требования, так как оно означает, что принятие решений должно быть разделено среди многих участников. Долгосрочные отношения с лицами наемного труда, изготовителями и потребителями являются фундаментально важными и общепринятыми для развивающихся систем, в которых цены не служат основным ориентиром в индивидуальном поведении. При постоянно меняющихся технологиях и долгосрочных отношениях долговременные стратегические решения основаны на построении систем, возможностей и союзов, осуществляемых для того, чтобы гибко и согласованно реагировать на изменения неопределенного и меняющегося будущего. Осознание всего этого является решающим для понимания того, что собой реально представляют организации. Данное понимание в свою очередь необходимо нам, если мы хотим способствовать изменению структуры и управления организаций в целях лучшего обслуживания интересов людей.

Учащиеся и менеджеры обычно хорошо осведомлены о реальных свойствах организаций, но им не хватает унифицированной и прочной теоретической основы для систематизации и понимания фактов и моделей поведения, которые они наблюдают. Без этого основой для общих утверждений слишком часто становились случайные эпизоды. Теория, логически согласованно упорядочивая силы, являющиеся важными для определения результатов взаимодействий, необходима для реалистичного понимания среды бизнеса. Как было продемонстрировано в этой книге, экономическая наука предлагает уникальные мощные инструменты и методы для построения такой теории.

Наконец, хотелось бы сделать еще одно дополнение: теория развила и позволила использовать знания об институтах и эти знания стали более применимыми именно благодаря теории. Экономисты слишком долго игнорировали изучение того, как фирмы и экономические системы действуют в динамичной, беспорядочной среде. Те же, кто занимался изучением этих вопросов, и те, кто управлял организациями в такой среде, слишком долго прилагали свои усилия, не имея выгод от использования полезных теорий, которые направляли бы их исследования и их решения. Соединение этих двух частей воедино дает много больше, чем их простая сумма. Серьезное изучение экономической теории, организации и менеджмента только началось.

СЛОВАРЬ ОСНОВНЫХ ТЕРМИНОВ

Агентские отношения (agency relationship) — отношения, возникающие в тех случаях, когда одно лицо (*исполнитель*) действует по поручению другого лица (*поручителя*). Например, наемный работник является исполнителем своего работодателя, а врач — исполнителем пациента.

Актив (asset) — потенциальный поток благ и услуг, а также источник этого потока, например акции (доли в капитале фирмы) или машины для производства товаров.

Арбитраж (arbitrage) — первоначально одновременная покупка и продажа одного и того же товара на различных рынках с целью извлечения прибыли за счет различия цен на этих рынках. Чисто арбитражная операция подразумевает отсутствие какого-либо риска и инвестиций. В настоящее время термин используется в более широком смысле — для характеристики операций по извлечению выгоды из различий в формировании цен на взаимозаменяемые группы *активов*.

Ассоциация LBO (LBO association) — термин, предложенный Майклом Дженсеном, для обозначения совокупности лиц, включающей в себя руководителей фирмы, прошедшей через LBO, руководителей фирмы, организовавшей эту операцию и приобретшей основную часть собственного капитала, руководителей банков, представивших необходимые займы, и различных лиц, приобретших долговые обязательства данной фирмы.

Базовая компетенция фирмы (core competencies of the firm) — одна из форм *экономики от разнообразия*, возникающая в результате способности фирмы качественно осуществлять определенные виды деятельности. Обычно этот термин используется в тех случаях, когда фирма способна самостоятельно разрабатывать, изготавливать и реализовывать определенный продукт.

Банкротство (bankruptcy) — комплекс юридических норм, вступающих в силу, когда фирма или индивид не в состоянии выполнить свои долговые обязательства. Согласно главе 7 Закона о банкротстве США, *активы* фирмы-должника подлежат продаже, а выручка от их продажи распределяется между кредиторами в порядке приоритетности. Согласно главе 11 этого закона, фирма, обратившаяся в судебные органы с просьбой о признании ее банкротом, получает иммунитет от претензий кредиторов на определенный период, в течение которого она должна попытаться реорганизоваться и провести переговоры с кредиторами о порядке удовлетворения их претензий.

«Белый рыцарь» (white knight) — партнер для слияния или покупатель, одобренный администрацией или правлением фирмы, которой угрожает *враждебное поглощение*.

Бесприбыльная организация см. Некоммерческая организация.

Бета-коэффициент (beta) — ожидаемое изменение (в процентах) стоимости данного финансового актива при изменении на 1% стоимости *рыночного портфеля*, включающего в себя все *активы*, имеющиеся на рынке. См. также Модель ценообразования на финансовые активы.

Бригадное производство (team production) — производственный процесс, в котором выпуск отдельных товаров не может быть определен раздельно для каждого рабочего.

Бросовые облигации (junk bonds) — долговые обязательства корпораций, считающиеся особо рискованными и в силу этого предлагающие высокие ставки процента; в более строгом смысле — облигации, не имеющие инвестиционного рейтинга по классификации одной из служб оценки облигаций (Moody's или Standard and Poor's).

Варранты (гарантированные обязательства) (warrants) — выпускаемые фирмой ценные бумаги (часто в сочетании с выпуском новых облигаций), владельцы которых получают право покупки у фирмы ее обыкновенных акций по установленной цене в установленный срок или до истечения установленного срока. В отличие от *опционов покупателя* реализация варрантов приводит к увеличению числа акций фирмы, принадлежащих частным инвесторам.

Венчурный капиталист (venture capitalist) — инвестор, специализирующийся на предоставлении собственного капитала для новых рискованных предприятий и зачастую также оказывающий им помощь в форме консультаций и проведения активно-го мониторинга.

Вертикальная интеграция (vertical integration) — переход двух или большего числа смежных стадий в производстве и оптовой торговле в единую собственность и под единое управление.

Властные отношения (authority relation) — отношения, при которых одна сторона (руководитель) имеет право, по крайней мере в определенных пределах, определять поведение другой стороны (подчиненного) и соответственно осуществлять надзор и контроль за подчиненным, вознаграждать и наказывать его.

Внесение залога (posting of bonds) — депонирование определенной денежной суммы (залога) в качестве гарантии выполнения обязательств по контракту.

Внутренние рынки труда (internal labor markets) — комплекс административных процедур и правил, регулирующих распределение трудовых ресурсов, инвестиции в эти ресурсы и оплату труда внутри организации. Данные процедуры и правила как бы заменяют собой механизмы и нормы внешнего рынка труда.

Враждебное поглощение (hostile takeover) — изменение собственников *корпорации* вопреки желанию действующей администрации и правления. Обычно осуществляется путем покупки у акционеров корпорации их акций в количестве, достаточном для того, чтобы контролировать выборы членов правления.

Выборочное вмешательство (selective intervention) — практика управления фирмой, при которой ее подразделениям или предприятиям представляется почти полная самостоятельность действий, а центральная администрация вмешивается лишь для решения специфических проблем, характерных для самостоятельных фирм.

Выкуп акций администрацией (management buyout; MBO) — приобретение фирмы ее руководителями. Подобные операции часто относятся к LBO, поскольку финансируются за счет привлечения крупных займов.

Выкуп акций за счет заемного капитала (leveraged buyout; LBO) — приобретение акций фирмы, финансируемое по большей части за счет привлечения заемного капитала, т. е. за счет увеличения задолженности фирмы.

Гарантированные обязательства см. Варранты.

Гарантированный (защищенный) долг или заем (secured debt or loan) — заем, обеспечением которого служит конкретный *актив*. При невыполнении заемщиком условий контрактного соглашения кредитор может на законном основании завладеть данным активом.

Гипотеза эффективности рынков (efficient markets hypothesis) — гипотеза, согласно которой цены на рынках ценных бумаг, и особенно на рынках акционерного

капитала, полностью и точно отражают всю информацию относительно прогнозируемых будущих доходов. *Слабая, умеренная и сильная формы гипотезы эффективности рынков* различаются между собой определениями характера информации, воплощающейся в ценах.

Горизонтальная интеграция (horizontal integration): 1) экспансия, осуществляемая фирмой путем приобретения фирм-конкурентов или слияния с ними; 2) любое проникновение фирмы в смежные сферы деятельности без осуществления *вертикальной интеграции*.

Двойная маргинализация (double marginalization) — тенденция к завышению цен, рассчитываемых путем добавления нормы прибыли к предельным издержкам каждой фирмы, одна из которых является поставщиком, до такого уровня, при котором совокупная прибыль этих фирм становится меньше, чем она могла бы быть при более низкой цене конечной продукции.

Денежный поток (cash flow) — бухгалтерская чистая прибыль плюс все виды амортизационных отчислений. В сущности, представляет собой сумму денежных поступлений от деловых операций, которая на данный момент может быть инвестирована, использована для обслуживания нового долга или выплачена собственникам предприятия.

Деятельность по оказанию влияния (influence activities) — действия, совершаемые в корыстных целях, чтобы повлиять на принимаемые другими лицами решения. В организациях целью такой деятельности часто является перераспределение *рент* и *квазирент*, и они принимают форму политической деятельности или сокрытия или искажения информации.

Диверсификация (diversification) — для индивидуального инвестора распределение инвестируемых средств между разнообразными *активами*; для фирмы деятельность в различных сферах бизнеса. В обоих случаях целью диверсификации является снижение уровня риска.

Дилемма заключенных (prisoner's dilemma) — стратегическая ситуация, смоделированная как *игра нормального типа*, в которой каждый игрок имеет предпочтительную стратегию — наилучшую вне зависимости от ожидаемого поведения других игроков, однако осуществление этих предпочтительных стратегий приводит к вознижению ситуации, по сравнению с которой *Парето-предпочтительность* является ситуацией, которая могла бы быть достигнута при осуществлении каких-либо иных стратегий.

Дисперсия (variance) — математическая характеристика наиболее вероятного предела колебаний значений *случайной переменной* вокруг ее среднего значения. Равна математическому ожиданию квадрата разности между значением переменной и ее средним значением.

Дифференциация права голоса (differential voting rights) — система управления *корпорацией*, при которой не все обыкновенные акции обладают равным правом голоса. Например, недавно приобретенные акции могут давать их держателю меньшее число голосов, чем акции, принадлежащие ему в течение длительного времени. Используется для затруднения скупки контрольного пакета аутсайдерами, так как при этой системе обладание большинством акций в случае их недавнего приобретения не обеспечивает большинства голосов и само по себе не гарантирует возможности смещения действующего правления корпорации.

Долговое обязательство (debenture) — документ, удостоверяющий наличие задолженности за фирмой и устанавливающий график погашения этого долга и необходимых процентных выплат.

Дополнительная доходность (excess return) — в модели ценообразования на капитальные активы ожидаемый доход сверх безрисковой ставки процента.

Достоверный эквивалент (certain equivalent) — при выборе между неопределенным, или случайным, доходом и доходом гарантированным та величина гарантированного дохода, при которой обе альтернативы становятся равнозначными.

Задача конструирования (design problem) — задача выработки решения в условиях, когда имеется значительный объем априорной информации об оптимальном соотношении переменных в искомом решении и когда необеспечение желаемого соотношения сопряжено с большими издержками, чем все остальные ошибки.

Задача обеспечения выполнения контракта (implementation problem) — математическая задача минимизации издержек, которые несет *поручитель*, пытаясь побудить *исполнителя*, имеющего собственные интересы, действовать определенным образом. Именуется также задачей обеспечения выполнения контракта с минимальными издержками (minimum cost implementation problem).

Задача распределения работы (assignment problem) — ситуация, при которой в интересах эффективности необходимо решение одной или нескольких задач, причем каждая задача решается одним индивидом или группой индивидов. Суть проблемы в том, что необходимо обеспечить: 1) решение всех задач без дублирования усилий и 2) такое распределение работ среди работников, при котором достигается максимизация производительности или минимизация издержек.

Задача распределения ресурсов (resource allocation problem) — задача эффективного использования ограниченных ресурсов или такого их использования, которое максимально способствует достижению какой-то определенной цели.

Задача синхронизации (synchronization problem) — задача составления временного графика различных видов деятельности в условиях, когда необходима их тесная координация.

Заинтересованная сторона (stakeholder) — любой индивид или группа, непосредственно заинтересованные в поддержании непрерывной и прибыльной деятельности фирмы (акционеры, кредиторы, работники, потребители, поставщики, жители районов, в которых фирма набирает персонал, и т. д.).

Защищенное правление (classified board of directors) — совет директоров, формируемый таким образом, что в любом году переизбранию акционерами подлежит лишь меньшинство его членов; в силу этого немедленная замена большинства директоров невозможна даже при наличии соответствующего большинства голосующих акций.

«Золотые наручники» (golden handcuffs) — дополнительные выплаты с целью снижения текучести кадров: работникам выплачиваются исключительно крупные вознаграждения либо гарантируются существенные отсроченные выплаты, право на получение которых теряется в случае ухода работника из фирмы.

«Золотые парашюты» (golden parachutes) — контракты, предусматривающие выплату крупных компенсаций работникам (обычно высшим администраторам), увольняемым или уходящим со своих должностей вскоре после перехода контроля над *корпорацией* в другие руки.

Игра нормального типа (normal form game) — перечень игроков, их возможных стратегий и результатов, которые приносит каждому игроку каждая возможная комбинация индивидуальных стратегий.

Идиосинкратический риск (idiosyncratic risk) — та часть любого финансового рынка, которая не зависит от общего уровня финансового риска, существующего в

данной экономике. Именуется также несистематическим риском (*unsystematic risk*) в отличие от *систематического риска*.

Иерархия (*hierarchy*): 1) идеальное распределение полномочий, при котором каждый работник имеет только одного начальника, а организация — единственного высшего руководителя; 2) любая система распределения полномочий между работниками с соответствующим их ранжированием.

Издержки влияния (*influence costs*) — издержки, которые несут лица, пытающиеся повлиять на решения, принимаемые другими, в своих корыстных интересах, издержки, связанные с попытками противостоять *деятельности по оказанию влияния*, а также издержки, возникающие в связи с ухудшением качества решений вследствие такой деятельности.

Издержки ведения переговоров (*bargaining costs*) — *транзакционные издержки*, связанные с ведением переговоров между различными сторонами. Сюда относятся затраты времени на ведение переговоров, затраты ресурсов в ходе переговорного процесса или с целью улучшить свои позиции на переговорах и любые убытки, понесенные в результате неудачи переговоров или более позднего достижения эффективных соглашений.

Издержки измерения (*measurement costs*) — издержки, связанные с определением качества товара или услуги, которые несет участник переговорного процесса с целью улучшить свои позиции на переговорах.

Имплитные контракты (*implicit contracts*) — взаимные обязательства сторон, не оформленные юридически, но выполнение которых стороны считают обязательным условием своих взаимоотношений.

Инвестиция (*investment*) — расход ресурсов с целью создания *актива*.

Инерционный эффект (*ratchet effects*) — существующая в любой системе стимулирования тенденция к повышению нормативов после достижения особо удачных результатов, вследствие чего достижение таких результатов становится невыгодным, так как затрудняет получение премиальных выплат в будущем.

Инновационная особенность (*innovation attribute*) — особенность некоторых задач по выработке решений, заключающаяся в том, что информация, необходимая для выработки оптимального решения, не является непосредственно доступной для работников данной организации.

Интенсивность стимулирования (*intensity of incentives*) — установленная стимулирующим контрактом степень влияния улучшения результатов работы на ожидаемый доход работника.

Информационная рента (*informational rent*) — доход, превышающий альтернативные издержки, выплачиваемый лицу, имеющему доступ к частной предконтрактной информации. Наличие такой информации означает, что данное лицо должно иметь стимулы, побуждающие его не извлекать выгоду из информационной асимметрии, что и находит воплощение в выплате этой ренты.

Информационная эффективность (*informationally efficient*) — система сбора и обработки информации, предназначенная для принятия эффективных решений по распределению ресурсов, если не существует ни одной иной системы, также обеспечивающей принятие эффективных решений, но требующей обработки меньшего объема информации. См. также Критерий Гурвица.

Информационные асимметрии (*informational asymmetries*) — различия в информации, которой располагают отдельные лица, в особенности в тех случаях, когда эта информация необходима для выработки эффективного плана или для оценки работы отдельных лиц.

Исполнитель (agent) — лицо, действующее по поручению другого лица. См. также Агентские отношения.

Исследование события (event study) — методология статистико-экономических исследований, в рамках которой определяется оценка рынком стоимости, созданной или уничтоженной в результате какого-либо события или действия. Для этого изучаются «неестественные» доходы на те *активы*, чья стоимость может в ощутимой мере измениться вследствие рассматриваемого события или действия. Такие «неестественные» доходы определяются путем сравнения фактической цены актива до и после наступления события со статистической оценкой вероятной его цены в том случае, если бы рассматриваемое событие не имело места.

Квазирента (quasirent) — доход, превышающий минимальную величину, необходимую для продолжения эксплуатации ресурса.

Классическая фирма (classical firm) — концепция фирмы, предполагающая принятие решений о деятельности фирмы единоличным руководителем, оплату труда всех работников по фиксированным ставкам, расчеты с поставщиками по фиксированным ценам и присвоение фирмой в качестве прибыли положительной разницы между денежными поступлениями и расходами.

Ковариация (covariance) — показатель, характеризующий взаимосвязь между реализациями двух *случайных переменных*. Измеряется ожидаемым значением произведения отклонений данных переменных от их средних значений.

Компания взаимного страхования (mutual insurance company) — страховая компания, юридическими владельцами которой являются владельцы всех страховых полисов.

Комплементарные операции (complements) — группа операций с собственностью, которые в большей степени, чем какие-либо другие операции, способствуют повышению предельного дохода от других видов деятельности.

Конвертируемая облигация (convertible bond) — долговое обязательство *корпорации*, обладатель которого наделяется правом обменять (конвертировать) данное обязательство на обыкновенные (или в некоторых случаях привилегированные) акции данной корпорации по заранее установленному обычному курсу.

Конвертируемая привилегированная акция (convertible preferred stock) — *привилегированная акция*, держатель которой наделяется правом конвертировать данную акцию в обыкновенную акцию по заранее установленному курсу.

Конкуреннтное равновесие (competitive equilibrium) — совокупность цен, планов потребления и планов производства, в рамках которой: 1) каждый индивид потребляет предпочитаемые товары только в пределах своего бюджета; 2) каждая фирма производит товары и использует исходные компоненты таким образом, чтобы максимизировать свою прибыль, и 3) совокупное предложение каждого товара равно совокупному спросу на него.

Конкурс (tournament) — соревнование, в котором призы присуждаются на основании занятых участниками мест, а не их абсолютных результатов. Практика повышения в должности работника, признаваемого лучшим, создает в организации атмосферу конкурса, так же как и соревнования агентов по сбыту, в которых призы достаются тем, кто добился наибольшего объема продаж.

Конкурсы с выбыванием (elimination tournaments) — последовательность соревнований, в которой право выступать на следующем этапе получают лишь победители предыдущего этапа.

Контракт наличного рынка (spot market contract) — контракт, предусматривающий немедленную поставку товаров или предоставления услуг с оплатой по текущим ценам.

Контракты (contracts) — обещания, за неисполнение которых предусмотрена юридическая ответственность. Контракты могут быть устными или письменными и, как правило, включают в себя обязательства, принимаемые на себя каждой из сторон, вступающих в контрактные отношения, например одна сторона обязуется предоставить определенный товар или услугу, а другая — оплатить предоставленное. См. также Полный контракт, Имплицитные контракты.

Контроль над корпорацией (corporate control) — полномочия по принятию решений, определяющих деятельность фирмы; как правило, достигаются путем приобретения, самостоятельно или вместе с союзниками, значительной доли акций фирмы.

Кооперативы (cooperatives) — одна из форм коммерческой организации, при которой в число собственников могут входить лишь потребители (или в некоторых случаях поставщики), а все прибыли распределяются между собственниками не пропорционально вложенному ими капиталу, а пропорционально объему продаж или числу членов кооператива.

Корпоративная культура (corporate culture) — комплекс общепринятых в фирме убеждений и ценностей, прецедентов, ожиданий, обычаев и процедур, способствующий формированию стиля работы данной фирмы и поведения ее работников.

Корпоративный налетчик (рейдер) (corporate raider) — индивид, осуществляющий скупки контрольных пакетов акций фирм. См. также Враждебное поглощение.

Корпорация (corporation) — организационная форма, позволяющая предприятию действовать в качестве юридического лица, отличного от его владельцев, которые несут лишь ограниченную ответственность за долговые обязательства корпорации. См. также Корпорация открытого типа, Корпорация закрытого типа, Некоммерческая организация.

Корпорация закрытого типа (private corporation) — корпорация, обыкновенные акции которой не предлагаются для продажи на открытом рынке.

Корпорация открытого типа (public corporation) — корпорация, акции которой продаются и покупаются на бирже и тем самым могут быть приобретены любым инвестором.

