

**Король В.А.,**

кандидат економічних наук, доцент,  
завідувач кафедри економіки та фінансів підприємств  
Інституту економіки та управління  
Київського славістичного університету

## **ПРОБЛЕМИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ВІДКРИТИХ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ**

*Здійснено ідентифікацію конфліктів між основними агентськими групами в системі управління акціонерними товариствами. В результаті обґрунтовано переліки агентських витрат і втрат у відносинах “акціонери — менеджери” та “акціонери — кредитори” для перспективних розробок відповідного оцінного інструментарію.*

*The author identifies conflicts among the main agent groups in the management system of joint-stock societies, and as a result, substantiates the lists of agent expenditures and losses in the relations “stockholders — creditors” for perspective developments of a corresponding evaluation instrument.*

Поступовий розвиток корпоративного сектору підприємництва в Україні, підвищення прозорості й цивілізованості формування відносин власності зумовлюють актуальність впровадження ефективних механізмів управління фінансами відкритих акціонерних товариств. Ці механізми вивчаються й реалізуються в системі фінансового менеджменту. Останній є продуктом англо-американської економічної школи і, в країнах з розвиненими корпоративним сектором підприємництва та фондовим ринком, переважно орієнтований на управління саме фінансами публічних корпорацій.

Водночас універсальні механізми та важелі фінансового менеджменту можуть бути застосовані на підприємствах з неакціонерною організаційно-правовою формою власності. Тоді як управління фінансами корпорацій має істотні особливості, які фінансова наука розглядає в рамках предмета корпоративних фінансів (фінансів корпорацій).

Однією з ключових особливостей управління фінансами корпорацій є врахування наслідків впливу агентських конфліктів на цінність акцій у системі ціннісно орієнтованого фінансового менеджменту<sup>1</sup>. Фактично система управління відкритим акціонерним товариством має будуватися на балансі інтересів основних агентських груп: акціонерів, менеджерів, кредиторів. Неврахування цих інтересів може призводити до низки негативних наслідків для корпорації: від зниження курсу акцій і підвищення вартості капіталу до втрат капіталу та зниження темпів зростання. Усе це надає підвищеної актуальності проблематиці, що є предметом цієї статті.

---

<sup>1</sup> Король В.А. Про цінність і вартість у системі фінансового менеджменту // Вісник Львівської комерційної академії, серія “Економіка”. — 2006. — Випуск 20. — С. 383—389.

Проблеми ідентифікації агентських конфліктів, оцінки агентських витрат та характеристики їх впливу на довгострокові фінансові рішення корпорацій розглядаються лише зарубіжними науковцями. Безпосередньо теорії агентських відносин присвячено тільки одну доступну англomовну монографію<sup>2</sup>. В інших виданнях, надрукованих англійською мовою, “агентські відносини”, “агентський конфлікт” або “агентські витрати” є лише частиною предмета дослідження. Механізми впливу різних форм прояву агентського конфлікту на обґрунтування фінансових управлінських рішень стратегічного характеру розглядаються практично у кожній фундаментальній праці з фінансового менеджменту або корпоративних фінансів. Найважливішими з них є книги Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муріна, Ю. Бріґхема, Л. Гапенскі; Ч. Лі, Дж. Фіннерті; Р. Брейлі, С. Майерса.

Вітчизняні фундаментальні праці, присвячені проблемам фінансового менеджменту, обминають цю проблему через труднощі, пов’язані з формалізацією оцінки агентських витрат. Теоретичний аспект впливу корпоративних конфліктів між власниками на вартість підприємства розглянуто у докторській дисертації О.Г. Мендрула “Управління вартістю підприємства”. Проте вплив на вартість або цінність корпорацій саме конфліктів між її агентськими групами не досліджувався.

Попередні роздуми зумовлюють доцільність конкретизації прикладних висновків з теорії агентських відносин. Вона має бути реалізована в концепції збалансованого фінансового управління корпорацією з розробкою оцінного інструментарію та відповідної моделі управління її цінністю.

Отже, метою написання цієї статті є ідентифікація агентських конфліктів та обґрунтування переліку агентських витрат для перспективних досліджень з їх оцінки у системі фінансового менеджменту корпорацій.

Спочатку розглянемо суть агентських відносин узагалі і причин виникнення агентських конфліктів зокрема. Агентські відносини виникають між принципалами (особи, від імені яких діють агенти) й агентами, які надають послуги, замовлені принципалом. Виходячи з визначення, можна сказати, що наймані менеджери є агентами власників (акціонерів) корпорації.