Коспециализация (cospecialization) — состояние двух активов, при котором каждый из них более продуктивен при использовании его в сочетании с другим. Коспециализированные активы должны быть уникальными в каком-то отношении и одновременно комплементарными.

Коэффициент абсолютного исключения риска (coefficient of absolute risk aversion) — величина, равная удвоенной денежной сумме, которую индивид готов уплатить, чтобы избежать 50%-ного риска потери суммы в 1 дол.

Критерий Гурвица (Hurwic criterion) — стандарт для измерения объема информации, требующегося для функционирования системы принятия решений или распределения ресурсов. Согласно этому стандарту измеряется число переменных, которые должны быть увязаны между собой на заключительном этапе процесса планирования при проверке эффективности данного плана.

Кружки качества (quality circles) — группы рабочих, собирающихся с целью разработки предложений по улучшению качества выпускаемой ими продукции и их осуществления.

Ликвидация (liquidate) — распродажа всех *активов* фирмы.

Локальная ненасыщаемость (local nonsatiation) — набор предпочтений, подразумевающий, что для любого варианта потребления существует иной, явно предпочтительный по отношению к нему вариант.

Математическое ожидание (expected value (expectation)) — средневзвешенная величина возможных значений *случайной переменной*, где в качестве весов используются вероятности данных значений.

Меню контрактов (menu of contracts) — система оплаты труда, при которой отдельные работники могут сделать выбор из нескольких формул расчета своей заработной платы.

Младшие долговые обязательства (junior debentures) — долговые обязательства, которые по условиям кредитного соглашения уступают в приоритетности другим, *старшим долговым обязательствам* при предъявлении претензий на *активы* фирмы в случае ее банкротства. Когда эти активы недостаточны для удовлетворения всех претензий, претензии держателей младших долговых обязательств удовлетворяются только после удовлетворения претензий по всем старшим обязательствам. Имеются также подчиненными долговыми обязательствами.

Модель ценообразования на капитальные активы (capital asset pricing model; CAPM) — модель формирования цен на фондовом рынке, согласно которой ожидаемый, или средний, доход от инвестиций в любые капитальные *активы* равен норме дохода от безрисковых инвестиций плюс дополнительный доход, величина которого пропорциональна *бета-коэффициенту* данного капитального актива.

Мониторинг (monitoring) — проверка выполнения контрактных обязательств другой стороной.

Мультидивизиональная структура (multidivisional organization) — разновидность организационной структуры фирмы, при которой фирма состоит из многочисленных специализированных по направлениям деятельности подразделений, пользующихся автономией в принятии повседневных оперативных решений и имеющих в своем распоряжении собственные функциональные службы (бухгалтерия, маркетинг и т. д.). Центральная администрация осуществляет планирование и координацию деятельности этих подразделений и оценивает результаты работы их руководителей.

Надбавка при враждебном поглощении (takeover premium) — разница между суммой, уплаченной за акции фирмы в ходе скупки ее контрольного пакета, и общей рыночной стоимостью этих акций в иных условиях.

Нарушение обязательств (breach) — сознательное невыполнение обещания или *контракта*, приносящее ущерб другой стороне.

Недостоверность обязательств (imperfect commitment) — ограниченная способность сторон придерживаться в будущем выбранного образа действий, особенно в том, что касается исключения *оппортунистического поведения*.

Нейтральный к риску (risk neutral) — характеристика человека, безразличного к выбору между получением фиксированной денежной суммы и рискового дохода, ожидаемая величина которого равна данной фиксированной сумме.

Некоммерческая (бесприбыльная) организация (non-for-profit organization) — организация (часто *корпорация*), доход от деятельности которой за вычетом расходов должен оставаться в самой организации и использоваться для достижения стоящих перед организацией целей. Часто используется как форма организации благотворительной деятельности. Некоммерческая организация не имеет собственников, т. е. *претендентов на остаточный доход*.

Необеспеченный заем (unsecured loan or debt) — заем, погашение которого не обеспечивается какими-либо специфическими *активами*.

Неограниченная ответственность (unlimited liability) — состояние лица, чья ответственность по *долговым обязательствам* товарищества или иной организации не ограничивается величиной инвестированного им капитала.

Неоклассическая модель рынка (neoclassical market model) — модель рыночного обмена, в которой стремящиеся к максимизации полезности потребители и фирмы, стремящиеся к максимизации прибыли, совершают *сделки* по ценам, которые, как ощущают обе стороны, почти не зависят от их воли.

Неполнота информации (informational incompleteness) — отсутствие исчерпывающей информации, особенно в тех случаях, когда действия одной стороны не могут быть проконтролированы другими сторонами.

Несистематический риск см. Идиосинкратический риск.

Несменяемость должности (tenure) — положение, когда работнику гарантировано сохранение его должности независимо от общих результатов работы при условии соблюдения им определенных норм приемлемого поведения.

Неспецифические активы (non-specific assets) — активы, в равной степени полезные при использовании их в сочетании с любыми другими активами или в других формах. См. также Специфические активы, Специфический для данной фирмы капитал, Коспециализация.

Номинальная стоимость (nominal) — стоимость, выраженная в какой-либо валюте, а не в единицах фактической покупательной способности.

Норма дохода акционера (shareholder rate of return) — норма дохода от владения акциями в течение определенного периода, рассчитываемая как сумма изменения цены акций за данный период и всех полученных дивидендов, деленная на первоначальную цену акций.

Обеспечение (гарантия займа) (collateral) — имущество заемщика, по условиям кредитного соглашения конфискуемое в пользу кредитора в случае невыполнения заемщиком условий погашения займа.

Обратная (нисходящая) интеграция (backward integration) — передача поставок исходных материалов под управление покупателя этих материалов, причем поставляемые материалы становятся его собственностью. Одна из форм *вертикальной интеграции*.

Ограниченная рациональность (bounded rationality) — ограничения интеллектуальных возможностей человека, не позволяющие ему предвидеть все варианты развития событий и рассчитать оптимальную стратегию поведения. Термин может подразумевать и ограниченность возможностей языка, препятствующую адекватному обмену имеющейся информацией.

Ограничения совместимости по стимулам (incentive compatibility constraints) — ограничения, сужающие совокупность осуществимых контрактов, возникающие вследствие необходимости предоставить индивидам стимулы, способные побудить их действовать желаемым образом. Эти ограничения играют особо важную роль в случаях, когда имеют место *информационные асимметрии* или *неполнота информации* и индивиды могут исказить представляемую ими информацию или совершать неподконтрольные действия, отличные от тех, что необходимы прочим сторонам.

Ограничения участия (participation constraints) — ограничения числа возможных *контрактов* или других организационных отношений, возникающие вследствие того, что участие в упомянутых отношениях являются добровольным и в силу этого участники должны рассчитывать на вознаграждение, по крайней мере не меньшее чем в следующих по привлекательности для них альтернативах; в противном случае они откажутся от участия в данных отношениях.

Ограниченная ответственность (limited liability) — состояние лица, чья ответственность по *долговым обязательствам* товарищества или иной организации ограничена величиной инвестированного данным лицом капитала.

Оппортунистическое поведение (opportunistic behavior) — эгоистичное поведение, не сдерживаемое соображениями морального порядка.

Опцион (option) — финансовый контракт, предоставляющий его держателю некое право, которое может быть реализовано по его желанию. См. также Опцион покупателя и Опцион продавца.

Опцион покупателя (call option) — финансовый контракт, в соответствии с которым покупатель опциона получает право (которым может и не воспользоваться) на приобретение у продавца опциона определенного *актива* (зачастую акций определенной фирмы) в установленный день (европейский опцион) или в срок по установленный день включительно (американский опцион) по заранее определенной цене, именуемой ценой реализации опциона. См. также Опцион, Опцион продавца и Варранты.

Опцион продавца (put option) — финансовый контракт, покупатель которого получает право (которым может и не воспользоваться) продать определенный *актив* по установленной цене в указанный срок (европейский опцион) или по указанный срок включительно (американский опцион).

Опционы на покупку акций (stock options) — в системах вознаграждения руководящих работников предоставляемые фирмой работникам *опционы*, дающие право на приобретение акций фирмы по определенной цене в течение определенного срока.

Остаточный доход (residual return) — доход от *актива* или предприятия, остающийся после выполнения всех фиксированных обязательств.

Отделение (bust-up) — одна из форм скупки контрольного пакета акций фирмы, при которой приобретатель пакета перепродает отдельные подразделения фирмы или другие ее *активы* другим покупателям.

Отношенческий контракт (relational contract) — контракт, определяющий только общие условия и цели отношений сторон, а также механизмы принятия решений и разрешения конфликтов.

Отпочкование (spin off) — выделение из фирмы отдельной *корпорации*, акции которой распространяются среди акционеров материнской фирмы и которой передаются определенные *активы* данной фирмы.

«Отравленная пилюля» (poison pill) — способ защиты фирмы от скупки контрольного пакета аутсайдерами, предусматривающий значительное снижение стоимости фирмы в случае такой скупки: акционерам предоставляется право в случае перехода *контроля над корпорацией* в другие руки приобрести акции фирмы (или какие-либо другие ее финансовые обязательства) по значительно сниженной цене.

Отступные (greenmail) — выплаты, производимые *корпорацией* в пользу потенциального *рейдера*, с целью побудить его отказаться от попытки скупки контрольного пакета. Обычно включает в себя выкуп фирмой акций, уже приобретенных рейдером, по цене, превышающей рыночную.

Отсутствие рынков (missing markets) — ситуация, когда не существует ни одного рынка для операций с определенным товаром или услугой.

Отсутствие эффектов богатства (no wealth effects) — состояние предпочтений, подразумевающее, что выбор между неденежными альтернативами не зависит от богатства или дохода индивида.

Парето-оптимальность (Pareto optimal) — ситуация, в которой невозможно повышение благосостояния какой-либо стороны без понижения благосостояния какой-либо другой стороны.

Парето-предпочтительность (Pareto dominated) — ситуация, в которой возможно безусловное повышение благосостояния какой-либо стороны без ущерба для благосостояния всех остальных сторон.

Партнер с ограниченной ответственностью (limited partner) — член *товарищества с ограниченной ответственностью*, принимающий участие в его финансировании и получающий долю прибыли товарищества, однако не участвующий в принятии решений, касающихся деятельности товарищества, и несущий лишь ограниченную ответственность по *долговым обязательствам* товарищества.

Пересмотр договоренностей (renegotiate) — переговоры с целью выработки новых условий *контракта* взамен действующих. В случае невозможности достижения нового соглашения остается в силе предыдущее.

План потребления (consumption plan) — совокупность двух наборов товаров: которые потребитель планирует купить и которые он планирует продать с указанием их количеств. Для определения фактического потребления к *состоянию* потребителя прибавляются сделанные им приобретения и вычитаются продажи.

План производства (production plan) — набор ресурсов, приобретаемых фирмой, и продуктов, продаваемых ею.

Планы Скэнлона (Scanlon plans) — системы стимулирования, предусматривающие выплату работникам премий в том случае, если отношения трудозатрат к выручке от продаж окажется меньше планового норматива, причем величина премии пропорциональна достигнутой экономии затрат.

Полное множество рынков (complete markets) — гипотетический набор рынков, включающий в себя рынки всех возможных товаров для всех возможных будущих дат и всех возможных реализаций.

Полные партнеры (general partners) — члены *товарищества*, обладающие полномочиями по принятию решений и несущие неограниченную личную ответственность за долговые обязательства товарищества.

Полный контракт (complete contract) — гипотетический контракт, предусматривающий все возможные варианты предпринимаемых действий и совершаемых платежей.

Поручитель (principal) — сторона, чьи интересы должны быть удовлетворены в агентских отношениях. См. также *Агентские отношения*.

Последующая стадия коммерческого цикла (downstream) — стадия цикла в последовательности циклов от производства сырья до доставки готового продукта потребителю, которая следует непосредственно за данной стадией.

Постконтрактный оппортунизм (postcontractual opportunism) — оппортунистическое поведение одной из сторон после подписания *контракта*. Двумя специфическими разновидностями постконтрактного оппортунизма являются *субъективный риск* и *проблема шантажа*.

Правила квалифицированного большинства (supermajority rules) — внесенные в уставы многих *корпораций* требования с целью воспрепятствовать скупкам контрольных пакетов, согласно которым любое изменение *контроля над корпорацией* должно быть утверждено не обычным, а квалифицированным большинством (например, 2/3 или 3/4 голосов).

Правила, препятствующие враждебному поглощению (antitakeover statutes) — законы, затрудняющие скупку акций фирм их конкурентами. Приняты во многих штатах США.

Правило «вверх или вон» (up-or-out rule) — система, при которой работник, не продвигающийся по службе или не становящийся совладельцем, должен покинуть данную организацию.

Правило деловой компетенции (business judgment rule) — в законодательстве о корпорациях США положение, не рекомендующее судам удовлетворять иски против советов директоров корпораций в связи с принятыми последними решениями и признавать эти решения неразумными или ошибочными, если они были приняты без злого умысла исходя из искренней убежденности в их соответствии интересам компании.

Право конечного контроля (residual right of control) — право принятия любых решений в отношении использования *актива*, за исключением тех решений, которые недвусмысленно отнесены законом или *контрактом* к компетенции другой стороны.

Предконтрактный оппортунизм (precontractual opportunism) — *оппортунистическое поведение* одной из сторон перед подписанием *контракта*. Одной из разновидностей предконтрактного оппортунизма является *ухудшающий отбор*.

Предшествующая стадия коммерческого цикла (upstream) — стадия цикла от производства сырья и материалов из природных ресурсов до доставки готового продукта потребителю, которая непосредственно предшествует данной стадии.

Премия за риск (risk premium) — разница между ожидаемой величиной произвольного дохода и его эквивалентом определенности.

Претендент на остаточный доход (residual claimant) — лицо, имеющее право на получение *остаточного дохода* от того или иного *актива*.

Приватизация (privatization) — переход фирм из государственной собственности в частную.

Приведенная стоимость (present value) см. Чистая приведенная стоимость.

Привилегированные акции (preferred stock) — выпускаемые фирмой ценные бумаги, которые, подобно обыкновенным акциям, не подлежат погашению фирмой-эмитентом, но не дают их владельцу права голоса на собраниях акционеров; дивиденды по привилегированным акциям должны быть выплачены до выплаты каких-либо дивидендов по обыкновенным акциям.

Принудительное предложение (coercive tender offer) — тендерное предложение, построенное таким образом, что участие в тендере отвечает интересам каждого акционера, даже если он уверен в том, что сумма предложения меньше реальной стоимости фирмы.

Принцип единоличной ответственности (principle of unity of responsibility) — принцип, согласно которому конечную ответственность за все работы, необходимые для решения определенной задачи, должно нести одно лицо. Применение этого принципа облегчает распределение обязанностей, оценку результатов работы и обеспечение стимулирования.

Принцип интенсивности мониторинга (monitoring intensity principle) — используемый в практике заключения стимулирующих контрактов принцип, согласно которому чем интенсивнее стимулирование качества работы, тем более ресурсов необходимо расходовать для повышения точности оценки результатов работы.

Принцип интенсивности стимулирования (incentive intensity principle) — применяемый при заключении стимулирующих контрактов принцип, согласно которо-

му интенсивность стимулирования должна возрастать пропорционально предельной производительности усилий и способности *исполнителя* реагировать на стимулы и должна уменьшаться пропорционально склонности исполнителя к избежанию риска и *дисперсии* измеряемых результатов работы.

Принцип информативности (informativeness principle) — используемый в практике заключения стимулирующих контрактов принцип, согласно которому выплаты по *контракту* могут зависеть от величины какой-либо переменной только в том случае, если методы определения данной величины позволяют уменьшить погрешность в оценке результатов работы.

Принцип максимизации стоимости (principle of value maximization) — принцип, согласно которому при отсутствии *эффектов богатства* любое распределение ресурсов является эффективным в том и только в том случае, если оно максимизирует общую стоимость, присваиваемую всеми сторонами.

Принцип откровенности (revelation principle) — принцип, согласно которому любой результат, который может быть достигнут при помощи какого-либо механизма в рамках эгоистической стратегии поведения, диктуемой данным механизмом, может быть достигнут и при использовании честного посредника, получающего добровольные и правдивые отчеты от всех сторон и на их основе создающего данный результат.

Принцип равного вознаграждения (equal compensation principle) — применяемый при заключении стимулирующих контрактов принцип, согласно которому в том случае, если агенту необходимо будет распределять свои усилия между различными видами деятельности, каждый из этих видов деятельности должен обеспечивать ему одинаковый предельный доход на единицу проделанной работы. В противном случае агент сосредоточит свои усилия исключительно на той деятельности, которая обеспечивает ему наивысший доход.

Принцип разделения риска (principle of risk sharing) — принцип, согласно которому при наличии большого количества людей, разделяющих ряд зависимых друг от друга рисков, — причем каждый из этих людей принимает на себя небольшую часть каждого риска, — общие издержки, связанные с наличием этих рисков, уменьшаются.

Принцип эффективности (efficiency principle) — рабочая гипотеза, согласно которой стабильно сохраняющиеся организационные формы и институты, скорее всего, являются эффективными. Исходит из того, что если какая-то форма является неэффективной, то ее изменение сопряжено с получением определенных выгод.

Проблема общедоступного ресурса (common resource problem) — ситуация, при которой несколько сторон могут использовать какой-либо ресурс в целях получения индивидуальной выгоды, причем права собственности определены недостаточно четко, и стороны вынуждены установить, что каждая из них несет все издержки, связанные с использованием ею данного ресурса, и получает все блага, создаваемые в результате его использования, и обеспечивать соблюдение этого условия. Именуется также проблемой безбилетника (*free-rider problem*), особенно в тех случаях, когда отстранение неплательщиков от пользования ресурсом затруднено, или проблемой общественных благ (*public-goods problem*). Возникающая вследствие таких ситуаций неэффективность привела к появлению термина *трагедия общедоступных ресурсов*.

Проблема окончания игры (end-game problem) — проблема, возникающая, когда какие-либо отношения приближаются к своему окончанию; в таких случаях у участников этих отношений могут появиться стимулы, отсутствующие в случае непрекращающихся отношений, побуждающие их совершать нечестные или неэффективные действия.

Проблема шантажа (вымогательства) (hold-up problem) — проблема, с которой сталкивается инвестор, чьи инвестиции связаны с поддержанием определенных вза-

имоотношений. Такой инвестор становится уязвимым перед лицом угрозы прекращения данных отношений со стороны других их участников. Это обстоятельство позволяет прочим сторонам добиваться для себя улучшения условий поддержания отношений по сравнению с первоначально согласованными условиями.

Провалы рынка (market failures) — ситуации, когда рыночные механизмы не способны обеспечить эффективное распределение ресурсов. Причинами могут служить *экономика от масштаба, экстерналии и отсутствие рынков*.

Программа наделения работников акциями (employee stock ownership plan; ESOP) — разновидность пенсионной системы, при которой работники фирмы приобретают и передают в трастовое управление акции данной фирмы, доходы по которым впоследствии образуют их дополнительные пенсии.

Продажа без покрытия (short selling) — практика продажи заимствованного актива с последующим приобретением аналогичного актива с целью погашения займа.

«Проклятие победителя» (winner's curse) — тенденция, в соответствии с которой победителем конкурса подрядчиков выходит тот его участник, который недооценил издержки, связанные с выполнением подряда; те участники, которые переоценивают эти издержки, обычно запрашивают высокую цену. Аналогично победителем аукциона часто становится тот его участник, который переоценил полезность объекта торгов.

Просвечивание (screening) — предложение работникам *меню контрактов*, рассчитанного на то, чтобы способствовать осуществлению *самоотбора*.

Прямая (восходящая) интеграция (forward integration) — переход в собственность и под управление данной фирмы *последующей стадии коммерческого цикла*, например оптовой или розничной торговли продукцией этой фирмы.

Равновесие по Нэшу (Nash equilibrium) — стратегическая ситуация, в которой разработанная каждым принимающим решения лицом стратегия является, с его точки зрения, наилучшей в свете ожидаемых им стратегий поведения прочих лиц, причем эти ожидания правильны.

Разделение собственности и контроля (separation of ownership and control) — ситуация, когда *остаточный доход и право конечного контроля* принадлежат различным сторонам. В частности, такая ситуация стала обычной для современных *корпораций*, в которых получателями остаточного дохода являются акционеры, но контроль за принятием решений, по существу, находится в руках администраторов.

Распределение ресурсов (allocation) — в неоклассической модели частнособственнической экономики совокупность перечней товаров, покупаемых и продаваемых каждым потребителем и каждой фирмой с указанием их количества. В более общем смысле — полная схема использования имеющихся ресурсов.

Расторжение трудовых отношений (separations) — уход работников, увольнение, сокращения штатов.

Расчетная норма дохода (на активы) (accounting rate of return (on assets)) — норма дохода на вложенный капитал за определенный период, например один год, рассчитываемая путем деления чистой прибыли до вычета процентов за данный период из отчета о прибылях и убытках (подготовленного согласно применяемым правилам бухгалтерского учета) на учетную стоимость активов.

Расчетная норма дохода (на собственный капитал) (accounting rate of return (on equity)) — норма дохода на вложенный капитал за определенный период, например один год, рассчитываемая путем деления чистой прибыли после вычета процентов за данный период из отчета о прибылях и убытках (подготовленного согласно

применяемым правилам бухгалтерского учета) на учетную стоимость собственного капитала фирмы.

Реальная стоимость (real) — в отличие от *номинальной стоимости* характеризует фактическую покупательную способность благодаря внесению поправки, учитывающей изменения цен.

Рейдер см. Корпоративный налетчик.

Рента (rent) — доход от какой-либо деятельности сверх минимальной величины, необходимой для привлечения ресурсов в данную сферу деятельности.

Реорганизация (reorganization) — перестройка отношений, распределения полномочий и ответственности и каналов связи в существующей организации. В случае *банкротства* фирмы она проводит переговоры с целью пересмотра своих *долговых обязательств* и графика выплат и может также реорганизовать свою деятельность таким образом, чтобы исключить приостановку операций.

Репутация (reputation) — сложившиеся у индивида или в организации на основании прошлого опыта отношения к другому индивиду или организации, служащие основой для прогнозирования их поведения в будущем

Реструктуризация (финансовая) (restructuring (financial)) — изменение финансовой структуры фирмы. В 80-е гг. целью реструктуризации, как правило, было уменьшение *свободного денежного потока* с соответствующим совершенствованием стимулирования менеджеров или уменьшения привлекательности фирмы для *рейдеров*; иногда реструктуризация преследовала обе эти цели.

Рутинные процедуры (routines) — стандартизованные правила принятия решений и осуществления деятельности, применяемые в течение определенного периода без корректировки (хотя при определенных обстоятельствах они и могут претерпевать весьма незначительные изменения).

Рынок контроля над корпорациями (market for corporate control) — установление контроля над *корпорацией* путем покупки ее акций на рынках ценных бумаг.

Рыночный портфель (market portfolio) — портфель, включающий в себя различные *активы* в пропорции, соответствующей (в стоимости исчисления) их удельным весам в экономике в целом.

Рыночный социализм (market socialism) — гипотетическая экономическая система, при которой средства производства находятся в общественной (или государственной) собственности, однако ресурсы распределяются при помощи ценового механизма.

Самоотбор (self-selection) — процесс, лежащий в основе выбора, который делает индивид, сталкивающийся с *меню контрактов* или набором различных вариантов. Например, рабочий, выбирающий между фиксированной почасовой и сдельной оплатой труда, предпочтет первый вариант, если оценивает свою производительность как относительно невысокую, в противном случае он предпочтет второй вариант.

Свободный денежный поток (free cash flow): 1) *денежный поток* с добавлением процентных выплат после уплаты налогов и за вычетом инвестиций; 2) в гипотезе свободного денежного потока Майкла Дженсена величина денежного потока фирмы за вычетом величины возможных прибыльных инвестиций внутри фирмы.

Сделка (transaction): 1) обменная операция, в которой участвуют товары, услуги, деньги; 2) крупнейшая единица экономической деятельности, которая не может быть разделена на части и выполнена несколькими различными людьми.

Сдельная оплата труда (piece rate) — система оплаты труда, пропорциональная количеству произведенной продукции.

Сеть контрактов (*nexus of contracts*) — по описанию Армена Алчиана и Хэролда Демзета фирма как совокупность взаимосвязанных контрактных отношений (эксплицитных или имплицитных) между поставщиками, потребителями и работниками.

Сигнализация (*signaling*) — совершение действий, демонстрирующих намерения, возможности или другие характеристики действующего лица, в отношении которых оно располагает не поддающейся проверке *частной информацией*. Например, работник, соглашающийся на работу, требующую специальной длительной неоплачиваемой подготовки, тем самым сигнализирует о своем намерении работать в этой фирме в течение длительного времени.

Сильная комплементарность (*strongly complementary*) — улучшение результатов одного вида деятельности, приводящее к увеличению предельных доходов от других видов деятельности. Наличие сильной комплементарности приводит к появлению проектных решений.

Сильная форма гипотезы эффективности рынков (*strong form efficient market hypothesis*) — гипотеза, согласно которой цены акций (или иных *активов*) отражают всю имеющуюся информацию — как общедоступную, так и известную лишь узкому кругу лиц.

Система производства «точно в срок» (*just-in-time manufacturing*) — система организации производства, при которой запасы незавершенной продукции сводятся к минимуму, поскольку необходимые для каждой стадии производства комплектующие поступают на каждое рабочее место точно в нужный момент.

Систематический риск (*systematic risk*) — та часть дисперсии дохода на инвестицию, которая определяется непосредственно колебанием рыночного индекса. В модели ценообразования на капитальные активы систематический риск инвестиции измеряется ее *бета-коэффициентом*. См. также Идиосинкратический риск.

Системы раздела выгод (*gain-sharing plans*) — системы мотивации работников, предусматривающие предоставление им некоторой части доходов фирмы.

Слабая форма гипотезы эффективности рынков (*weak form efficient markets hypothesis*) — гипотеза, согласно которой текущие цены акций (или иных *активов*) в полной мере отражают всю информацию, воплощенную в ценах прошлых периодов. Из этого следует, что изучение динамики цен в прошлом не может помочь прогнозировать будущие цены. В частности, не может существовать какой-либо корреляции между изменением цен с течением времени, и эти изменения не подчиняются каким-либо предсказуемым закономерностям. Отсюда следует, что *технический анализ* не может служить основой для разработки прибыльной инвестиционной стратегии.

Служебная лестница (*job ladder*) — последовательность должностей, которые занимают работники по мере повышения их ранга.

Случайная переменная (*random variable*) — величина, значение которой зависит от исхода неопределенного события.

Собственный капитал (*equity*): 1) стоимость имущества за вычетом всех претензий, которые могут быть предъявлены на данное имущество в связи с имеющейся задолженностью его владельца; 2) ресурсы, передаваемые фирме в обмен на право собственности по отношению к данной фирме; 3) ценные бумаги, выпускаемые фирмой, которые предоставляют их владельцам право собственности по отношению к фирме (например, акции) или же могут быть обменены на ценные бумаги, предоставляющие такое право (например, *варранты*).

Совершенные рынки капитала (*perfect capital markets*) — идеал, подразумевающий, что все индивиды имеют возможность занимать и ссужать денежные сред-

ства на одинаковых условиях, независимо от величины средств, которыми они оперируют.

Совпадение целей (goal congruence) — ситуация, когда цели различных индивидов или организаций являются достаточно близкими для того, чтобы побуждать индивидов или организации к совместной деятельности и достижению этих целей.

Современная стратегия обрабатывающей промышленности (modern manufacturing strategy) — любая из различных стратегий развития производства, ориентированных на использование возможностей гибкого производственного оборудования и средств скоростного сбора и обработки информации в целях ускорения освоения выпуска новой продукции, повышения качества продукции, сокращения запасов и накладных расходов.

Сопряженные убытки (connectedness) — ожидаемые убытки, которые будут понесены вследствие несоординированности определенной группы решений.

Состояние (endowment) — в модели конкурентного равновесия те количества различных товаров, которыми потребитель владеет изначально, до начала торговых операций.

Специализация (specialization): 1) распределение работы по принципу сравнительного преимущества; 2) процесс сужения (и предположительно углубления) задач, решаемых отдельным индивидом или машиной.

Специфическая инвестиция (specific investment) — инвестиция, создающая *специфические активы*.

Специфические активы (specific assets) — *активы*, ценность которых намного возрастает при использовании для определенного назначения или в определенных отношениях по сравнению со всеми остальными альтернативами.

Специфический для данной фирмы капитал (firm-specific capital) — человеческий или овеществленный капитал, использование которого наиболее продуктивно в рамках данной конкретной фирмы.

Специфичность (specificity) — степень, в которой те или иные *активы* являются специфическими. При соблюдении *принципа максимизации стоимости* специфичность измеряется утратой стоимости, имеющей место при переходе к использованию актива по другому назначению.

Сравнительная оценка результатов (comparative performance evaluation) — практика оценки результатов работы индивида путем сравнения их с результатами других работников, выполняющих сходную работу.

Старшие долговые обязательства (senior debt) — долговые обязательства, пользующиеся приоритетом по отношению к другим, *младшим долговым обязательствам* при предъявлении претензий на *активы* обанкротившейся фирмы.

Статистическая независимость (statistically independent) — такое состояние нескольких *случайных переменных*, при котором знание реализовавшегося значения одной из них не дает никаких указаний в отношении вероятности различных реализаций других.

Стратегии управления человеческими ресурсами (human-resource policies) — принципиальные подходы к решению вопросов найма, занятости, профессиональной подготовки, оплаты труда, поощрения работников, распределения обязанностей, продвижения по службе и прекращения трудовых отношений.

Стратегические инвестиции (strategic investments): 1) инвестиции, результаты которых частично достаются тем подразделениям организации, которые не участвовали в осуществлении этих инвестиций; 2) инвестиции, осуществляемые с целью про-

демонстрировать прочность положения фирмы и тем самым повлиять на поведение ее конкурентов или союзников.

Стратегия корпорации (corporate strategy) — определение будущих направлений деятельности фирмы. Отличается от стратегии бизнеса фирмы в определенной, ранее выбранной сфере деятельности.

Субъективный риск (moral hazard) — первоначально термин страхового дела, характеризовавший склонность владельцев страховых полисов в меньшей степени заботиться о предотвращении или уменьшении убытков, от которых они застрахованы. В настоящее время данный термин применяется также для обозначения формы *постконтрактного оппортунизма*, которая возникает в тех случаях, когда контроль за совершением действий, требуемых или подразумеваемых *контрактом*, затруднен.

Схватки за доверенности (proxy fight) — борьба между соперничающими группами с целью получения доверенностей на право голосования от большинства акционеров *корпорации*. Успех в этой борьбе обеспечивает победившей группе большинство голосов на собрании акционеров. Обычно начинается при попытке какой-либо группы выступить против действующей администрации (которая при нормальной обстановке получает доверенности от акционеров, не присутствующих на собрании) и совета директоров фирмы.

Тактика «выжженной земли» (scorched earth policies) — преднамеренное снижение стоимости фирмы с целью отпугнуть потенциальных *рейдеров*.

Теорема Коуза (Coase theorem) — предположение, согласно которому при отсутствии *эффекта богатства* и незначительных *транзакционных издержках* исход переговорного процесса или контрактных отношений (исключая распределительные аспекты) не зависит от первоначального соотношения собственности, богатства или имущественных прав, а определяется исключительно фактором эффективности.

Теорема однофондового портфеля (one-fund portfolio theorem) — положение, согласно которому для инвесторов, интересующихся лишь средним значением и *дисперсией* доходов от их инвестиций, оптимальный портфель всегда включает в себя акции безрисковых активов, а оставшуюся его часть составляют другие ценные бумаги, подобранные в заранее определенных пропорциях. Эти пропорции и образуют единственный фонд, лежащий в основе каждого эффективного портфеля инвестиций.

Теорема разграничения Фишера (Fisher separation theorem) — положение, согласно которому, если лицо, принимающее решение, имеет возможность занимать и ссужать денежные средства под один и тот же процент, его инвестиционные решения могут основываться исключительно на прогнозах *денежных потоков* и ставок процента и не зависеть от его предпочтений в отношении времени или структуры потребления.

Теоремы Модильяни—Миллера (Modigliani—Miller theorems) — два положения из теории финансового управления *корпорациями*. Согласно первому из них, при условии отсутствия налогов общая рыночная стоимость заемного и собственного капитала фирмы не зависит от доли каждой из этих форм капитала. Согласно второму положению, общая рыночная стоимость заемного и акционерного капитала фирмы не зависит от ее стратегии выплаты дивидендов — при условии неизменности ее инвестиционной политики.

Теория игр (game theory) — общий аналитический подход к моделированию социальных ситуаций, при котором подробно определяются информированность, возможные действия и мотивации действующих лиц, или игроков, а также последствия и результаты этих действий. В противоположность этому модель *конкурентного равновесия* не содержит указаний на то, что произойдет в случае, если спрос потребителя превысит имеющееся предложение.

Терпимость к риску (risk tolerance) — мера готовности нести риск. Величина, обратная *коэффициенту абсолютного исключения риска*.

Технический анализ (technical analysis) — попытки выявить закономерности динамики цен *активов* с целью их использования при прогнозировании динамики цен в будущем.

Товарищество (partnership) — организационная форма, при которой часть владельцев фирмы или все они — *полные партнеры*, принимающие на себя неограниченную ответственность по долговым обязательствам фирмы и осуществляющие управление ею.

Товарищество с ограниченной ответственностью (limited partnership) — товарищество, в состав которого входят как *полные партнеры*, так и *партнеры с ограниченной ответственностью*.

Трагедия общедоступных ресурсов (tragedy of the commons) см. Проблема общедоступного ресурса.

Трансакционные издержки (transaction costs) — издержки, связанные с осуществлением *сделки*, или альтернативные издержки, возникающие в случае неосуществления увеличивающей эффективность сделки.

Трансфертные цены (transfer prices) — цены, используемые в *сделках* между подразделениями одной фирмы.

Уклонение от риска (risk aversion) — предпочтение гарантированного результата рисковому, обеспечивающему несколько более высокий доход.

Умеренная форма гипотезы эффективности рынков (semistrong form efficient markets hypothesis) — гипотеза, согласно которой цены акций (или других *активов*) полностью отражают всю общедоступную информацию. Из этого следует, что если инвестор не располагает *частной информацией*, то он не может рассчитывать на получение более высокой нормы дохода (с учетом риска), чем та, которая обеспечивается простым формированием и сохранением полностью диверсифицированного *рыночного портфеля*.

Универсальный (человеческий) капитал (general-purpose (human) capital) см. Неспецифические активы.

Управление человеческими ресурсами (human-resource management) — разработка и осуществление различных стратегий в области человеческих ресурсов, а также их корректировка.

Управляющий высшего ранга (chief executive officer; CEO) — высшее должностное лицо *корпорации*, обычно президент или председатель правления компании или же оба эти лица.

Урегулирование долга (debt workouts) — переговоры между должником и кредиторами, цель которых — не допустить *банкротства* должника путем пересмотра претензий кредиторов.

Ухудшающий отбор (adverse selection) — первоначально термин из области страхового дела, употреблявшийся для характеристики тенденции, в соответствии с которой покупатели страховых полисов образуют неслучайную выборку из общей массы населения — конкретнее группу с наибольшими ожидаемыми претензиями. Сейчас данный термин используется для характеристики одной из разновидностей *предконтрактного оппортунизма*, возникающей, когда одна из договаривающихся сторон располагает конфиденциальной информацией относительно факторов, которые повлияют на общую выгоду предполагаемого *контракта* для другой стороны и когда сторона, обладающая такой конфиденциальной информацией, согласится на за-

ключение контракта лишь в том случае, если он будет особо невыгоден для другой стороны.

Участие в прибылях (profit sharing) — один из элементов системы оплаты труда, предусматривающий выплату работникам премий, размеры которых увязаны с величиной прибыли фирмы.

Участие в управлении (participatory management) — политика, предусматривающая возможность участия работников в принятии всех важных управленческих решений; обычно сопровождается созданием механизмов, обеспечивающих *совпадение целей*.

Уязвимость (brittleness) — ухудшение функционирования экономической системы при незначительной неточности поступающей в данную систему информации.

Финансовый леверидж (financial leverage) — использование заемного капитала с целью увеличения доступных фирме ресурсов сверх собственного капитала, представленного ее владельцами.

Фирма с функциональной организационной структурой (functionally organized firm) — фирма, в которой каждая из традиционных функций — бухгалтерия, сбыт, производство и т. д. — контролируется одним управляющим органом в отличие от фирмы с *мультидивизиональной структурой*.

Фирма, принадлежащая работникам (employee-owned firm) — фирма, в которой контрольный пакет акций принадлежит членам трудового коллектива.

Фирма-конгломерат (conglomerate firm) — фирма, оперирующая в нескольких не связанных друг с другом сферах бизнеса.

Фокусированность (focus) — степень ограничения деятельности фирмы относительно малым числом направлений.

Фундаментальная теорема экономики благосостояния (fundamental theorem of welfare economics) — положение, согласно которому распределение ресурсов, соответствующее состоянию *конкурентного равновесия*, является эффективным.

Функция отклика объема продаж (sales response function) — ожидаемое изменение объема продаж в связи с изменением определенных переменных, например усилий агентов по сбыту.

Функция полезности (utility function) — предпочтение индивида среди возможных альтернатив или ситуаций, представленных в числовой форме.

Холдинговая компания (holding company) — компания, являющаяся собственником нескольких других фирм, однако не осуществляющая никакой деятельности по управлению ими или осуществляющая ее в незначительном объеме.

Целевое управление (management by objectives) — методика установления стандартов качества работы персонала, при которой определенную роль играют сами работники, участвующие в выборе целей, к достижению которых они будут стремиться.

Цена капитала (cost of capital) — издержки организации, связанные с приобретением финансовых ресурсов. Обычно выражается в форме процентной ставки.

Централизация (centralization) — сосредоточение контроля за деятельностью отдельных лиц в руках высшего руководства, которое доводит до отдельных лиц свои решения и обеспечивает их выполнение. Таким руководством может являться лицо, имеющее более высокий рейтинг в иерархической структуре, или коллектив самих индивидов, осуществляющий процесс групповой выработки решений. Противоположность децентрализации, при которой каждый индивид самостоятельно принимает решения.

Частная информация (private information) — информация, необходимая для определения эффективного распределения ресурсов, известная лишь какой-то группе представителей заинтересованных сторон.

Человеческий капитал (human capital) — приобретенные навыки и знания, повышающие производительность индивида.

Чистая приведенная стоимость (net present value) — настоящая стоимость последовательности *денежных потоков*, вычисляемая как взвешенная сумма денежных потоков всех будущих периодов с использованием весов, зависящих от ставок процента.

Чрезмерная финансовая зависимость (debt overhang) — ситуация, при которой заемщик не обладает ресурсами, достаточными для выполнения своих обязательств по текущему долгу, но в то же время имеет прибыльные инвестиционные проекты, которые в свою очередь не могут быть реализованы из-за невозможности получить необходимое финансирование в силу уже имеющейся задолженности или из-за того, что прибыли от данных проектов будут поступать не заемщику, а его кредиторам.

Штат регистрации (state of incorporation) — в США штат, в котором было узаконено учреждение фирмы и чье законодательство регулирует отношения между фирмой и ее акционерами. Администрация фирмы не обязана находиться в данном штате.

Экономия от масштаба (economies of scale) — снижение средних удельных издержек, которое может быть достигнуто при выпуске одного продукта в больших количествах.

Экономия от разнообразия (economies of scope) — снижение общих издержек, которое может быть достигнуто при производстве группы продуктов только одной фирмой по сравнению с тем случаем, когда данные продукты в тех же количествах производятся несколькими самостоятельными фирмами.

Экстерналии (externalities) — действия одной из сторон, не опосредованные рынком, которые оказывают влияние на благосостояние других сторон.

Эффект богатства (wealth effects) — изменение величины денежной суммы, которую потребитель готов уплатить за какой-либо предмет или предметы (потребитель может пожелать приобрести их по определенной цене), обусловленное изменением материального положения потребителя.

Эффективная заработная плата (efficiency wage) — заработная плата, которая превышает уровень, необходимый для привлечения и удержания работников данной специальности, при условии, что это превышение имеет целью повысить производительность труда работников, например побудить их прилагать большие усилия из опасения лишиться *квазиренты* — разницы между получаемой заработной платой и той, что может быть предложена рынком.

Эффективность с учетом стимулов (incentive efficient) — эффективность с учетом ограничений, налагаемых необходимостью обеспечения стимулов.

Эффективный (efficient) — любое распределение ресурсов, *контракт* или организация в том случае, если не существует такой альтернативы, которая, по общему мнению, была бы по меньшей мере не хуже рассматриваемого варианта и которая являлась бы определенно предпочтительной, по крайней мере для одного лица.