З другого боку, менеджерів можна вважати агентами і кредиторів, оскільки останні разом із власниками мають свою частку в доходах компанії, яка залежить від якості управління нею. Всі фінансові управлінські рішення довгострокового характеру приймаються лише після схвалення радою директорів. Окремі стратегічні рішення приймаються тільки після ухвали загальними зборами акціонерів. У відносинах менеджерів із кредиторами значну роль відіграє позиція акціонерів, тому відносини між кредиторами і власниками теж називаються агентськими.

---

<sup>2</sup> Barnea A., Haugen R.A., Senbet L.W. Agency Problems and Financial Contracting. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1985.

Варто зауважити, що однозначним конфліктом інтересів позначені лише відносини “акціонери — менеджери” й “акціонери — кредитори”. Конфлікту між інтересами менеджерів і кредиторів практично не існує. Водночас менеджери можуть через збалансовані рішення, які враховують однаковою мірою інтереси власників і кредиторів, забезпечувати зростання й цінності корпорації, і власної заробітної плати. Останнє можливе за умов реалізації в рамках компанії ціннісно орієнтованого менеджменту.

Спочатку розглянемо форми прояву агентського конфлікту у відносинах між акціонерами і менеджерами. До них можна віднести такі:

1. Конфлікт між аутсайдерами і найманими менеджерами.
2. Конфлікт між аутсайдерами та інсайдерами.

Коротко розглянемо суть першого конфлікту. Акціонери бажають одержувати високі дивіденди і зростання цінності своїх акцій. Менеджери, особливо управлінці вищої ланки, зарплати яких можуть залежати від величини одержаних прибутків, намагаються якомога більше прибутку залишити неподілимим. Це дасть можливість менше залучати платних позикових коштів під однакові потреби, зменшити фінансові витрати і, відповідно, збільшити прибуток.

До того ж будь-який менеджер завжди намагатиметься підвищувати свою заробітну плату, навіть не одержуючи своєї частки в прибутках. Крім зарплати, менеджери ще мають так звані соціальні пакети. Всі надбавки до заробітних плат та додаткове забезпечення привілеїв здійснюється за рахунок коштів власників. Отже, власники намагатимуться сплачувати нижчі заробітні плати менеджерам, а останні — намагатимуться їх збільшити.

Одна з головних причин виникнення другого конфлікту теж має корені у поглядах на адекватність зарплати з позицій менеджерів і акціонерів. Але інсайтери є одночасно і менеджерами, й акціонерами. Тому гострота прояву конфлікту інтересів у цьому разі залежить від частки володіння компанією. Чим істотніше ця частка відрізнятиметься від 100 % контролю, тим сильнішим буде бажання інсайдера штучно завищити собі зарплату і привілеї за рахунок ущемлення інтересів аутсайдерів.

В умовах злиття корпорацій інсайтери цільової компанії можуть зрадити інтереси аутсайдерів, погодившись на не вигідний викупний курс акцій або не вигідну обмінну пропорцію заради збереження робочих місць або істотні компенсаційні виплати при звільненні з роботи (“золоті парашути”). При цьому мотивація їхніх дій буде зумовлена менеджерськими інтересами, а не інтересами акціонерів. Згода інсайдерів поступатися інтересами акціонерів також значно залежить від величини частки володіння компанією та/або величини їхніх окладів. Розглянута форма агентського конфлікту найгостріше проявляється між акціонерами і найманими менеджерами.

З другого боку, інсайтери та наймані менеджери компанії-покупця можуть переконувати аутсайдерів у доцільності придбання цільової компанії не тому, що

зазначена фірма надає істотних бізнесових переваг, а тому, що оклади і владні можливості менеджерів об'єднаної корпорації стануть більшими.

Існують й інші механізми зловживань інсайдерів, які реалізуються в процесі їхньої роботи в компанії. Один із них зумовлює значна асиметрія в доступі до інформації про реальний стан та перспективи розвитку корпорацій у інсайдерів і аутсайдерів. Якщо існує загроза зниження курсу акцій, інсайдери можуть заздалегідь продати свою частку володіння компанією. У світовій практиці фондової торгівлі інсайдерські операції з цінними паперами є важливим індикатором для оцінки перспектив розвитку певних емітентів акцій.

У зв'язку з асиметрією інформації про реальний стан ввіреної менеджерам компанії останні можуть подавати аутсайдерам і ринку загалом як релевантні, так і нерелевантні сигнали. Так, менеджери можуть оголосити про можливу сплату дивідендів на рівні минулого року, тоді як погіршення економічних показників поточного року для забезпечення зазначених виплат потребуватиме скорочення самофінансування. Такий сигнал вводитиме в оману аутсайдерів, які опікуються перспективністю володіння акціями конкретної компанії.