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

- Авиадиспетчеры, субъективный риск и уклонение 1 265
- Автомобильная промышленность 1 206
организационные стратегии 1 21
отношения с поставщиками в Японии 2 333
- Автономия организации (свобода от вмешательства) 1 47
- Агенты *см. также* Проблема поручитель—исполнитель
нейтральность к риску 1 305, 357
склонность избегать риска 1 304
стимулирующий контракт 1 264
управление торговлей на расстоянии 1 370
- Активы
балансовая стоимость 2 226
коспециализированные 1 204, 209, 440, 443, 458
материальные 1 203
определенные 1 203
специфические 1 61, 204, 439
права акционеров 1 455
франчайзинговая торговля 2 330
уничтожение стратегических активов 2 249
финансовые 1 203
информация и ценообразование 2 201
- Акционерный капитал, источник финансирования
виды 2 188
классический анализ решений по финансовой структуре 2 187
конфликт интересов между владельцами акционерного и заемного капитала 1 270
концентрация 2 240
сигнализация 2 252
тенденция в различных странах 2 229
- Акционеры *см. также* Заинтересованные стороны
варианты действий недовольных 2 256
владение корпорациями 1 450
контроль над корпорациями 2 256
конфликт интересов с кредиторами 2 236
«отравленные пилюли» 1 269
свободный денежный поток 2 235
- Анализ средних значений и дисперсий 2 194
- Английское торговое право 1 398
- Арбитраж 1 306
- Аренда (долгосрочная) 1 443; 2 246
- Архитектура организации 1 46
- Асимметрия информации 1 60, 210, 211, 214, 223, 238
- Ассоциации LBO 2 243, 285
- Аукционы 2 263
- Базовая компетенция фирмы 1 167; 2 318, 338
- Балансовая стоимость 2 226
- Банки, стимулы для осуществления контроля за деятельностью фирм 2 245
- Банковские синдикаты 2 299
- Банкротство 1 270; 2 247
глава 7 Закона о банкротстве США 2 258
глава 11 Закона о банкротстве США 2 248, 256, 258
проблема окончания игры 1 381
структура контроля над корпорацией 2 258
- Безработица и эффективный уровень заработной платы 1 363
- Безработные, резервная армия 1 363
- «Белый рыцарь» 2 222
- Бета-коэффициент 2 198
- Биотехнология 2 150
- Благотворительные организации и благотворительная деятельность 2 278
- «Близорукие руководители» 2 183, 184
влияние на цену капитала 2 183
- Богатство, распределение 1 357
- Бойкоты 1 384
- Бросовые облигации *см.* Облигации
- Бюро улучшения обслуживания 1 383
- Бюрократическая экспансия 2 147
- Валовой доход *см.* Доход
- Вариант отказа от конкуренции 2 34
- Варранты 2 189, 230
- Вектор *см.* Набор
- Венгрия 1 438
- Венчурный капитал *см.* Капитал
- Вероятностная мера 1 353
- Вертикальные границы и отношения 2 315
вертикальная интеграция *см.* Интеграция
- закупки на рынке, преимущества 2 316
- кооперативы 1 55; 2 128, 328

- Вертикальные границы и отношения (*продолжение*)
 отношения с поставщиками в автомобильной промышленности Японии 2 333
 франчайзинговая розничная торговля 2 318, 330, 333
- Взаимные несоответствия 1 187
- Взаимосвязанность собственности на активы 1 447
- Владение акциями 1 33
- Властные отношения 1 372
- Вмешательство
 автономия (свобода от вмешательства) 1 47
 влияющее 1 283
 выборочное 1 282
- Внешние эффекты (экстерналии) 1 122, 453
 позитивные 2 185
- Внешний рынок труда, влияние на продвижения работников в организациях 2 58
- Внутренние рынки труда 2 50
 как системы 2 68
 логическое объяснение 2 55
 оплата в соответствии с должностью 2 52, 65
 политика продвижения работников 2 57, 75, 77, 79
 эффективность долгосрочных трудовых отношений 2 56
- Внутренняя структура фирмы 1 127; 2 304
- Возможности трудоустройства, связь с уровнем заработной платы 1 363
- Вознаграждение 1 274; 2 61. *См. также*
 Стимулы и стимулирование отсроченное 2 25, 36, 154
- Война в Персидском заливе (1990–1991 гг.) 1 424
- Восточная Европа, реструктуризация экономики 1 35, 438; 2 365
- Восходящая интеграция *см.* Интеграция «Восходящие звезды» *см.* Рента
- Враждебные поглощения *см.* Поглощения
- Вторая мировая война 1 142
- Вторичный рынок труда 2 50
- «Второй поставщик» 1 66
- Выбор времени для стратегической экспансии 2 339
- Выбор портфеля 2 193
- Выборочное вмешательство 1 282
- Выборочное пространство 1 353
- Выполнение обязательств 1 203
 неконтрактные средства обеспечения 1 209
- Выполнение обязательств (*продолжение*)
 неполнота контракта 1 200
 несовершенно 1 60, 194, 339, 341
 отсроченное вознаграждение и проблемы выполнения обязательств 2 155
 политика стимулирования 2 79
 торговое право, английское 1 398
- Высокочеткое телевидение 1 168
- Высшее руководство, роль в обеспечении координации 1 178
- Выходные пособия 2 161
- Вычеты из страховых выплат 1 299, 320
- Ганзейский союз (Ганза) 1 384
- Гарантии и ухудшающий отбор 1 223
- Гарвардская школа промышленной организации 1 72
- Генеральное соглашение о тарифах и торговле (ГАТТ) 2 362
- Германия
 объединение 1 30
 структуры финансирования и собственности 2 230
- Гибкие производственные технологии 1 169; 2 359
- Гильдии 1 384
- Гипотеза эффективности рынков 2 202, 211
 проверка на фактическом материале 2 205
 сильная форма 2 160, 204, 205, 207, 214
 слабая форма 2 202, 205–207
 умеренная форма 2 202, 205, 206
- Глава 7 Закона о банкротстве *см.* Банкротство
- Глава 11 Закона о банкротстве США *см.* Банкротство
- Гласность, политика в СССР 1 39
- Гласса—Стигалла закон (США) 1 31
- Глобализация экономической деятельности 2 362
- Горизонтальное разнообразие и структура фирм 2 301, 337
 конкурентная стратегия и организационные нововведения 2 337
 направления экспансии подразделений 2 338
 отрицательные стороны экспансии 2 340
- Государственная политика в отношении увольнений 2 27
- Государственный сектор
 государственные программы страхования 1 252
 издержки влияния 1 387
 поиск рент 1 386

- готовность к риску
 конфликт интересов кредиторов и акционеро-
 в и чрезмерная склонность к риску 2 237
 мотивация у менеджеров 2 149
 у ссудо-сберегательных ассоциаций 1 253
 стимулы 1 256
 страхование депозитов 1 253
 Групповая оплата труда *см.* Оплата труда
 Гурвица критерий 1 159
 Движение за права акционеров 2 275
 Движение и комплементарность 2 304
 Двойная маргинализация 2 312, 325
 Двойная монополия 1 27
 Дезинформация, стратегическая 1 83, 211
 Деконгломерация 2 223
 Делегирование полномочий 1 41; 2 305
 Деловая стратегия *см.* Стратегия
 Деловые союзы 2 346, 361
 Демографические изменения и определение
 должностных обязанностей 2 122
 Денежная политика 1 259
 Денежный поток 2 179
 свободный 2 235, 239, 251
 требуемый и цена капитала 2 183
 чистая приведенная стоимость 2 181
 Держатели облигаций, стимулы для осу-
 ществления контроля за деятельностью
 фирм 2 245
 Децентрализация 1 55
 в целях ограничения деятельности по
 оказанию влияния 1 395
 нарушения координации 1 171
 определение 1 176
 передача информации 1 147
 рутинные организационные процедуры
 1 145
 Децентрализованное определение уровней
 оплаты труда 2 66
 Деятельность по оказанию влияния 1 283,
 287, 358
 ограничение путем структуризации
 процессов принятия решений 1 395
 оптимизация 1 391
 при субъективной оценке результатов
 работы 2 116
 различные виды 1 389
 Диверсификация в 60-е гг. 2 223
 Диверсификация продукции 1 22
 Дивиденды 2 191, 232, 253
 Дивизиональная фирма *см.* Мультидиви-
 зиональная фирма
 «Дилемма заключенных», игра 1 207
 Директора *см.* Советы директоров
 Дискриминация в трудовых отношениях
 2 31
 Дисперсия 1 303, 353; 2 197
 Добровольная реструктуризация *см.* Ре-
 структуризация
 Добровольные пожертвования 2 278
 Добровольцы в некоммерческих органи-
 зациях 2 281
 Доверенность 1 275
 Доверие 1 209
 в «окопной войне» во время первой
 мировой войны 1 378
 предложение доверительного соглаше-
 ния 1 375
 Доктрина коммерческой возможности
 1 197
 Долговые обязательства, виды 2 188
 Долгосрочные системы стимулирующей
 оплаты труда управляющих высшего
 ранга 2 145
 Долгосрочные трудовые отношения 2 49,
 56. *См. также* Внутренние рынки тру-
 да
 Долгосрочные цели организации, оценка
 вклада работника 2 57
 Дополнительные льготы работникам 2 93
 Достоверный эквивалент 1 304, 354
 Доход
 валовой 1 255
 остаточный 1 415, 449
 права собственности на сложные пото-
 ки 1 449
 связь с риском 2 193
 чистый 1 255
 Доходность
 дополнительная 2 196, 197
 норма дохода акционера 2 162
 ожидаемая 2 196, 200
 расчетная 2 162
 Единоличное владение 1 423
 Женщины на рынке труда 2 365
 Забастовки 2 19
 Загрязнение окружающей среды 1 419,
 435
 Задача конструирования с инновацион-
 ными особенностями 2 366
 Задача обеспечения выполнения контрак-
 тов 1 316
 Задача обеспечения контроля с минималь-
 ными издержками 1 365, 367
 Задача распределения работ 1 144
 Задачи синхронизации 1 144, 162
 Заемное финансирование
 виды 2 188

- Заемное финансирование (*продолжение*)
 высокая доля заемного капитала и
 чрезмерная склонность к риску 2 237
 классический анализ решений по фи-
 нансовой структуре 2 187
 конфликт интересов между владель-
 цами акционерного и заемного капита-
 ла 1 270
 свободный денежный поток 2 239
 сигнализация 2 252
 тенденции в различных странах 2 229
 увеличение роли 2 225
- Заинтересованные стороны
 специфические активы и права 1 455
 цели организации и интересы 1 76
- Займы
 в трудовых отношениях 2 24
 для финансирования инвестиций 2 179
 мониторинг действий заемщиков 1 257
 стимулы для совершения рискованных
 операций 1 256
- Закон США о выплате компенсаций слу-
 жащим федерального правительства
 1 265
- Закон США об обеспечении безопасности
 пенсионных доходов 1 261
- Законодательство и юридическая система
 в сравнении с репутациями 1 380, 382
 издержки влияния 1 398
 как препятствие для торговли 1 431
 торговое (купеческое) право 1 380, 398
- Закрытие предприятий, права заинтересо-
 ванных сторон 1 456
- Закрытые правления 2 268
- Закупки на рынке, преимущества 2 316
- Залог 1 277; 2 277
- «Замкнутый круг нищеты» 1 358
- Западная Европа
 государственная политика по отноше-
 нию к увольнениям 2 27
 планирование производства 1 122
- Запасы, система «точно в срок» 1 21, 24,
 146, 170, 446; 2 100
- Запасы нефти, права собственности 1 437
- Заработная плата *см. также* Оплата труда
 классическая теория 2 8
 связь с возрастом и стажем 1 235,
 278; 2 20
 эффективность *см.* Эффективный уро-
 вень заработной платы
- Защищенное правление 2 268
- «Золотые наручники» 2 36
- «Золотые парашюты» *см.* Поглощения
- Игра нормального типа 1 374
- Идиосинкратический риск *см.* Риск
- Иерархия 1 46, 372
- Издержки
 ведения переговоров 1 220, 430, 436
 влияния 1 282; 2 67
 в государственном аппарате 1 387
 в частном секторе 1 388
 горизонтальная экспансия и проб-
 лема издержек влияния 2 343
 децентрализация определения уров-
 ней оплаты труда 2 66
 конфликты интересов менеджеров
 2 186
 продвижения работников при субъ-
 ективных системах оценки 2 117
 реструктуризация фирм 2 271
 юридическая система 1 398
 японские методы ограничения
 1 401
 выработки и реализации соглашения
 1 431
 измерения стоимости 1 221
 информационные 1 221
 мобильности (рабочей силы) 2 36
 обеспечения координации 1 59
 обеспечения мотивации 1 59
 осуществления контроля 1 365, 368
 производства 1 65
 риска 1 276
 транзакционные 1 58, 71, 431
 эффективное распределение прав
 собственности 1 434
 цена капитала 2 183
- Измерение результатов работы
 горизонтальная экспансия фирм и из-
 держки измерения результатов 2 340
 группировка работ по степени труд-
 ности 2 122
 как основа для определения размеров
 оплаты 1 310
 сравнение с оплатой в соответствии
 с должностью 2 65
 точность 1 321
 трудности 1 63
 собственность на активы 1 417
- Израиль, государственная политика в от-
 ношении увольнений 2 27
- Имплицитная стимулирующая оплата
 труда 2 111
- Имплицитные контракты 1 199, 209; 2 15
- Инвестиции
 в специфические активы 1 204
 в укрепление позиции на переговорах
 1 220
 в человеческий капитал и сложные
 случаи расторжения трудовых отноше-
 ний 2 39
 вертикальная интеграция и защита ин-
 вестиций 2 321

- Инвестиции (*продолжение*)
 заемное финансирование 2 179
 классическая теория инвестиционных решений 2 177
 стратегические инвестиции как конструктивные решения 2 185
 чистая приведенная стоимость 2 181
 классическая теория риска и доходности 2 193
 кризис в ссудо-сберегательной индустрии США и рисковые инвестиции 1 253
 мотивация рискованных инвестиций 2 149
 определение 1 203
 специфические 1 61
- Инвестиционные банки 1 30
- Инвестиционные предложения, оплата 2 153
- Инвесторы
 активные 2 256, 273
 венчурные 2 244
 институциональные 2 212, 241, 244, 256, 273
 подход к решениям относительно финансовой структуры 2 189
- Индекс эквивалентной стоимости 1 68
- Индивидуальная стимулирующая оплата *см.* Оплата труда
- Индивиды как уровень экономического анализа 1 48
- Индустрия быстрого питания 1 372
- Индустрия страхования 2 364
- Инерционный эффект 1 38, 337; 2 102
- Инженеры, оплата труда 2 93
- Инновации (нововведения) 2 337, 363
 в области финансирования 2 363
- Инновационные особенности 1 146, 165, 171; 2 366
- Институты, способствующие поддержанию репутаций 1 382
- Институциональные инвесторы *см.* Инвесторы
- Интеграция
 вертикальная 1 238; 2 301, 311, 316, 321
 восходящая (обратная) или нисходящая (прямая) 2 301
- Интенсивность стимулирования *см.* Стимулы и стимулирование
 оплата по результатам работы для управляющих высшего ранга *см.* Управляющие высшего ранга
- Интернационализация бизнеса 2 362
- Информационная рента 1 212
- Информационная эффективность 1 118, 157
- Информационные издержки *см.* Издержки
- Информационные системы 2 299
- Информация
 в мультидивизиональной фирме 2 305
 горизонтальная экспансия и информационные проблемы 2 340
 количественная 2 62
 конкуренция источников 1 274
 координация и экономия на сборе и передаче информации 1 157
 необходимая для планирования производства 1 157
 порядковая 2 62
 потребность в информации 1 54
 сравнение систем координации с совершенной и несовершенной информацией 1 149
 частная 1 194, 238, 250; 2 29
 предконтрактный оппортунизм 1 210, 221, 224
 стратегии выявления 1 230; 2 109
 цены финансовых активов 2 201
 гипотеза эффективности рынков 2 202, 211
- Ипотека, государственное страхование 1 262
- Ирак 1 424
- Искажение цен 1 119
- Исследования и разработки 2 311
 «Исследования событий» 2 203
- Калифорния, права на водные ресурсы и их использование 1 424
- Капитал
 венчурный 2 244
 распределение инвестиций посредством рынков 2 192
 человеческий *см.* Человеческий капитал
 цена 2 183
- Капитализм 2 367
- Квазирента 1 386, 455; 2 16, 41, 73
- Квалификация, оплата 2 107
- «Кейрецу» *см.* Японские фирмы
- Китай, проблемы собственности 2 75
- Китобои, обеспечение взаимного соблюдения норм 1 383
- Классическая теория заработной платы, занятости и человеческого капитала 2 8
- Классическая теория финансов 2 177, 220
 инвестиционный риск и доходность 2 193
 информация и цены финансовых активов 2 201

- Классическая теория финансов (*продолжение*)
 модель ценообразования на капиталные активы (CAPM) 2 177, 208
 решения по финансовой структуре 2 187
 гипотеза эффективности рынков 2 202, 211
 распределение инвестиционного капитала посредством рынков 2 192
 теоремы Модильяни—Миллера *см.* Модильяни—Миллера теоремы
 теория инвестиционных решений 2 178
 стратегические инвестиции как конструктивные решения 2 185
 теорема Фишера *см.* Фишера теорема
 чистая приведенная стоимость 2 181
- Классическая фирма *см.* Фирма
- Ковариация 1 318; 2 196
- Количественная информация *см.* Информация
- Коллективное производство 1 418
- Комиссионное вознаграждение 1 314; 2 103
- Комиссия по ценным бумагам и биржам США 1 273; 2 156, 203, 228, 258, 273
- Коммунизм 1 35; 2 367. *См также* Восточная Европа, Реструктуризация, Советский Союз
- Компетенция фирмы, базовая 1 167; 2 318, 338
- Комплементарность 1 168; 2 358
 движение 2 304
 задач и повышение разнообразия работы 2 124
 инновационные особенности 1 171
 конструктивные особенности 1 143
 нарушения координации 1 171
 свобода действий (контроль) и стимулы 2 126, 312
 собственность на активы 1 447
 теории и эмпирических знаний о свойствах организаций 2 369
- Компьютерная техника и программное обеспечение 1 441
- Компьютерные мини-АТС 2 321
- Конвертируемые облигации *см.* Облигации
- Конвертируемые привилегированные акции *см.* Привилегированные акции
- Конгломератные слияния и поглощения 2 223
- Конгломераты, добровольная реструктуризация 2 271
- Конкурентная стратегия (корпорации), организационные инновации 2 300
- Конкурентное равновесие 1 110, 114, 120, 156
- Конкурентные торги (конкурсы) 1 157; 2 320, 323, 335
- Конкуренция
 в ссудо-сберегательном секторе, негативное воздействие 1 258
 внешний рынок труда и продвижения работников 2 60
 за ренты и горизонтальная экспансия 1 326
- Конкурсы при продвижении работников 2 62, 114, 148
 с выбыванием 2 74
- Консенсус, метод выработки решений 2 41, 152, 169
- Конструктивная взаимосвязь 1 64
- Конструктивные особенности 1 143, 165
 планирование производства 1 162
 связь с комплементарностью 1 146
 стратегических инвестиций 2 185
- Контрактные отношения и организации 2 46
- Контракты
 имплицитные 1 199, 209; 2 15
 меню контрактов 2 110
 просвещение 1 234
 эффективность 1 234
 наличного рынка (спот) 1 198
 неопределенность и сложность транзакций 1 62
 отношенческие 1 198, 209; 2 12
 полные 1 192, 413
 предусматривающие оплату по результату 1 263
 предусматривающие эффективные ставки заработной платы 2 56
 проблемы составления реальных контрактов 1 194
 репутация как средство выполнения контрактных обязательств 1 371
 с профсоюзами 2 12
 совершенные (полные) 1 192
 стимулирующие *см.* Стимулирующие контракты
 трудовые 1 199, 235; 2 11
 финансовые, субъективный риск 1 269
- Контроль над корпорациями 2 220
 альтернативы корпорации открытого типа 2 274
 благотворительные и некоммерческие организации 2 278
 товарищества 2 275
 в мультидивизиональных фирмах 2 306, 311