Інсайдери і наймані менеджери у порушенні інтересів аутсайдерів не завжди можуть керуватися матеріальними стимулами. Можливість працевлаштування афілійованих осіб (родичів, друзів), призначення невідповідних рівню їхньої професійної компетенції окладів можуть призводити до погіршення діяльності компанії та зниження дивідендного виходу.

На основі визначених вище форм конфлікту інтересів між акціонерами і найманими менеджерами спробуємо ідентифікувати перелік агентських витрат або втрат акціонерів.

1. Витрати на надлишкове непропорційне зростання зарплат і привілеїв у вартісному вимірюванні по відношенню до темпів зростання цінності компанії, яке знижує чистий прибуток останньої і відповідно дивіденди власникам. Повинно також враховуватися придбання фондів за рахунок коштів фірми (літаків, лімузинів, яхт тощо), які непрямо збільшують привілеї вищих менеджерів.

2. Витрати на проведення щорічного зовнішнього аудиту, який ініціюється впливовими аутсайдерами компанії за рахунок коштів останньої. Може виявлятися досить витратною послугою (щоб запобігти підкупу аудиторів з боку менеджерів).

3. Витрати на проведення обов'язкового зовнішнього аудиту та збільшення витрат фінансового характеру (або збільшення дивідендних виплат при незмінному чистому прибутку за умов додаткової емісії звичайних акцій). Такі витрати виникають за умов голосування акціонерами за сплату дивідендів в обсязі всього чистого прибутку, оскільки для подальшого фінансування розвитку фірми та залучення необхідних коштів потрібно оцінити спроможність компанії розрахуватися з кредиторами або забезпечити рівень необхідної дохідності для акцій нової емісії. Це надає аутсайдерам інформацію про реальний стан справ на фірмі.

4. Витрати на проведення загальних зборів акціонерів для вирішення питань, що можуть обмежувати дії менеджерів, які вступають у суперечність з цілями максимізації добробуту власників компанії.

5. Витрати на створення і функціонування додаткових органів, які обмежують небажані дії менеджерів (наглядові ради, ревізійні комісії).

6. Втрати акціонерів у разі відхилення дружньої вигідної пропозиції придбання акцій компанії зовнішнім інвестором.

Здійснення розглянутих вище витрат дасть змогу мінімізувати негативні наслідки егоїстичних дій менеджерів щодо власного збагачення за рахунок ущемлення акціонерів.

Далі розглянемо аспекти агентського конфлікту між акціонерами і кредиторами.

Варто зазначити, що інтереси акціонерів опосередковано представляють менеджери компанії. Тому у відносинах із кредиторами (агентами) де-факто принципалами є акціонери, оскільки саме між ними виникає конфлікт за адекватність винагороди понесеному ризику фінансування за рахунок доходів компанії. Де-юре принципалами є менеджери, оскільки саме вони укладають угоди та забезпечують своєчасність виплати відсотків та погашення основної суми боргу кредиторам.

Відносини між зазначеними агентськими групами можна розглянути в іншій площині, коли принципалами є кредитори, а агентами — акціонери й менеджери. У цій ситуації кредитори наймають менеджерів як представників акціонерів для ефективного управління позиковими коштами, за що акціонери одержують надбавку фінансової рентабельності у вигляді ефекту фінансового левереджу. Причому принцип ідентифікації агентських витрат у названих підходах визначення агентів і принципалів по суті однаковий.

Прямий конфлікт між інтересами акціонерів і кредиторів може виникнути тоді, коли менеджери намагаються максимізувати цінність корпорації за рахунок підвищення рівня фінансового левереджу. Тобто менеджери виступають на боці акціонерів. Якщо ж заробітна плата менеджерів складається з окладу і відсотків з прибутку, то конфлікт матиме тристоронній характер.

З одного боку, менеджери будуть солідарні з акціонерами у намаганнях знизити вартість позикового капіталу, з другого — мінімізуватимуть частку фінансової заборгованості, знижуючи ризики фінансування кредиторів і підвищуючи аналогічні ризики акціонерів. Надалі у статті ми переважно розглядатимемо агентський конфлікт “кредитори — акціонери” у системі ціннісно орієнтованого фінансового менеджменту.

Розглянемо ситуації, за яких виникає конфлікт інтересів між зазначеними агентськими групами.

*Перша ситуація.* За умов усталеної консервативної структури капіталу менеджмент фірми залучає позикові кошти для здійснення ризикового масштабного

інвестиційного проекту, істотно підвищуючи при цьому рівень фінансового левереджу. Ризики кредитора при цьому підвищуються, що віді́б'ється на зростанні необхідної дохідності позикового капіталу та зниженні його ринкової цінності. Якщо ж фінансування здійснюється за однаковою фіксованою ставкою, то за успішної реалізації проекту всі вигоди одержать акціонери. Останні будуть несиметричні до втрат кредиторів за умов провалу проекту. За цієї ситуації зачіпаються інтереси кредиторів.