- Контроль над корпорациями (*продолжение*)
 изменения 2 221
 в 80-е гг. 2 221
 дебаты по вопросам контроля над корпорациями 2 227
 издержки, связанные с дефолтом и банкротством 2 247
 конфликт интересов лендеров и других инвесторов 2 236
 конфликт интересов менеджеров и акционеров 2 233
 стимулы для осуществления контроля лендерами 2 245
 стимулы для осуществления мониторинга собственниками 2 239
 структуры финансирования и собственности в различных странах 2 229
 увеличение роли заемного капитала 2 225
 финансовая структура, аспекты, связанные со стимулами и правами сторон 2 232, 250
 инновации 2 363
 механизмы 2 256
 поглощения и реструктуризация фирм в США в 80-е гг. 2 221, 259
 положение после бума 2 272
 способы защиты 2 266
 разделение собственности и контроля 1 267
 решения по структуре капитала и сигнализация 2 251
 рынок контроля над корпорациями 2 256, 259
- Конфликты интересов руководителей 2 186
- Концентрация акционерного капитала 2 240
- Кооперативы 1 55; 2 128, 328
- Координация 1 140. *См. также* Передача информации
 в мультидивизиональных фирмах 2 306, 309
 вертикальная интеграция 2 301
 горизонтальная экспансия и связанные с ней проблемы 2 340
 задача 1 53
 на рынке студентов-медиков и врачей-интернов 1 79, 125
 организационные методы достижения 1 55
 проектирования 1 22
 разнообразие проблем и решений 1 143
 ресурсы, используемые для достижения 1 142
- Координация (*продолжение*)
 роль управления 1 177
 с поставщиками 1 25
 специализация 1 25, 95
 стратегия бизнеса 1 165
 уязвимость системы, оценка 1 148
 франчайзинговая торговля 2 330
 цены 1 56, 96, 140
 система координации цена—количество 1 148
 экономия на сборе и передаче информации 1 157
- Корея, планирование производства 1 122
- Корпорация(и)
 альтернативы корпорации открытого типа 2 274
 закрытого типа 2 221, 230
 некоммерческие 1 75, 88, 452; 2 278
 собственность 1 450
 в Японии 1 454, 455
- Корпорация гарантирования пенсионных фондов в США (КГПФ) 1 261
- Коспециализированные активы *см.* Активы
- Коуза теорема 1 58, 67, 419; 2 36
 издержки переговорного процесса и ограничения теоремы 1 430
 непередаваемые и необеспеченные права собственности 1 426
 нечеткое определение прав собственности и трагедия общедоступных ресурсов 1 431
 транзакционные издержки и эффективное распределение прав собственности 1 434
 этические аспекты частной собственности 1 436
 юридические препятствия передаче прав собственности 1 431
- Коэффициент абсолютного исключения риска 1 304
- Кредит, товарный 1 399
- Кредитные бюро 1 383
- Кредиторы *см. также* Заемное финансирование
 в главе 11 Закона о банкротстве США 1 398; 2 248
 классификация 1 399
 контроль над корпорацией 2 256
 конфликт интересов с акционерами 2 236
- Кривая выбора оптимального числа продуктов 1 172
- Критерии отбора при найме персонала 2 31
- Кружки качества 1 400
- «Крысиные гонки» 2 70, 74

- Кувейт 1 424
 Культура корпорации 1 31, 379; 2 309, 342
 Купеческая честь 1 369
 Купеческие гильдии в средневековье 1 384
 Купеческое частное право 1 382, 398

 Ликвидация 1 398; 2 247, 248
 Линейные формулы оплаты труда, логика 1 313
 Линия рынка ценных бумаг 2 198
 Локальная ненасыщаемость 1 107

 Магрибские купцы 1 361, 370
 Максимизация прибыли 1 74
 Максимизация рыночной стоимости 2 159
 Маргинализация, двойная 2 312, 325
 Марксистский подход к проблемам экономической организации 1 72, 88
 Маштаб операций 1 165; 2 122
 Математическое ожидание (среднее значение) 1 303, 353
 Материальные активы 1 203
 Медицинское страхование 1 223, 248, 300, 321
 Межвременные стимулы 1 337
 Международный телекоммуникационный спутниковый проект 2 349
 Менеджеры *см. также* Руководящие работники
 владение корпорациями 1 451
 конфликт интересов с собственниками 2 233
 многосторонние обязанности 2 96
 оплата труда
 менеджеров среднего ранга 2 147
 мотивация готовности к риску 2 149
 отсроченное вознаграждение 2 154
 стимулирующая 2 111
 подразделений фирм 2 305
 Меню контрактов *см.* Контракты
 Младшие долговые обязательства 2 188
 Многопродуктовая фирма 2 302
 Модель ценообразования на капитальные активы *см.* Классическая теория финансов
 Модильяни—Миллера теоремы 2 177, 187, 232, 250
 Мониторинг
 действий заемщиков 1 257
 контроль над субъективным риском 1 274
 стимулы для осуществления лендерами 2 245
 стимулы для осуществления собственниками фирм 2 239

 Монополия 1 26, 117, 221; 2 324, 329
 Мотивация 1 191. *См. также* Ограниченная рациональность, Стимулы и стимулирование
 задача 1 53
 моделирование человеческих побуждений 1 77
 на рынке врачей-интернов 1 79
 определение целей 2 95
 цены как средство мотивации в неоклассической модели 1 112
 Мультидивизиональная фирма 1 127; 2 304
 определение разнообразия 2 315
 проблемы управления 2 307
 развитие 2 300
 формирование трансфертных цен 1 129
 «General Motors» 1 21

 Набор (вектор) 1 105
 Набор преподавателей в школы бизнеса 2 28
 Наем работников *см. также* Привлечение работников
 в Японии 2 40
 критерии отбора 2 30
 Наказание, проблема выполнения обещаний 1 274
 Накопление организационного опыта 1 78
 Налоги
 влияние на решения относительно финансовой структуры 2 190
 на доходы от прироста капитала 2 254
 отсроченное вознаграждение 2 155
 Нарушение обязательств 1 200, 207, 209, 274
 в связи с премией, выплачиваемой при поглощении 2 264
 Национальная программа распределения врачей-интернов (НПРИ) 1 81, 125
 «Невидимая рука» 1 57, 118, 120
 Недобросовестное поведение менеджеров 1 267
 Недостаточный уровень инвестиций при чрезмерной финансовой зависимости 2 238
 Независимые подрядчики, стимулирование 1 336
 Нейтральность по отношению к риску 1 276, 305, 309, 357
 субъективный риск при наличии нейтральных к риску агентов 1 305
 Некоммерческие организации 1 88, 452; 2 278
 Ненаблюдаемые характеристики 1 223, 225
 Ненасыщаемость, локальная 1 107

- Необеспеченные кредиторы 1 399
 Неограниченная ответственность 1 271
 Неоклассическая модель рынка 1 96
 в экономике, основанной на частной собственности 1 105
 обобщения и трудности 1 102
 проблема экономической организации 1 98
 с одной целью и одним ограниченным ресурсом 1 98
 связь с теориями организации 1 120
 сфера применения 1 112
 цена рыночного равновесия 1 102
 цены, исходные условия 1 104
 Неопределенность
 решения в условиях неопределенности 1 303
 собственность на активы 1 443
 трансакций 1 62
 Неполнота контрактов и ограниченная рациональность 1 194
 инвестирование и специфические активы 1 203
 обеспечение выполнения обязательств 1 209
 причины 1 196
 реагирование 1 197
 следствия 1 200
 Неполные контракты *см.* Неполнота контрактов и ограниченная рациональность
 Несистематический риск *см.* Риск
 Несменяемость работников 1 401; 2 79
 объяснение с точки зрения теории обучения 2 83
 Несовершенная информация 1 149
 Несовершенное выполнение обязательств 1 60, 194, 339, 341
 Неспецифический человеческий капитал 2 9
 Неспособность погасить задолженность (дефолт) 2 248
 Неформальное урегулирование проблем задолженности 2 248
 Нефтяная промышленность, мотивация готовности к риску 2 149
 Нисходящая интеграция *см.* Интеграция
 Новые продукты 1 170, 184
 Номинальная (денежная) стоимость 2 200
 Норвегия 2 27
 Норма дохода акционера 2 162
 Нормы и стандарты
 во франчайзинговой розничной торговле 2 330, 331
 инерционное повышение норм 1 337
 объективные методы определения 1 337
 при сдельной оплате труда 2 101
 Обеспечение займов 1 270. *См. также*
 Банкротство, Заемный капитал
 Обеспеченные кредиторы 1 399
 Облигации
 бросовые 1 253; 2 225, 227
 конвертируемые 2 188, 230
 Обрабатывающая промышленность
 гибкие технологии 1 169; 2 359
 «современная стратегия обрабатывающей промышленности» 1 169; 2 121
 технологические и организационные изменения 2 349, 357
 Образование
 адекватность 2 365
 как сигнал, характеризующий производительность работника 1 231
 критерий при отборе работников 2 31
 Обучение постоянных работников в Японии 2 41. *См. также* Человеческий капитал
 Общая премия за риск 1 308, 309
 Общественные блага, инвестиционные проекты по их созданию 1 217
 Общие ожидания и культура корпорации 1 379
 Объединенная собственность 1 280
 Объем продаж, комиссионные вознаграждения 1 314; 2 103
 Обязательный выход на пенсию 1 279
 Ограничение доступа на рынок как причина вертикальной интеграции 2 327
 Ограничение совместимости по стимулам 1 213, 294
 Ограничение стимулирования участия 1 212
 Ограничение участия 1 294
 Ограничения по стимулам 1 195, 215–218, 316, 365
 Ограничения самоотбора 1 231
 Ограниченная ответственность 1 271
 Ограниченная рациональность 1 194, 258
 издержки переговорного процесса 1 220
 неполнота контракта 1 194
 инвестирование и специфические активы 1 203
 обеспечение выполнения обязательств 1 209
 причины 1 196
 реагирование 1 197
 следствия 1 200
 полные контракты 1 192
 ожидаемая доходность 2 196, 200
 Океаническое рыболовство, экономическая теория 1 421
 Оклад 2 144
 Операции с облигациями 1 31

- Оплата труда 2 92. *См. также* Заработная плата, Стимулирующие контракты администраторов и менеджеров 2 96, 141
 менеджеров среднего звена 2 147
 мотивация принятия риска 2 149
 структуры и тенденции 2 142
 управляющих высшего ранга 2 142, 156
 в соответствии с должностью 2 52, 65
 групповая стимулирующая 2 127
 диапазоны 2 67
 источники случайности результатов работы 1 300, 319
 как стимул 1 29, 30, 32
 оптимальная политика 2 77
 отсроченное вознаграждение 2 25, 36
 оценка результатов работы 2 113
 в субъективных системах 2 115
 при эксплицитной оплате по результату 2 113
 по результату 1 32; 2 93
 групповая 2 127
 для высших руководителей 2 156
 для менеджеров 2 112
 просвещение 1 236
 принцип равного вознаграждения 1 329, 445; 2 57, 100, 104, 106, 113, 166, 208, 209, 323
 равенство и справедливость 1 393; 2 134
 связь с ответственностью 1 370
 стимулирование индивидуальной производительности 1 236; 2 95
 выявление частной информации, имеющейся у работников 2 103
 имплицитная стимулирующая оплата 2 111
 комиссионные выплаты 1 314; 2 103
 научных работников и инженеров 2 93
 оплата по результату для менеджеров 2 112
 плата за квалификацию 2 107
 решения по мотивации работников 2 95
 сдельные ставки 1 301; 2 92, 97
 эксплицитная стимулирующая оплата 1 275, 299; 2 97
 уравнивание риска и стимулов 1 300, 302
 формы и функции 2 92
 цели политики оплаты труда 2 94
- Опportunизм
 постконтрактный 1 207, 209, 237, 248
 предконтрактный 1 210, 221, 224
 ex post 1 205, 207, 209
- Опportunистическое поведение 1 194, 205, 209
 Оптимальная интенсивность стимулирования, математический вывод формулы 1 322
 Оптимальная цена, определение 1 99
 Оптимальный размер партии 1 172
 Опционы
 покупателя (колл) 2 189
 без покрытия 1 257
 продавца (пут) 2 189
 фондовые 2 94, 97, 144, 152, 166
 Опыт работы как объяснение несменяемости университетских преподавателей 2 81
 Организации *см. также* Фирма
 использование ценовых систем внутри организаций 1 126, 140
 субъективный риск 1 251, 263
 эффективность 1 51
 Организации медицинского страхования 2 133
 Организационная политика 1 388
 Организация (организационная структура) 1 21. *См. также* Фирма, Экономическая организация
 в бизнесе
 исторические примеры 1 21
 стратегии современных фирм 1 30
 типы внутренней структуры 1 127; 2 304
 в промышленности и изменения 2 349, 357
 закономерности успехов и неудач 1 40
 изменения в экономике стран Восточной Европы 1 35, 438; 2 365
 формальная 1 45
 Остаточный доход *см.* Доход
 Осуществимость контракта 1 316
 Отбор студентов для получения степени MBA 2 28
 Ответственность
 в мультидивизиональных фирмах 2 306
 в товариществе 2 275
 единство 2 123
 неограниченная 1 271
 обязательства корпорации 2 188
 ограниченная 1 271
 руководителей и директоров корпораций 1 400
 связь с оплатой труда 1 370
 социальная, корпораций 1 453
 Отдача от масштаба 1 120, 155; 2 317
 в мультидивизиональной фирме 2 306, 317
 возрастающая 1 120, 155, 156
 для деловых союзов 2 349

- Отдача от масштаба (*продолжение*)
закупки на рынке 2 316
кооперативы 2 329
организационные и технологические изменения в промышленности 2 357
постоянная 1 155
стратегические решения 1 155
убывающая 1 155
- Отдача от разнообразия 1 166; 2 317
- Отделения 2 223
- Откупные выплаты 2 222, 270
- Относительная оценка результатов 2 162
- Отношения подотчетности, определение 2 307
- Отношенческие контракты 1 198, 209; 2 12
- «Отравленные пилюли» 1 269; 2 258, 267
- Отрасли услуг, технологические и организационные изменения 2 361
- Отсроченное вознаграждение *см.* Вознаграждение
- Отсутствие рынков 1 123
- Отсутствие эффектов богатства 1 315, 356; 2 264
- Оценка результатов работы
оплата труда 2 113
отношения с поставщиками в автомобильной промышленности Японии и проблемы оценки результатов 2 334
сравнительная 1 318, 337; 2 114
субъективная 2 115
частота 2 118
- «Падшие ангелы» 2 227
- Параллельные служебные лестницы 2 60
- Парето-оптимальное распределение 1 50, 109
- Парето-предпочтительное распределение 1 50
- Партнеры с ограниченной ответственностью 1 271
- Пенсии 2 25, 93. *См. также* Программа наделения работников акциями
- Первичный рынок труда *см.* Рынок труда
- Переговорный процесс 1 210
сделки купли-продажи 1 210
эффективность стимулирования при наличии частной информации 1 215
- Передача информации *см. также* Координация
в централизованной и децентрализованной системах 1 147
контроль над влияниями путем ограничения распространения информации 1 391
координация и экономия на передаче информации 1 157
- Передача информации (*продолжение*)
критерий Гурвица как мера требований к информационному обеспечению 1 159
- Переносы стоимости ввиду выплаты премий при поглощениях 2 264
- Переплата при поглощениях фирм ввиду выплаты премии 2 261
«проклятие победителя» 2 263
- Перерегистрация фирм 2 273
- Пересмотр контрактов *ex post* 1 201
- Перестройка в СССР 1 39; 2 368
- План потребления 1 108, 114
- Планирование производства 1 108, 115, 122, 141, 157, 162
- Планирование развития промышленности в масштабе страны 1 168
- Планы расширения прав акционеров 1 444
- Поведение
моделирование человеческого поведения 1 77
потребительское 1 107
- Повышение оклада за заслуги перед организацией 2 93
- Поглощения 2 221, 227
в США в 80-е гг. 2 221, 259
последствия бума 2 272
способы защиты 2 266
враждебные 1 267; 2 221, 222, 231, 255, 259
«золотые парашюты» как следствие 2 94, 161, 268
интерпретация и оценка 2 213
отделения подразделений 2 223
- Подземные воды, права собственности 1 424
- Подразделения фирм, определение 2 307
- Подход группового владения 1 422
- Пожизненная занятость 1 363, 401; 2 27, 40, 49, 99, 365
- Поиск рент
в государственном и частном секторах 1 386
оптимизация деятельности по оказанию влияния 1 391
японские методы ограничения 1 401
- Показатели фондового рынка как основа определения зарплаток руководителей фирм 2 162
- Покупатели, издержки координации 1 59
- Покупка контрольного пакета за счет заемного капитала (LBO) 1 389; 2 224, 225, 227, 259, 263, 272, 363
- Полезность плана потребления 1 108
- Политика организационная 1 388
- Политика двух поставщиков 2 335

- Политика продвижения работников 2 57, 75, 77, 79
 в японских фирмах 2 42
 оптимальная 2 77
 правило «вверх или вон» 2 80, 84, 87
 при субъективных системах оценки 2 115
- Полное страхование ущерба 1 320
- Полномочия
 делегирование 1 41; 2 305
 служебные отношения 2 12
- Полные контракты *см.* Контракты
- Полные партнеры 1 271
- Польша 1 37, 39, 438; 2 367
- Портфель
 рыночный 2 198
 теорема однофондового портфеля 2 195
- Порядковая информация 2 62
- Поставщики *см. также* Вертикальные границы и отношения
 в автомобильной промышленности Японии 2 333
 внешние, координация 2 25
 использование независимых поставщиков на конкурентной основе 2 317
 подразделения фирмы 2 320
- Постконтрактный оппортунизм 1 207, 209, 237, 248. *См. также* Субъективный риск
- Постоянная занятость *см.* Пожизненная занятость
- Поточная организация производства 2 100
- Потребители
 в неоклассической модели экономики, основанной на частной собственности 1 105
 поведение 1 107
 ресурсное состояние 1 105
- Права на минеральные ресурсы 1 437
- Права на отлов рыбы 1 421
- Права на получение выгоды от повышения цены акций 2 145
- Права собственности
 на водные ресурсы Калифорнии 1 426
 непередаваемые и незащищенные 1 426
 нечеткое определение и трагедия общедоступных ресурсов 1 421
 создание, изменение и распределение 1 434
 этические аспекты частной собственности 1 436
- Правила подавляющего большинства 2 268
- Правило деловой компетенции 1 400, 451
- Правительственная национальная ипотечная ассоциация в США 1 262
- Правительство(а) *см. также* Государственный сектор
 государственные программы страхования 1 252
 издержки влияния 1 387
 используемые средства координации 1 141
 планирование производства 1 142
 создаваемые ренты 1 386
 создание, изменение и распределение прав собственности 1 434
 финансирование некоммерческих организаций 2 282
- Право голосования, дифференцированное 2 267
- Право конечного контроля 1 413, 416, 449
- Предвзятость при продвижении работников 2 58
- Предконтрактный оппортунизм *см.* Частная информация
- Предложение прав 2 274
- Предложения
 неадекватные и принудительные 2 266
 о продаже акций 2 261
 при враждебном поглощении 2 257
 от других работодателей (работникам) 2 34
- Предрассудки среди работников как причина дискриминации 2 31
- Премия
 за риск 1 304, 354
 общая 1 308, 309
 при поглощении 1 268; 2 260
- Претенденты
 на остаточный доход 1 416
 при банкротстве, иерархия 2 249
- Приватизация в Восточной Европе 1 438
- Приведенная стоимость *см.* Чистая приведенная стоимость
- Привилегированные акции 2 188
- Привлечение работников 2 25, 26, 157.
См. также Наем работников
- Принудительное предложение 2 266
- Принцип единства ответственности 2 123
- Принцип интенсивности мониторинга 1 327; 2 113
- Принцип интенсивности стимулирования 1 321, 338, 346; 2 101, 105, 311
- Принцип информативности 1 317, 338, 346; 2 64, 153
- Принцип максимизации стоимости 1 67, 133, 204, 210, 222, 305, 356, 357; 2 36, 159
- Принцип откровенности 1 214
- «Принцип Питера» 1 395; 2 61
- Принцип равного вознаграждения *см.* Оплата труда

- Принцип эффективности 1 52, 58
Проблема безбилетника 1 421, 436; 2 101, 243, 258, 331, 333
Проблема общедоступных ресурсов 1 421
Проблема общественных благ 1 421
Проблема окончания игры 1 381
Проблема поручитель—исполнитель 1 310
 стимулирующие контракты 1 264
 субъективный риск в агентских отношениях 1 252
 ухудшающий отбор 1 310. *См. также*
 Стимулирующие контракты
Проблема распределения ресурсов 1 143
 инновационные особенности 1 146
 конструктивные особенности 1 143
Проблема шантажа 1 205, 238, 440, 458; 2 323, 335
Проблемы поиска в рыночных системах 1 124
Проблемы согласования в рыночных системах 1 124
Проблемы стимулирования
 ухудшающий отбор 1 195, 223, 343
 частная информация 1 194, 215
Провалы рынка 1 57, 120
Программа наделяния работников акциями (ESOP) 1 402; 2 93, 127, 128, 225, 268
Программа страхования вкладов для ССА 1 252
Программное обеспечение для компьютеров 1 441
Программы налоговой экономии в газовой и нефтяной промышленности 1 271, 325
«Программы обогащения работы» 2 124
Продавцы, издержки обеспечения координации 1 59
Продажи без покрытия (короткие продажи) 2 194
Продукты
 новые 1 170, 184
 стадии производства и распределения 2 315
Проектирование
 должностных обязанностей 2 120
 конструктивные решения
 стратегические инвестиции 2 185
 формализованная модель 1 184
 организационное 1 174, 280, 391
Производительность 1 36, 231; 2 223
Производные ценные бумаги 2 216. *См. также* Варранты, Опционы
«Проклятие победителя» 2 263
Промышленное предприятие, появление 2 298
Промышленность полупроводников 1 65; 2 349, 358
Просвещение 1 234
 дискриминация в сфере трудоустройства 2 31
 при наборе работников 2 29
Профессиональный рост 1 370
Профсоюзы 2 19
Процентные ставки и чистая приведенная стоимость 2 181
Прошлые результаты как основа для установления норм выработки 1 337
Прямая интеграция 2 301
Работа
 рентабельность дополнительных усилий 1 321
 стимулирование 1 316
 способность реагировать на стимулы 1 321
Равновесие, конкурентное 1 110, 114, 120, 156
Равновесие по Нэшу 1 376
Равновесное поведение 2 70
Развивающиеся страны
 планирование производства 1 122
 чрезмерная финансовая зависимость и недостаточный уровень инвестиций 2 238
Раздел дополнительной выгоды (при расторжении трудовых отношений) 2 37
Разделение и отделение структурных единиц 1 394; 2 268, 271. *См. также* Реструктуризация
Разделение риска
 в страховании 1 306
 в трудовых отношениях 2 17
 внутри трудового коллектива 2 132
 оптимальное без учета стимулов 1 309
 принцип 1 306
 эффективное 1 307
Разделение собственности и контроля 1 267
Различия в величине зарплаток между уровнями иерархии 2 74
Размер организации и зарплатки руководителей 2 162
Размер партии, оптимальный 1 172
Разнообразии продукции 1 22
Распределение
 Парето-предпочтительное 1 50
 Парето-оптимальное 1 50, 109
 работ и должностей 2 42, 58, 74
Распределение и эффективность 1 356
Распределение ресурсов
 в частнособственнической экономике 1 108

- Распределение ресурсов (*продолжение*)
 Парето-оптимальное 1 109
 эффективность 1 50
- Распределительные последствия решений, ограничение 1 393
- Расторжение трудовых отношений, эффективное 2 37
- Расчетная норма прибыли 2 162
- Рациональность, ограниченная, *см.* Ограниченная рациональность
- Рационирование кредита и ухудшающий отбор 1 228
- Реальная стоимость 2 200
- Резервная армия безработных 1 363
- Резолюции, вносимые акционерами 2 258, 273
- Результаты работы, источники случайности 1 300, 319
- Рейдеры (скупщики корпораций) 1 268, 269; 2 213, 222, 270
- Рейтинговые агентства как замена системы репутаций 1 382
- Рента(ы) 2 15
 вертикальная интеграция как средство овладения 2 326
 горизонтальная экспансия и конкурентная борьба за ренты 2 343
 заработанная на «восходящих звездах» 2 73
 определение 1 385
 сравнение с квази рентой 1 386
- Рентабельность дополнительной работы 1 321
- Репутация 1 274, 279, 371
 как средство обеспечения выполнения контрактных обязательств 1 371
 в повторяющихся сделках 1 376
 институты, способствующие их поддержанию 1 382
 неясность, сложность и границы 1 379
 обеспечение честности 1 377
 продукта 1 371
 роль 1 209
 сравнение с законодательством 1 380, 382
 фирма как носитель 2 14
- Реструктуризация организаций 1 280
 фирм 2 268
 добровольная 2 271. *См. также* Слияния и приобретения фирм
- Ресурсное состояние 1 105
- Реформы управления корпорациями 2 272
- Решения, процесс выработки
 в условиях неопределенности 1 303
 методом консенсуса 2 41, 152, 169
- Решения, процесс выработки (*продолжение*)
 по продукции и ценообразованию 1 397
 эффективность рутинных процедур, оптимизирующих деятельность по оказанию влияния 1 391
- Риск(и)
 идиосинкратический 2 199
 несистематический 2 199
 связанный со сделкой оплатой труда 2 99
 связь с доходом 2 193
 систематический 2 199
 системы комиссионных выплат 2 103
 уравнивание со стимулами 1 302
 финансовый, оценка 1 303, 354
 эксплицитные стимулирующие контракты 1 275
- Риск потери человеческого капитала и инвестиционные решения менеджеров 2 151
- Родители, выполнение обещаний 1 204
- Розничная торговля франчайзинговая 2 318, 330, 333
- Ротация кадров 1 342
- Роялти 1 344
- Руководящие работники, оплата труда 2 96. *См. также* Управляющие высшего ранга, оплата труда
 дебаты по поводу зарплаток руководителей 2 157
 задачи и искушения управляющих высшего ранга 2 159
 максимизация стоимости и стимулы 2 159
 отсроченное вознаграждение 2 154
 руководителей среднего звена 2 147
 структуры и тенденции 2 142
 фактические данные о зарплатах руководителей и результатах работы 2 162
 формы 2 143
- Рутинные организационные процедуры 1 46, 145, 379, 395
- Рынки облигаций 2 299
- Рынок(ки)
 врачей-интернов 1 79, 125
 информационная эффективность 1 118
 как механизм мониторинга 1 274
 капитала
 классическая теория 2 192
 совершенные 2 180, 194
 контроля над корпорациями 2 256, 259
 координация через систему рынков 1 56
 отсутствие 1 123
 распределение инвестиционного капитала 2 192

- Рынок(ки) (продолжение)
 совершенные и конкурентные 1 74
 стимулы 1 57, 116
 талантов руководителей 2 152
 ухаживающий отбор и закрытие рынков 1 225
 формирование трансфертных цен при наличии внешней конкуренции 1 130
- Рынок руководителей 2 152
- Рынок труда
 в Японии, изменения 2 364
 внутренний *см.* Внутренние рынки труда
 первичный 2 50
 продвижения работников и конкуренция со стороны внешнего рынка 2 60
 сегментация 2 50
- Рыночный портфель *см.* Портфель
- Рыночный социализм 1 118, 148
- Самозанятость 1 342
- Самоотбор 1 250; 2 69
 посредством просвещения 1 236
 при наборе работников 2 29
- Самореализующиеся соглашения 2 15
- Свобода действий 1 47; 2 126, 312. *См. также* Контроль над корпорациями
- Свободный денежный поток *см.* Денежный поток
- Связь между возрастом и заработной платой 1 235, 278; 2 20
- Сделки купли-продажи, переговорный процесс 1 210
- Сделки на наличном рынке (спот) 1 372
- Сделки посвященных (инсайдеров) 2 203, 228
- Сдельная оплата труда 1 301; 2 92, 97
- Северная Америка, планирование производства 1 122
- Сегментация рынка труда *см.* Рынок труда
- Сеть контрактов как интерпретация организации 1 46; 2 13
- Сигнализация 1 231; 2 31
 финансовые решения 2 251
- Сильная форма гипотезы эффективности рынков *см.* Гипотеза эффективности рынков
- Система «точно в срок» 1 21, 24, 146, 170, 448; 2 100
- Систематический риск *см.* Риск
- Системы компьютерного проектирования и компьютеризированного производства 2 360
- Системы оплаты за квалификацию 2 107
- Системы премирования 1 32; 2 92, 129, 144
- Системы раздела выгод 2 129
- Системы участия в прибылях 2 127
- Скандалы в некоммерческих организациях 2 278
- Склонность избегать риска 1 275, 304, 321; 2 150
 коэффициент абсолютного исключения риска 1 304
- Скупка акций администрацией фирмы (МВО) 2 221, 222, 257
- Слабая форма гипотезы эффективности рынков *см.* Гипотеза эффективности рынков
- Слияния и приобретения фирм 1 280; 2 221, 223, 299
 горизонтальное слияние 2 338
 «золотые парашюты» как их следствие 2 94, 161, 268
 издержки влияния и неудачи 1 282
 конгломератные 2 223
 специфические проблемы 2 344
- Сложность
 собственности на активы 1 443
 трансакций 1 62
- Сложные активы, собственность 1 448
- Служебные лестницы 2 51, 71, 74
 параллельные 2 60
- Случайная величина 1 353
- Случайность в результатах работы, источники 1 300, 319
- Собственники, стимулы для осуществления контроля 2 239
- Собственность 1 412. *См. также* Контроль над корпорациями
 альтернативы корпорации открытого типа 2 274
 владение акциями 1 33
 единоличное владение 1 423
 инновации 2 363
 использование для преодоления инерционного эффекта 1 341
 конфликт интересов собственников и менеджеров 2 233
 концепция 1 412
 на активы 1 412, 440
 прогнозирование 1 439
 сложные активы 1 448
 стимулирующая оплата 1 336
 на корпорации 1 450
 неоклассическая модель экономики, основанной на частной собственности 1 105
 объединенная 1 280
 определяющие факторы 1 282
 перестройка экономики в Восточной Европе и СССР и проблема собственности 2 366

- Собственность (*продолжение*)
 подход с позиций группового владения 1 422
 при социализме 1 36, 425
 разделение собственности и контроля 1 267
 стимулирующий эффект 1 29, 33, 280, 290, 412
 структуры в различных странах 2 229
 теорема Коуза *см.* Коуза теорема
 фирмы в собственности работников 1 451; 2 127
 эффективность структур 2 241
- Совершенная информация, сравнение систем координации 1 149
- Советский Союз
 инерционный эффект 1 337
 искажения цен 1 119
 нарушения координации 1 125
 перестройка экономики 1 35; 2 365
 проблемы собственности 1 425
 путч в августе 1991 г. 2 368
- Советы директоров (правления) 1 267; 2 239, 256
 в японских корпорациях 1 454
 закрытые, или защищенные 2 268
 определение размеров оплаты для руководителей 2 142
 ответственность директоров 1 400
 отношение к собственности 1 451
 реформы высшего управления корпораций 2 272
- Советы погечителей в университетах 2 282
- Совместное возмещение ущерба 1 300, 321
- Совместные предприятия 2 347, 358
- Совпадение целей 1 277
- «Современная стратегия обрабатывающей промышленности» *см.* Обрабатывающая промышленность
- Соглашение, издержки выработки и реализации 1 431
- Соединенные Штаты Америки
 Верховный суд 2 301
 государственные программы страхования и гарантий 1 252
 Конституция 1 431
 Управление по контролю за качеством продуктов питания и медикаментов 2 244
- Создание стоимости ввиду выплаты премий при поглощениях 2 265
- Сокращение штатов 2 147
- Соотношение между собственным и заемным капиталом 2 225
- Сотрудничество между работниками и групповое стимулирование 2 131
- Сохранение кадров 2 33, 40
- Социализм
 построение 1 36
 рыночный 1 118, 148
 система цен 1 118
 собственность 1 36, 425
- Социальная ответственность корпораций 1 453
- Специализация 1 53
 в мультидивизиональной фирме 2 304
 координация 1 95
- Специализация фирм и производительность 2 223
- Специфические активы 1 61
 во франчайзинговой розничной торговле 2 331
 инвестиции 1 204
 права акционеров 1 455
 проблема шантажа 1 205, 440
- Специфические инвестиции 1 61
- Справедливость и сегментация рынка труда 2 51
- Спрос и предложение (рабочая сила) 2 8
- Спутник (советский) 1 35
- Ссудо-сберегательные ассоциации в США и их кризис 1 230, 252, 418; 2 226, 227, 237, 272
- Стабильность распределения и НИПРИ 1 82
- Старшие долговые обязательства 2 188
- Статистическая независимость 1 306, 354
- Статистические понятия 1 353
- Статус юридического лица как характеристика организации 1 46
- Стимулирующие контракты 1 264, 299, 357
 как средство контроля над субъективным риском 1 275, 299
 математический пример 1 292
 причины неприменимости 1 362
 стимулирующая оплата труда 1 310.
См. также Оплата труда
 межвременные стимулы 1 337
 менеджеров среднего звена 2 148
 модель 1 312
 оплата в соответствии с измеренными результатами работы 1 310
 определение должностных обязанностей 2 122
 сравнение с эффективным уровнем заработной платы 1 362
 эксплицитные 1 275, 299
- Стимулы и стимулирование 1 27, 29, 33, 41. *См. также* Оплата труда
 в мультидивизиональной фирме 2 305, 311
 в трудовых отношениях, эффективный уровень заработной платы 1 359

- Стимулы и стимулирование (*продолжение*)
 вертикальная интеграция и необходимость стимулирования улучшения результатов 2 323
 во франчайзинговой розничной торговле 2 331
 делегирование полномочий 1 41
 залог как средство обеспечения стимулов 1 277
 инерционный эффект 1 38
 интенсивность 1 313, 321
 на рынках 1 57, 116
 оптимальное разделение рисков без учета стимулов 1 309
 при социализме 1 37
 продвижения работников как средство стимулирования 2 61
 свобода действий 2 126
 связь с собственностью 1 29, 33, 280, 290, 412
 стимулирование интенсивной работы 1 316
 стимулы для совершения рискованных операций с заемными средствами 1 256
 уравнивание рисков и стимулов 1 302
 финансовая структура фирм 2 232, 250
 частичное страхование доходов 2 18
- Страны третьего мира, чрезмерная финансовая зависимость и недостаточный уровень инвестиций 2 238
- Стратегическая дезинформация 1 83, 211
- Стратегическая оборонная инициатива 1 223
- Стратегические инвестиции как конструктивные решения 2 185
- Стратегические эффекты 2 185
- Стратегия(и)
 в игре нормального типа 1 374
 деловая
 базовая компетенция фирмы 2 338
 координация 1 165
 конкурентная (корпорации) и организационная инновации 2 300
 «современная стратегия обрабатывающей промышленности» 1 169; 2 121
- Стратегия ориентации на рынок 1 29
- Стратегия сегментации рынка 1 22
- Страхование
 автомобилей 1 320
 вычеты 1 299, 320
 государственное 1 252
 жизни 1 263
 занятости и доходов работников 2 17
 медицинское 1 223, 248, 300, 321
 нетрудоспособности 1 265
- Страхование (*продолжение*)
 разделение риска 1 306
 совместное возмещение ущерба 1 300, 321
 субъективный риск 1 248, 260
 урожая 1 261
 ухудшающий отбор 1 223, 228
- Страховой контракт 1 299
- Студенческие ссуды 1 262
- Субординированные долговые обязательства 2 188
- Субъективная оценка результатов 2 115
- Субъективный риск 1 195, 224, 239, 248; 2 311
 в некоммерческих организациях 2 280
 в организациях 1 251, 263
 недобросовестное поведение менеджеров 1 267
 уклонение от работы 1 264, 276, 451; 2 69
 финансовые контракты 1 269
- в страховании
 государственное и частное страхование 1 260
 недобросовестное поведение 1 248
 влияние на эффективность 1 249
 деятельность по оказанию влияния и объединение собственности 1 280
 концепция 1 248
 кризис ссудо-сберегательной индустрии, анализ ситуации 1 252
 методы контроля 1 273
 залогов 1 277
 изменения структуры собственности и организационная реструктуризация 1 280
 мониторинг 1 274
 эксплицитные стимулирующие контракты 1 275, 299; 2 99
- подход с позиций группового владения 1 422
 при нейтральных к риску агентах 1 305
 сравнение с ухудшающим отбором 1 250
 сфера возникновения 1 250
 эффективный уровень заработной платы 1 363
- Схватки за доверенности 2 257
- Тактика «выжженной земли» 2 268, 272
- Текущесть кадров 1 235; 2 33, 40
 издержки мобильности рабочей силы 2 36
 использование просвечивания в целях сокращения 1 234
 политика найма в Японии 2 40
 человеческий капитал 2 33

- Теорема однофондового портфеля 2 195
 Теорема Фишера *см.* Фишера теорема разграничения
 Теории рационального поведения и мотивации 1 77
 Теория игр 1 371
 Теория ожидаемой полезности 1 354
 Теория организации, значение 2 369
 Терпимость к риску 1 308; 2 133
 Терроризм 1 203
 Технический анализ 2 202
 Технологии связи 2 359, 361
 Технологическая близорукость 2 184
 Технология
 глобализация 2 362
 изменения в обрабатывающей промышленности 2 349, 357
 формирование подразделений по технологическому признаку 2 307
 Тобина коэффициент 2 224
 Товарищества 2 128, 133, 275
 несменяемость работников 2 80
 с ограниченной ответственностью 1 271
 Товарные знаки 1 371
 Товарный кредит 1 399
 Торги (конкурсы) конкурентные 1 157; 2 320, 323, 335
 Торговля пушниной в Канаде 1 26
 Трагедия общедоступных ресурсов 1 421
 Трансакции 1 48
 взаимозависимость 2 64
 между фирмами 1 142
 повторяющиеся, роль репутаций 1 376
 продолжительность 1 61
 характеристики 1 60
 Трансакционные издержки *см.* Издержки
 Транспортные технологии 2 359, 361
 Трансфертные цены 2 311
 в мультидивизиональных фирмах 1 129
 Трудовой контракт 1 199, 235; 2 11. *См. также* Оплата труда, Стимулирующие контракты
 Трудовые отношения 2 11
 власть 2 12
 займы и ссуды 2 24
 разделение риска 2 17
 Увольнения 1 279; 2 18, 19, 24, 27, 38, 240, 264
 несменяемость работников 2 79
 Узвязка оплаты труда с должностью 2 52, 65
 Уклонение от работы 1 264, 276, 451; 2 69
 Уменьшение эффективности отдачи от масштаба 1 155
 Умеренная форма гипотезы эффективности рынков *см.* Гипотеза эффективности рынков
 Универсальный человеческий капитал 2 9, 33
 Уничтожение стратегических активов 2 249
 Управление
 «близорукость» менеджеров 2 183, 184
 крупные акционеры и дисциплина менеджеров 2 240
 роль в обеспечении координации 1 177
 участие работников 1 394, 400
 Управление человеческими ресурсами 2 7, 311. *См. также* Мотивация, Оплата труда, Политика продвижения работников
 в Японии, анализ ситуации 2 40
 классическая теория заработной платы, занятости и человеческого капитала 2 8
 контракты 2 11
 имплицитные 1 199, 209; 2 11
 трудовые 1 199, 235; 2 11
 набор работников 2 25, 152
 приходящие изменения 2 364
 расторжение трудовых отношений 2 37
 сохранение кадров 2 33, 40
 трудовые отношения 2 11
 власть 2 12
 займы и ссуды 2 24
 разделение риска 2 17
 Управленческие иерархии 2 59
 Управляющие высшего ранга (СЕО)
 владение акциями своих компаний 2 237
 выдвижение на должности 2 75
 оплата труда 2 141, 148, 156
 адекватность 2 158, 165
 в крупных фирмах США 2 142
 в менее крупных фирмах 2 145
 интенсивность стимулирования 2 163, 168
 оплата по результатам 2 156
 определение размеров 2 156
 различия между странами 2 145
 роль систем долгосрочного стимулирования 2 145
 Урегулирование проблем задолженности, неформальное 2 248
 Условие эскалации 1 205
 Уход на пенсию, обязательный 1 279
 Ухудшающий отбор 1 195, 223. *См. также* Предконтрактный оппортунизм
 закрытие рынков 1 225
 математический пример 1 225
 проблема поручитель—исполнитель 1 310
 рационалирование 1 228
 субъективный риск, сравнение 1 250

- Участие в управлении 1 394, 400
 Ученые, оплата труда 2 93
 Учет издержек 2 299
 Уязвимость системы координации, оценка 1 148
- Факторы накопления 2 183**
 Фантомные акции 2 144
 Федеральная корпорация страхования депозитов в США 2 272
 Федеральная корпорация страхования ссудо-сберегательных ассоциаций в США (FSLIC) 1 253
 Федеральная корпорация страхования урожая в США (ФКСУ) 1 261
 Федеральная резервная система США 1 259
 Федеральное управление авиации США 1 266
 Фиксированная торговая наценка 1 73
 Финансирование начинающих фирм 2 244
 Финансирование некоммерческих организаций, государственное 2 282
 Финансовая структура *см. также* Контроль над корпорациями
 аспекты, связанные со стимулами и правами сторон 2 232, 250
 задачи, решаемые при выборе финансовой структуры 2 255
 классическая теория решений относительно финансовой структуры 2 187
 распределение инвестиционного капитала посредством рынков 2 192
 тенденции в различных странах 2 229
 Финансовые контракты, присутствие субъективного риска 1 269
 Финансовые услуги 2 361
 Финансовый левэридж 2 225
 Финансовый риск *см.* Риск
 Финансовый учет 2 299
 Фирма(ы) 2 297
 базовая компетенция 1 167; 2 318, 338
 в неоклассической модели частнособственнической экономики 1 108
 в собственности работников 1 451; 2 127
 вертикальные границы и отношения 2 315
 вертикальная интеграция 1 238; 2 301, 311, 316, 321
 закупки на рынке, преимущества 2 316
 кооперативы 1 55; 2 128, 328
 отношения с поставщиками в автомобильной промышленности Японии 2 333
 франчайзинговая розничная торговля 2 318, 330, 333
- Фирма(ы) (продолжение)**
 внутренняя структура 1 127; 2 304
 горизонтальное разнообразие и структура 2 301, 337
 конкурентная стратегия и организационные нововведения 2 337
 направления экспансии подразделений 2 338
 отрицательные стороны экспансии 2 340
 деловые союзы 2 346, 361
 изменения характера 2 298
 как носитель репутации 2 14
 как сеть (совокупность) контрактов 1 46; 2 13
 карьеры работников 1 370; 2 365
 классическая 1 418
 масштаб и структура 1 166
 многопродуктовая 2 302
 мультидивизиональная *см.* Мультидивизиональная фирма
 настоящее и будущее 2 358
 стоимость 2 189
 номинальная и реальная 2 200
 чистая приведенная 2 181
 транзакции с другими фирмами 1 142
 Фишера теорема разграничения 2 177, 178
 Фондовые биржи 1 59
 Фондовые вознаграждения (ограниченные) 2 144
 Фондовый рынок 2 299
 «золотые парашюты» 2 161
 крах 19 октября 1987 г. 2 206
 показатели фирм и зарплатки CEO 2 162
 премия при поглощении как результат неверной оценки 2 261
 Формализованные системы стимулирующей оплаты труда 2 107
 Формальные организации 1 45
 Формирование подразделений по видам продукции 2 307
 по географическому положению 2 307
 Формула ценообразования 2 195
 Франчайзинговая розничная торговля 2 318, 330, 333
 Франция 2 27, 229
 Фундаментальная теорема экономики благосостояния 1 104, 114, 140, 156, 163
 Функциональная организация 1 127
 Функция отклика объема продаж 2 105
- Хаттериты 1 431**
 Холдинговые компании 1 127
 Холодная война 1 30
 Хронометраж затрат времени и операций 1 337, 341

- Целевое управление 2 110, 111
 Цели организации 1 73
 Цена(ы), система цен 1 96
 в конструктивных решениях 1 162
 значение для координации 1 56, 96, 140
 сравнение ценовых и количественных систем координации 1 148
 информация и цены финансовых активов 2 201
 использование внутри организаций 1 126, 140
 конкурентное равновесие 1 110, 114, 120, 156
 модель ценообразования на капитальные активы *см.* Классическая теория финансов
 обеспечиваемая экономия на сборе и передаче информации 1 157
 оптимальная, определение 1 99
 полная децентрализация 1 176
 при социализме 1 118
 провалы рынка 1 120
 рыночного равновесия 1 102
 трансфертная 1 129; 2 311
 фиксированная торговая наценка 1 73
 фундаментальная теорема экономики благосостояния 1 104, 140
 Ценные бумаги, размещение по подписке 1 31
 Централизация 2 304
 определение 1 176
 передача информации 1 147
 Централизованное планирование 1 36, 95
 Центры образования издержек 1 332
 Центры образования прибыли 1 332
 Частная информация *см.* Информация
 Частная собственность, этические аспекты 1 436
 Частный сектор, издержки влияния 1 388
 Частота трансакций 1 61
 Человеческий капитал 1 203; 2 9. *См. также* Управление человеческими ресурсами
 защита в Японии 2 42
 классическая теория 2 8
 непередаваемость 1 448
 неспецифический 2 9
 специфический для данной фирмы 2 9, 17, 33, 41, 56
 текучесть кадров 2 33
 товарищества 2 275
 универсальный 2 9, 33
 Чернобыль, авария на АЭС 1 39
 Честность, значение для репутации 1 377
 Чехословакия 1 438
 Чистая приведенная стоимость 2 181
 Чистый доход 1 255
 Чрезмерная финансовая зависимость 2 238
 Шапиро—Штиглица модель эффективного уровня заработной платы 1 359
 Шермана антимонопольный закон (США) 2 299
 Экономика как высший уровень организации 1 45
 Экономика, основанная на частной собственности, неоклассическая модель 1 105
 Экономическая организация 1 45
 анализ с позиций трансакционных издержек 1 58, 72, 431
 анализ ситуации 1 79
 высший уровень (экономика в целом) 1 45
 задачи координации и мотивации 1 53
 мотивация и поведение людей, моделирование 1 77
 неоклассическая модель и теории 1 120
 провалы рыночной организации и нерыночные формы организации 1 120
 связь с эффективностью 1 48
 уровень анализа 1 45
 формальные организации 1 45
 цели организаций 1 73
 эволюция и устойчивость 1 85
 эффекты богатства 1 67
 Экономический спад 1990 г. 2 227
 Эксплицитная стимулирующая оплата 1 275, 299; 2 97
 Электроэнергетика 1 204
 Эмбарго 1 384
 Этические аспекты частной собственности 1 436
 Эффективность 1 67
 в соглашениях с большим числом участников 1 217
 в сфере координации и мотивации 1 53
 влияние субъективного риска 1 249
 долгосрочных трудовых отношений 2 56
 информационная 1 118, 157
 концепция 1 48
 меню контрактов 1 234
 на рынке врачей-интернов 1 79
 организаций 1 51
 отделение от распределительных аспектов принимаемых решений 1 231
 потребность в информации 1 54
 распределения ресурсов 1 50
 с учетом стимулов 1 215
 связь с распределением 1 356

- Эффективность (*продолжение*)
 связь с экономической организацией 1 48
 сделки «посвященных» (инсайдеров) и рынок 2 203
 сегментация рынка труда 2 50
 сигнализация 1 231
 структур собственности 2 241
- Эффективные расторжения трудовых отношений 2 37
- Эффективный уровень заработной платы 1 359
 марксистская интерпретация 1 368
 на предприятиях быстрого питания 1 372
 связь с безработицей 1 363
 сравнение со стимулирующими выплатами 1 362
 сравнительная статика для определения 1 364
- Эффекты богатства 1 67
 отсутствие 1 315, 356; 2 264
- Юридические фирмы, раздел прибыли между партнерами 2 134
- Япония
 изменения на рынке труда 2 364
 планирование производства 1 122
 планирование развития промышленности в масштабе страны 1 168
 приватизация предприятий 1 438
 структуры собственности 2 230
 финансирование 2 230, 363
 цена капитала 2 184
- Японские фирмы
 готовность менеджеров к риску 2 152
 зарботки CEO 2 145, 168
 «кейрецу» 2 348, 350, 364
 контроль путем концентрации акционерного капитала 2 242
 оплата труда и двойная иерархия 2 55
 политика отказа от увольнений 2 24
 принятие решений методом консенсуса 2 152, 169
 собственность и ответственность 1 454
 стимулирующие контракты с поставщиками 1 323
 управление человеческими ресурсами, анализ ситуации 2 40
 участие работников в управлении 1 400
 цели и интересы заинтересованных сторон 1 76
- «Ace» 2 328
 «Allen Bradley» 2 359
 «Allied—Lyons» 2 221
 «Alyeska» 2 355
 «Alza Corporation» 2 244
 «American Airlines» 2 90, 356
 «American Eagle» 2 356
 «American Telephone and Telegraph» (AT&T) 1 131; 2 222, 291, 292, 311, 322, 326, 344, 349, 350
 «Analog Devices, Inc.» 2 61, 130
 «Apple Computer» 1 200, 201, 209, 441, 450; 2 143, 346, 362
 «Applied Materials, Inc.» 2 108
 «Arby's» 1 373, 374
 «AskComputer Systems» 2 348
 «Associated Press» 2 328
 «Atlantic» 2 269
 «Avis» 1 76, 412; 2 129
- «B. A. T. Industries» 2 222
 «Bain & Co.» 2 120, 121, 127
 «Bayer AG» 2 231
 «Beatrice Corporation» 2 259
 «Bell Laboratories» 1 131; 2 311, 322
 «Bellcore» 1 131
 «BellSouth» 2 36
 «Benetton» 2 332, 359
 «Berkeley Co-op» 2 329
 «Berkshire Hathaway» 2 244
 «Bloomingdales» 2 222
 «Blue Diamond» 2 328
 «Boeing Company» 2 150, 349
 «Bonwit Teller» 2 222
 «Boston Red Sox» 1 386
 «Bridgestone Tire» 2 188, 222, 260
 «British Airways» 1 450; 2 356
 «British Petroleum, Plc» 2 231
 «Brooks Brothers» 2 222
 «Bud's Ice Cream of San Francisco» 1 398, 399
 «Burger King» 1 373, 374
 «Burroughs» 2 344
- «Carrier» 2 130
 «Casio» 1 166, 167
 «CBS Record Company» 1 47, 183, 401; 2 222, 339, 355
 CEO *см.* Управляющие высшего ранга
 «Chevron Oil» 2 221
 «Chrysler Corporation» 2 23
 «Claris Corporation» 1 441
 «Clayton & Dubilier» 2 244
 «Columbia Pictures Entertainment» 1 47, 183, 401; 2 222, 339, 355

- «Continental» (Германия) 2 231
 «Continental Airlines» 2 319, 339, 356
 «Covenant House» 2 278
 «Crown Zellerbach» 2 222
- «Daimler-Benz» 2 231
 «Dana Corporation» 2 129
 «Dayton Hudson» 2 268
 «De Beers» 1 221, 231, 232, 241
 «Dean Witter Reynolds» 2 345, 346
 «Delta Airlines» 2 47, 90
 «Deutsche Bank» 2 231
 «Digital Equipment» 2 47
 «Donaldson's» 2 222
 «Drexel Burnham Lambert» 2 107, 226-228, 272
 «Du Pont» *см.* «E. I. Du Pont de Nemours and Company»
- «E. I. Du Pont de Nemours and Company»
 1 23, 128; 2 123, 132, 133, 140, 300-302, 304, 308, 351
 «East India Company» 1 361; 2 298
 «Eastern Airlines» 1 408; 2 259, 356
 «Eastman Kodak» 2 299
 «Egged» 1 76
 «Electronic Data Services» (EDS) 2 222, 319, 339, 345-347, 348
 «Electronic Data Systems Corporation» 1 278
 «Exxon Corporation» 2 145, 301, 332
- «Federal Express» 2 47
 «Fiat» 1 450
 «Filene's» 2 222
 «Firestone Tire & Rubber» 2 188, 222, 260
 «Fisher Body» 1 206, 207, 440, 441
 «Fisher Price» 1 408
 «Ford Motors Company» 1 21-23, 41, 127, 171, 450; 2 23, 302, 306, 316, 337, 357
 «Forstmann, Little & Company» 2 243
- «Genentech» 2 150
 «General Dynamics Corporation» 2 150, 225
 «General Electric Company» 1 166, 169; 2 100, 221, 299
 «General Motors» (GM) 1 21, 26, 41, 42, 55, 56, 73, 128, 166, 171, 197, 206, 207, 278, 441, 444, 445; 2 23, 24, 102, 140, 157, 222, 242, 292, 294, 300, 302, 304, 306, 307, 319, 334, 337, 339, 341, 345-349, 351, 357, 362
 «General Telephone and Electronics» (GTE) 2 322, 346
 «Gillette» 2 302
- «Goldman Sachs» 2 80
 «Goodyear Tire and Rubber» 2 220, 222
 «Gulf Oil» 2 221
- «Haloid Corporation» 2 150
 «Hanson Group» 2 244
 «Hanson, Plc» 2 231
 «Hertz» 1 412
 «Hewlett—Packard Company» 1 178, 179, 396; 2 27, 47, 91, 308, 309, 311, 348, 360
 «Hiram Walker» 2 221
 «Hoffmann-La Roche» 2 150
 «Honda Motors Company» 2 336, 349, 355, 356
 «Houston Oil and Minerals Corporation» 1 285; 2 345
 «Houston—Tenneco» 1 393, 397
 «Hudson's Bay Company» (HBC) 1 26, 27, 41, 55, 127, 418, 450; 2 15, 222, 298, 305, 357
 «Hughes Aircraft» 2 222
 «Hyundai» 1 450
- «I. Magnin» 2 222
 «IBM Corporation» 1 237, 442, 450; 2 27, 29, 47, 61, 67, 110, 240, 308, 340-342, 345-348, 358
 «Ingres» 2 348
 «Intel» 1 66
 ITT 2 223
- «Jack in the Box» 1 373
 «Johnson and Johnson Corporation» 2 141
- «Kaiser-Permanent» 2 133
 «Kentucky Fried Chicken» 1 373, 374
 «Kimberly-Clark» 2 317
 «Kohlberg, Kravis, Roberts & Company» (KKR) 2 161, 223, 226, 228, 234, 235, 243, 259, 260,
 «Koito Manufacturing» 2 242, 337
 «Korn/Ferry International» 2 157
- «Land O'Lakes» 2 328
 «Lehman Brothers Kuhn Loeb» 2 344
 «Lencrafters» 2 350
 Lex mercatoria (купеческое право) 1 382
 «LIN Broadcasting» 2 143
 «Lincoln Electric Company» 1 341, 342; 2 24, 27, 47, 98, 99, 113
 «Lockheed Corporation» 2 150, 273
 «Lucky-Goldstar» 2 303, 324, 337, 338
- «Macmillan Press, Ltd.» 2 231
 «Madison Square Garden» 2 234

- «Marathon Oil» 1 268; 2 221, 222, 268
«Marriott» 2 260
«Matsushita» 1 183; 2 222, 339, 355
«Mazda» 2 47
«MCA Corporation» 1 183; 2 222, 355
«McCaw Cellular Communications» 2 143
«McDonald's Corporation» 1 350, 355, 373, 374; 2 108, 330, 331, 332
«McDonnell—Douglas» 2 150
MCI 2 340
«McKinsey & Company, Inc.» 2 120, 121
«Merck and Co., Inc.» 2 140
«Mergerstat Review» 2 260
«Merril Lynch» 2 275
«Mesa Petroleum» 2 222
«Metropolitan Life Insurance Company» 2 246
«Michelin» 2 222
«Microsoft Corporation» 1 442
«Midcon» 2 260
«Midwest Airlines» 2 317
«Mitel Corporation» 2 340
«Mitsubishi Chemical» 1 394; 2 271
«Mitsubishi Electric Corporation» 2 346—348, 350, 351
«Mitsubishi Heavy Industries» 2 351
«Mobil Oil» 1 268; 2 221, 222, 268
«Montgomery Ward» 2 221
«Motorola» 2 47, 48

«Nabisco Brands» 2 221, 234
«National Broadcasting Company» (NBC) 2 221
«National Cash Register Company» 2 292
«National Steel» 2 47
«NCR Corporation» 2 222, 291, 292, 340
NEC 2 340
«Nestle» 2 261
«New United Motors Manufacturing, Incorporated» (NUMMI) 2 47, 347—349
«Nissan» 2 47, 337, 349
«Nordstrom» 1 380
«North West Company» (NWC) 1 27, 28, 41, 42, 418; 2 305, 306, 357
«Northern Telecom» 2 342
«Nucor Corporation» 2 47, 129, 130

«Occidental Petroleum» 2 234, 235, 260
«Olympia & York Development» 2 221, 362

«Paramount Communications» 2 164, 269, 275
«Peat Marwick» 2 80

«Pension Benefit Guaranty Corporation» (PBCC) 1 261
«Pepsico» 2 157
«Perelli» 2 231
«Phibro» 1 31
«Phillips Brothers» 1 31
«Polaroid Corp.» 2 128, 225
«Prentice Hall» 2 269
«Pritzger's» 1 415
«Prodigy» 2 345, 346
PTL 2 278

«Quaker Oats Co.» 1 408

«R. J. Reynolds» 2 221
«RCA Corporation» 2 221
«Reebok» 2 143
«Renault» 2 362
«Resolution Trust Corporation» 2 272
«Revlon» 2 222
«Rich's» 2 222
«RJR Nabisco» 2 161, 223, 226, 228, 234, 235, 246, 259, 260, 264
«Rolm Corporation» 2 321, 322, 340, 341, 342, 345, 346
«Rolm Siemens» 2 342
«Rolm Company» 2 342
«Rowntree» 2 261
«Roy Rogers» 1 373, 374
«Royal Dutch/Shell» 2 145

«S. C. Johnson» 2 47
«Safeway» 2 223, 259
«Saga» 2 260
«Salomon Brothers» 1 30—35, 41—44, 58, 126, 418, 450; 2 107, 155, 222, 226, 228, 357, 275
«Seapointe Savings and Loan» 1 257
«Sears Roebuck» 1 23, 128; 2 300—302, 304, 339, 345, 346, 351, 355
«Sematech» 2 349
«Sematech R&D» 2 358
«Shearson American Express» 2 344
«Showa Denko» 1 394; 2 271
«Siemens AG» 2 231, 340, 342
«Simon and Schuster, Inc.» 2 67, 68
«Sony Corporation» 1 47, 48, 183, 401, 402, 450; 2 145, 222, 231, 339, 345, 355, 362
«Space Communications Corporation» 2 350
«Sperry» 2 344
«Standard Brands» 2 221, 234
«Standard Oil of New Jersey» 1 23, 128; 2 300—302, 304, 305, 351
«Sumitomo Chemical» 1 394; 2 271
«Sunkist» 2 328
«System One» 2 319

- «Tandem Computer» 1 441
«Tenneco, Inc.» 1 285, 286; 2 223, 345
«Thomson Corporation» 2 222
«3M Company» 2 61
Time Inc.» 2 143, 269
«Time Warner» 2 143, 269, 274, 275
«Towers, Perrin, Forster & Crosby» 2 145, 156
«Toyota Motors» 1 24-26, 41, 42, 56, 73, 166, 171, 444, 445, 448, 450; 2 230, 242, 297, 334-337, 347, 348, 349, 357, 362
«Trans Union» 1 415
«Trans World Airlines» 2 222, 246, 356
«True Value» 2 328
TWA 2 264, 272

«U. S. Memories» 2 358
«U. S. Steel» 2 221, 222, 242, 299, 302
«Uniroyal Goodrich» 2 222
«Unisys» 2 344
«United Airlines» (UAL) 2 90, 143, 322

«United Technologies Corporation» 2 130, 150, 223
«Unocal» 2 222
USX (бывшая «U. S. Steel») 1 268; 2 242, 268

«Volvo» 1 251; 2 362

«W. T. Grimm & Company» 2 222
«Wal-Mart Stores» 2 355
«Walt Disney Company» 2 143, 162-164, 222, 270, 271, 340, 362
«Warner Brothers» 2 269
«Warner Communications» 2 143
«Warner—Reprise» 2 269
«Weirton Steel Company» 2 129
«Wendy's» 1 373, 374
«Westinghouse» 1 196, 197, 201

«Xerox» 2 47, 150

«Youngstown Sheet and Tube» 2 264

УКАЗАТЕЛЬ ИМЕН

- Ажийон Ф. 1 288, 348
Азариадес К. 2 45
Айкен К. 2 222, 228, 242, 264
Акерлоф Дж. 1 228, 242; 2 46
Аксельрод Р. 1 378
Александр Г. 2 216
Алчиан А. 1 46, 89, 242, 418, 459; 2 45, 385
Армстронг Н. 1 461
Атчисон Т. 2 139
Байбер О. 2 141
Банри Асанума 1 18, 324
Бантрок Д. Л. 2 144
Барзел Й. 1 89, 459
Беччук Л. 2 289
Бейкер Дж. 1 242; 2 92, 139, 172
Беккер Г. 1 7, 459; 2 45
Белчер Д. 2 139
Беннетт Э. 1 18
Бергман Я. 2 289
Бергстрем Т. 1 18
Берле А. 1 267, 288
Бернулли Д. 1 347
Биггер Д. 1 17
Бисанко Д. 1 348
Блейк У. 1 18
Блэк Ф. 2 216
Болтон П. 1 182, 288
Бонд А. 2 222
Борч К. 1 348
Боулс С. 1 368, 369, 405
Бозски А. 2 228
Бреснахан Т. 2 216
Бриден Д. 2 215
Брикли Дж. 2 158, 289
Брили Р. 2 216
Бруско С. 1 17
Булау Дж. 1 83, 182
Бхагат С. 2 158, 264, 265
Бхагван Шри Раджнеш 2 278
Бхаттачария С. 1 242; 2 215, 289
Бьюкенен Дж. 1 405
Бэгли К. 1 18
Бэйли М. 2 45
Бэйрон Д. 1 348
Бэйрон Дж. 1 18; 2 246
Бэккер Дж. 2 278
Бэннок Г. 2 261
Вайс Й. 2 88
Ван Ньюс К. 1 18
Ван Хорн Дж. 2 216
Веделейн Дж. 2 158
Вейнгафт Б. 1 18
Вейнтрауб Р. 1 136
Вейцман М. 1 140, 141, 143, 181, 348
Вернерфельт Б. 2 224
Вильгельм Завоеватель 1 200, 209
Вишны Р. 2 264, 265, 288, 289
Вольф С. 2 143
Вольфсон М. 1 18
Вуд Р. 2 301
Вэриан Х. 2 216, 289
Галлини Н. 1 18
Гарнер Дж. 1 345
Гиббард А. 1 242
Гиббонс Р. 1 381, 405
Гилсон Р. 2 88
Гинакопелос Дж. 1 182
Гнерр Э. 1 18
Голдберг В. 1 242
Голдсмит Дж. 2 222
Горбачев М. С. 1 39, 425; 2 368
Гордон Д. 2 45
Грејф А. 1 18, 370
Гроссельер 1 28
Гроссман С. 1 242, 348, 459, 2 289
Гузнери Р. 1 348
Гурвиц Л. 1 136, 159, 160, 181
Гутфройнд Дж. 1 31, 32, 43
Гэнс Дж. 1 17
Дайамонд П. 1 137
Деватрипонт М. 1 348
Демзец Х. 1 46, 89, 418, 459; 2 45, 241, 242, 288, 385
Демминг У. Э. 2 168, 169
Демски Дж. 1 348
Дербе Ж. 1 105, 136
Джаррел Г. Э. 2 289
Джеймс Э. 2 289
Джекобс Д. 2 89
Дженретт 2 345
Дженсен М. 1 18, 242; 2 92, 139, 158, 163-168, 172, 237, 243, 288, 289, 370, 385
Джиббонс Р. 1 18
Джон К. 2 289
Джон Э. 1 137, 182
Джонс Д. 2 297
Джонс Л. 1 242
Джонсон М. 2 135
Джонсон П. 1 18

- Джонсон Р. У. 2 141
 Джонсон Ф. Р. 2 161, 234, 235
 Джоскоу П. 1 206
 Диксит Э. 1 405
 Дональдсон 2 345
 Дорингер П. 2 50, 88
 Дэвис М. С. 2 144
 Дэвис Э. 2 261
 Дюпон П. 1 21
 Дюрлауф С. 1 18

 Зекхаузер Р. 1 288, 348; 2 216, 288
 Земски П. 1 17
 Зупан М. 1 18

 Иванов М. А. 1 11
 Истербрук Ф. 2 289

 Кавасаки С. 1 324
 Кампо Р. 2 222
 Кантер Р. М. 2 357
 Карл II 1 26
 Кармайкл Л. 1 288; 2 88
 Кауфман Г. 2 226
 Кван С. Чун 2 289
 Кениг Р. 1 417
 Кикутани 1 324
 Кирман А. 1 136
 Клайв Л. 1 361, 364
 Клейн Б. 1 242, 371, 405, 459
 Клеменс Р. 1 385
 Клемперер П. 1 182
 Коммонс Дж. 1 89
 Кортес 1 200, 209
 Коуз Р. 1 7, 8, 58, 66, 72, 89, 140, 459; 2 315
 Кремер Ж. 1 405
 Крепс Д. 1 18, 348, 405; 2 45
 Кристал Г. 2 142, 167, 168
 Кроуфорд Р. 1 242, 459
 Ку Ча Кьюнг 2 303
 Купер Р. 1 137, 182
 Кутер Р. 1 459
 Кэллен Дж. 2 289

 Лазарус Ч. 2 144
 Лал Р. 2 105, 106
 Ланг М. 1 18
 Лафкин 2 345
 Лафон Ж.-Ж. 1 348
 Лейзер Э. П. 1 18, 247, 278, 288; 2 47, 88, 139
 Лен К. 2 241, 242, 288
 Ленин В. И. 1 36; 2 234
 Лер У. 1 17
 Лернер Э. 1 119, 136
 Лерой С. Ф. 2 216
 Леффлер К. 1 371, 405

 Ли Й. 1 17
 Лиз Р. С. 2 158
 Лиланд Х. 2 289
 Лингнер Дж. 2 215
 Линкольны 2 99
 Литвак Дж. 1 18
 Лихтенберг Ф. 2 224, 225
 Ломанн С. 1 18
 Ломпо П. 1 17
 Лоулер Э. Э. 2 102, 139, 141, 172
 Лукас Р. 2 215
 Лундберг К. 1 405
 Лундберг Ш. 2 46
 Льюис М. 1 405
 Лэмб Ч. 1 356

 Майерс С. 2 216, 288, 289
 Майерсон Р. 1 242, 348
 Мак-Афи П. 1 348
 Маклеод Б. 2 88
 Макмиллан Дж. 1 324, 348
 Маколей Т. 1 362
 Малкиел Б. 2 216
 Малькомсон Дж. 2 88
 Манн Г. 2 203, 216
 Мануджен Р. Э. 2 144
 Марголис Дж. 1 136
 Марино Э. 1 18
 Марковиц Г. 2 215, 216
 Маркс К. 1 36, 89, 369
 Мартин Дж. 1 405
 Маршалл А. 1 356, 361, 405
 Масахико Аоки 1 18, 454; 2 46, 88
 Масахиро Окуно-Фудживара 1 76, 363, 364, 405
 Мач К. 1 18
 Меклинг У. 2 288
 Менар К. 1 8
 Мерсер Р. 2 220
 Местерс М. 2 88
 Милгром П. 1 8, 242, 348, 405; 2 46, 139, 216
 Милкен М. 1 32; 2 107, 226-229, 259, 272
 Миллер М. 2 187, 190, 191, 215, 216, 219, 232, 233, 284
 Миллер Дж. 1 429
 Минс Г. 1 267, 288
 Миррлиз Дж. 1 288, 348
 Мнукин Р. 2 88
 Модильяни Ф. 2 187, 190, 191, 215, 216, 219, 232, 233, 284
 Монтгомери С. 2 224
 Моргенштерн О. 1 348
 Моссен Ж. 2 215
 Мур Дж. 1 459
 Мур Л. Ф. 1 405
 Мэдисон Дж. 1 388

- Мэйлас Дж. 1 242
 Мэйлаф Н. 2 289
 Мэрфи К. Дж. 1 242, 381; 2 92, 139, 163-168, 172, 237
 Найт Ф. Г. 1 45, 89; 2 17, 49
 Нейман Дж. фон 1 347, 348
 Нельсон Ричард 1 79, 89
 Нельсон Рэчел 1 18
 Нельсон Ф. 1 242
 Неттер Дж. 2 289
 Но-Мо Ву 1 18
 Норт Д. 1 7, 8, 412
 Ньюмен П. 1 18, 26
 Ньярко Й. 1 18
 Нэйлбафф Б. 1 405
 Остер Ш. 2 46
 Ошмен К. 2 342
 Пайл Д. 2 289
 Паккард Д. 1 178; 2 309
 Парето В. 1 50
 Паунд Дж. 2 216, 288
 Пелз Д. Э. 2 143
 Перельман Р. 2 222, 228
 Перо Р. 1 278; 2 242, 346, 347
 Пиккенс Т. Б. 2 222, 228, 242, 337
 Пиоре М. 2 50, 88
 Пол Дж. 1 17; 2 216
 Поли М. 1 288
 Портер М. 1 248
 Портер Р. 2 216
 Постлуэйт Э. 1 242
 Пратт Дж. 1 348
 Прудон П. Ж. 1 437
 Радиссон 1 28
 Расмуссен Э. 1 405
 Рей П. 1 348
 Рикари-и-Коста Дж. 2 172
 Риордан М. 1 348
 Риттер Б. 2 278
 Роб Р. 1 242
 Робертс Дж. 1 8, 136, 137, 242
 Розентал Р. 1 242
 Ролл Р. 2 289
 Росс С. Дж. 1 288, 348; 2 143, 144, 215, 289
 Рот Э. 1 79
 Ротшильд М. 1 242
 Роуз-Аккерман С. 2 289
 Роузен Ш. 2 45, 88, 172
 Рубинстайн М. 2 216
 Рус Д. 2 297
 Рэйвив А. 1 242, 348; 2 289
 Сайдмэн Э. 1 18
 Саймон Г. 1 89, 241; 2 7
 Саммерс Л. 2 216, 289
 Самуэльсон П. 2 215, 216
 Сигал Д. 2 225
 Симмонс Х. 2 273
 Синатра Ф. 2 235
 Синглтон К. 1 18
 Скалли Дж. 2 143, 144
 Скоулз М. 1 18, 33; 2 216
 Слоун А. 1 21-23, 25, 41, 42, 171; 2 304
 Смит А. 1 54, 55, 57, 89, 105, 114, 118, 136, 288, 369, 371; 2 139
 Смит В. 1 136
 Смит Р. 2 242, 346, 347
 Спенс М. 1 231, 242, 288, 348; 2 46
 Сталин И. В. 1 36
 Стартз Р. 2 46
 Стейн Дж. 2 216
 Стейнберг С. 2 144, 222, 228, 270
 Стиглер Дж. 1 137
 Стиглиц Дж. 1 229, 242, 348, 359, 363, 405; 2 215
 Сэйлоп Дж. 1 235, 242
 Сэйлоп С. 1 235, 242
 Сэппингтон Д. 1 348
 Сэрен М. 1 17
 Сэтгерсуэйт М. 1 242
 Таичи Оно 1 24, 171; 2 297
 Таллок Г. 1 405
 Твен М. 1 299; 2 177
 Тейлор Ф. 1 264
 Техраниан Х. 2 158
 Тигл Т. 2 135
 Тироль Ж. 1 89, 182, 242, 348
 Тобин Дж. 2 215, 216
 Толлисон Р. 1 405
 Томас Р. П. 1 412
 Уилсон Дж. К. 1 247
 Уилсон Р. 1 18, 81, 242, 348, 405
 Уильямс Дж. 2 289
 Уильямсон О. 1 7, 8, 89, 191, 241, 242, 288, 459; 2 45
 Уинтер С. 1 79, 89
 Уомак Дж. 2 297
 Уотсон Дж. 1 17
 Уотчер М. 2 45
 Уэйсс Э. 1 229, 242
 Уэстон Дж. Ф. 2 289
 Файрмен П. Б. 2 143, 144
 Фама Э. Ю. 2 289
 Фанг К. 1 17
 Фаррелл Дж. 1 182, 459
 Фишер И. 2 180, 215
 Фишер М. 1 17
 Форд Г. 1 23, 40, 41, 171, 173, 174; 2 359
 Форд Дж. 2 235

- Фостер Дж. 1 137
Фоулкс Ф. 2 172
Франк Р. Г. 1 244
Фрейксас Х. 1 348
Фридмен Д. 1 18
Фрост П. Дж. 1 405
Фуденберг Д. 1 182, 348
Фумиката Саго 1 186
- Хайек Ф. 1 89, 95, 118, 136, 157, 181
Хаммер А. 2 234
Хансман Г. 2 289
Харрис Дж. 2 45
Харрис М. 1 242, 348, 2 45, 88, 289
Харт О. 1 242, 348, 459; 2 45, 289
Хафты 2 223
Хилденбранд В. 1 136
Хиршман А. 2 256
Холлинбергер Р. 1 17
Холмстром Б. 1 18, 89, 242, 348; 2 45, 139, 172
Хольм К. 2 121
Хорнгрен Ч. 1 18, 137
Хоуг С. И. 2 289
Хоудс М. 1 18
Хоуп Б. 2 235
Хрущев Н. С. 1 35
Хьюлетт У. 2 309
Хэвмен Р. 1 136
Хэнневэй Дж. 1 18; 2 172
- Циянг Г. 1 18
- Чандлер А. 1 120, 140; 2 300, 354
Чари В. В. 1 242
Чен С. 1 89
Чидамбарам А. С. 2 121
- Шапиро К. 1 359, 363, 405
Шарп У. 2 215, 216
Шеварднадзе Э. А. 1 39
Шерер Ф. М. 2 289
Шефер С. 1 17
Шиллер Р. 2 216
Шлейфер А. 2 216, 264, 265, 288, 289
Шринивасан В. 2 105, 106
Шульц Дж. 1 39
Шэвелл С. 1 348
- Эбоуд Дж. 2 168
Эвери К. 1 17
Эдвардс Р. 2 51, 88
Эдлин А. 1 17
Эдуард I 1 385
Эйджи Тойода 1 24, 171
Эйснер М. Д. 2 143, 144, 162, 164
Элликсон Р. 1 380
Эммот Б. 2 229
Эрроу К. 1 89, 105, 124, 136, 137, 288, 348; 2 46
- Якокка Л. Э. 2 144

ОГЛАВЛЕНИЕ

Часть V ТРУДОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ: КОНТРАКТЫ, ОПЛАТА ТРУДА И КАРЬЕРЫ

Глава 10. Кадровая политика и управление человеческими ресурсами	7
Классическая теория заработной платы, занятости и человеческого капитала	8
Заработные платы и уровни занятости (8). Человеческий капитал (9). Дефекты классической модели (10).	
Трудовые контракты и трудовые отношения	11
Наем как отношение (11). Трудовые контракты (11). ИмPLICITные контракты (15). Разделение риска в трудовых отношениях (17). Займы и ссуды в трудовых отношениях (24).	
Набор, удержание и высвобождение работников	25
Набор работников (26). Сохранение персонала (33). Расторжение трудовых отношений (37).	
Анализ ситуации: управление человеческими ресурсами в Японии	40
Наем и сохранение персонала (40). Защита интересов постоянного персонала (41).	
Резюме	43
Библиографические заметки	45
Литература	46
Упражнения	47
Пицца для размышлений (47).	
Глава 11. Внутренние рынки труда, назначения на работу и продвижение по служебной лестнице	49
Внутренние рынки труда	50
Сегментация рынка труда (50). Оплата на внутренних рынках труда (52).	
Логика внутренних рынков труда	55
Долгосрочные трудовые отношения (56). Политика продвижения (57). Оплата в зависимости от должности (65). Внутренние рынки труда как системы (68).	
Издержки влияния, стимулы и назначение на работу	74
Проблема назначений на работу (75). Организационное реагирование (77).	
Несменяемость и правило «вверх или вон»	79
Несменяемость работников (81). Правило «вверх или вон» (84).	
Резюме	85
Библиографические заметки	88
Литература	89
Упражнения	89
Пицца для размышлений (89).	

Глава 12. Оплата труда и мотивация	92
Формы и функции оплаты труда	92
Различные формы оплаты труда (92). Цели политики оплаты труда (94).	
Стимулирование индивидуальных результатов	95
Что нужно стимулировать? (95). Эксплицитная стимулирующая оплата труда (97). Сдельная оплата труда (97). Комиссионные в торговле (103). Стимулирующая оплата индивидуального труда в других ситуациях (107). Выявление частной информации работников (109). Имплиcitная стимулирующая оплата труда (111).	
Оценка результатов	113
Оценка результатов при эксплицитных формах оплаты по результату (113). Оценка результатов в субъективных системах (115).	
Определение должностных обязанностей	120
Определение должностных обязанностей и стимулирующая оплата труда (122). «Программы обогащения работы» и комплементарность задач (124). Служебные обязанности и личные дела (125).	
Стимулирующая оплата труда для групп работников	127
Формы группового стимулирования (127). Эффективность групповых стимулирующих контрактов (131).	
Справедливость оплаты труда	134
Резюме	136
Библиографические заметки	139
Литература	139
Упражнения	139
Пицца для размышлений (139).	
Глава 13. Оплата труда руководящих работников	141
Закономерности и тенденции оплаты труда руководителей	142
Зарботки управляющих высшего ранга в крупных фирмах США (142). Формы оплаты и сравнения (143). Руководители среднего звена (147).	
Мотивация принятия риска	149
Загадка (150). Инвестиционные решения менеджеров и риск потери человеческого капитала (151). Стимулирование готовности к риску (152). Плата за инвестиционные предложения (153).	
Отсроченное вознаграждение	154
Проблемы выполнения обязательств (155).	
Оплата по результату для управляющих высшего ранга?	156
Установление уровня оплаты труда управляющих высшего ранга (156). Дебаты по поводу вознаграждений руководителей (157). Задачи и искупления, с которыми сталкиваются высшие руководители (159). Максимизация стоимости и стимулы (159). Эмпирические данные о результатах и оплате (161). Влияет ли оплата труда управляющих высшего ранга на результаты деятельности фирмы? (167). Приложение и выводы (169).	
Резюме	170
Библиографические заметки	172
Литература	172
Упражнения	173
Пицца для размышлений (173). Математическое упражнение (174).	

Часть VI

ФИНАНСЫ: ИНВЕСТИЦИИ, СТРУКТУРА КАПИТАЛА И КОНТРОЛЬ НАД КОРПОРАЦИЕЙ

Глава 14. Классическая теория инвестиций и финансов	177
Классическая экономическая теория инвестиционных решений	178
Теорема разграничения Фишера (178). Чистая приведенная стоимость (181). Стратегические инвестиции как конструктивные решения (185).	
Классический анализ решений по структуре капитала	187
Подход Модильяни—Миллера (187). Распределение инвестиционного капита- ла на рынках (192).	
Инвестиционный риск и цена капитала	193
Риск и доходность (193). Модель ценообразования на капиталные акти- вы (198). Ожидания, формирование цен на активы и эффективность (200).	
Информация и цены финансовых активов	201
Гипотеза эффективности рынков и ее формы (202). Проверка гипотезы эф- фективности рынков (205). Близорукие рынки и близорукие менеджеры (207). Значение новых теорий для организаций (211).	
Резюме	213
Библиографические заметки	215
Литература	216
Упражнения	217
Пицца для размышлений (217). Математические упражнения (218).	
Глава 15. Финансовая структура, собственность и контроль над корпора- цией	220
Изменения в контроле над корпорациями: тенденции и конфликты	221
Изменения в контроле над корпорациями в 80-е гг. (221). Увеличение роли заемного капитала (225). Дебаты (227). Структуры финансирования и собствен- ности в других странах (229).	
Финансовая структура и стимулы	232
Конфликт интересов: менеджеры против акционеров (233). Конфликт инте- ресов: лендеры против других инвесторов (236). Стимулы, побуждающие соб- ственников к осуществлению мониторинга (239). Стимулы для осуществления контроля лендерами (245). Издержки в связи с непогашением долгов и бан- кротством (247). Структура источников финансирования, стимулы и стои- мость (250).	
Решения по структуре капитала и сигнализация	251
Заемный и собственный капитал (252). Дивиденды, мониторинг и сигнали- зация (253). Задачи, решаемые при выборе финансовой структуры (255).	
Контроль над корпорацией	255
Механизмы контроля (256). Враждебные поглощения и реструктуризация фирм в США в 80-е гг. (259). Возможные источники выгод (261). Способы защиты от враждебных поглощений (266). После бума (272).	
Альтернативы корпорации открытого типа	274
Товарищества (275). Благотворительная деятельность и некоммерческие орга- низации (278).	
Резюме	283
Библиографические заметки	288

Литература	289
Упражнения	291
Пища для размышлений (291). Математическое упражнение (293).	

Часть VII

ЦЕЛЬ И ДВИЖУЩИЕ СИЛЫ ОРГАНИЗАЦИИ

Глава 16. Границы и структура фирмы	297
Изменяющаяся природа фирмы.....	298
Появление промышленного предприятия (298). Развитие мультидивизиональной формы (300). Многопродуктовая фирма (302). Движущие силы перемен: комплементарность и инерция (303).	
Внутренняя структура фирмы	304
Преимущества мультидивизиональной формы (304). Проблемы управления дивизионализированной фирмой (307).	
Вертикальные границы и отношения	315
Преимущества приобретения ресурсов на рынке (316). Преимущества вертикальной интеграции (321). Альтернативные вертикальные отношения (327).	
Горизонтальное разнообразие и структура	337
Конкурентная стратегия и организационное нововведение (337). Направления расширения подразделений (338). Недостатки горизонтальной экспансии (340).	
Деловые союзы	346
Кейрецу (350).	
Резюме	351
Библиографические заметки.....	354
Литература	354
Упражнения	355
Пища для размышлений (355).	
Глава 17. Эволюция систем бизнеса и экономических систем	357
Настоящее и будущее фирмы	358
Технологические и организационные перемены в обрабатывающей промышленности (358). Отрасли услуг (361). Глобализация экономической деятельности (362). Инновации в области собственности, финансирования и контроля (363). Человеческие ресурсы (364). Настоящее и будущее экономической перестройки в Восточной Европе и в СССР (365). Коммунистическая и капиталистическая системы (366). Управление переходом (367). Будущее экономической теории, организации и менеджмента (368).	
Словарь основных терминов	370
Предметный указатель.....	391
Указатель имен	415

М 60 *Милгром П., Робертс Дж.* Экономика, организация и менеджмент : В 2-х т. / Пер. с англ. под редакцией И. И. Елисейевой, В. Л. Тамбовцева. СПб. : Экономическая школа, 2004. Т. 2. 422 с.

ISBN 5-900428-45-1

Учебник представляет собой первое систематическое изложение экономической теории управления фирмой (предприятием) на русском языке. В отличие практически от всех переводных и отечественных учебников по менеджменту, лишь косвенно опирающихся на современную экономическую теорию, в книге П. Милгрота и Дж. Робертса экономические проблемы, возникающие в деятельности менеджеров, анализируются с помощью строгих математических моделей, входящих в основное течение экономической науки.

В учебнике последовательно рассматриваются общие проблемы экономической организации, исследуются различные механизмы координации действий работников, проблемы заключения контрактов, стимулов и мотивов трудовой активности, организации трудовых отношений в фирмах, методы анализа финансовых решений, которые вынужден принимать руководитель, а также вопросы организационного развития фирмы.

Книга может быть использована в качестве учебного пособия в экономических вузах при изучении продвинутых курсов по микроэкономике, теории фирмы, теории промышленной организации, а также в магистерских программах по менеджменту и экономике.