*Друга ситуація.* Умови аналогічні описаним у попередній ситуації, лише фінансування проекту здійснюється переважно за рахунок нової емісії акцій та/або неподіленого прибутку. В цьому разі відбувається зростання середньозваженої вартості капіталу, навіть за умов ustalеної необхідної дохідності власного капіталу. Якщо ж справедливо врахувати її зростання за рахунок зростання ринкової бета від реалізації ризиковішого проекту, фактична його дохідність може виявитися нижчою за необхідну. Це зумовить зниження ринкової цінності компанії і, можливо, ринкової капіталізації, й призведе до ущемлення інтересів акціонерів.

*Третя ситуація.* Компанія залучає істотні кошти на розширення діяльності за рахунок облігаційної позики, але потім спрямовує всі кошти на недружнє придбання акцій компанії-конкурента за завищеним курсом. У світовій практиці такі операції називаються LBO-позиками. Про цілі поглинання за рахунок позикових коштів кредитори мають бути попереджені до укладання договору або це повинно бути відображено в проспекті емісії облігацій, оскільки такі позики мають значно вищу вартість. Якщо ж фірма-позичальник фактично ввела в оману кредиторів, то останні нестимуть істотні агентські витрати у зв'язку зі значним відставанням фактичної дохідності позики для кредитора порівняно з необхідною.

*Четверта ситуація.* Компанія випустила конвертовані облігації або облігації з варантами для фінансування будь-яких потреб довгострокового характеру. За умов необґрунтованого прогнозу зростання курсу акцій може статися ущемлення інтересів і старих акціонерів (які вже були акціонерами до виконання варантів або здійснення конверсії облігацій), і потенційних акціонерів (держателів гібридних облігацій). Якщо в проспекті емісії облігацій з варантами було завищено кількість варантів та/або занижено ціну виконання варанту, а за конвертованими облігаціями було занижено конверсійну ціну акції та/або завищено коефіцієнт конверсії, це зачепить інтереси старих акціонерів і станеться за рахунок консолідованого доходу на одну просту акцію й у зв'язку з отриманням спекулятивного прибутку (додаткового капіталу) новими акціонерами в результаті конверсії або виконання варантів. Якщо ж прогноз виявиться хибним, з протилежними помилками щодо зазначених вище, то агентські витрати нестимуть держателі облігацій, які, зрозуміло, не захочуть здійснювати конверсію або купувати акції за ціною виконання. У такому разі до терміну погашення облігацій або їх відкликання емітентом держателі отримуватимуть купони з нижчою номінальною дохідністю, ніж дохідність негібридних акцій на фондовому ринку.

Розглянуті вище ситуації узагальнюють можливі випадки виникнення конфліктів агентського характеру у відносинах акціонерів і кредиторів. Вони дають можливість визначити суть та форми виникнення агентських витрат, які потрібно заздалегідь враховувати обом сторонам конфлікту та обґрунтовувати заходи щодо їх мінімізації.

Агентські витрати загалом, які виникають у відносинах між кредиторами і акціонерами, можна поділити на безпосередні агентські витрати і “витрати банкрутства”<sup>3</sup>. Такий поділ зустрічається у працях більшості науковців, згаданих на початку статті. Деякі автори їх називають “витратами, що пов’язані з фінансовими ускладненнями”<sup>4</sup>. Оскільки ці витрати несуть принципи-акціонери у вигляді надбавки до кредитної ставки за збільшення ризиків кредитора-агента при зростанні рівня фінансового левереджу, по суті вони теж є агентськими. Варто зауважити, що надбавка до базової кредитної ставки може виникати також у випадках, коли попередні позики мають пріоритет у погашенні порівняно з пізнішими.

Отже, на основі проведених вище досліджень можна спробувати сформулювати перелік витрат, зумовлених агентськими відносинами між кредиторами і акціонерами.

1. Витрати банкрутства. Збільшують вартість позикових коштів і, відповідно, середньозваженої вартості капіталу фірми.
2. Витрати на контроль за дотриманням кредитних домовленостей та інформування кредиторів про цільовий характер використання кредитних ресурсів.
3. Альтернативні витрати, зумовлені кредитною угодою у формі обмежень, які забороняють здійснювати окремі ризикові види фінансово-господарської діяльності до повного погашення боргу. Такі витрати можуть викликати зниження ринкової цінності чистих активів компанії і, відповідно, курсу її акцій.
4. Альтернативні втрати, пов’язані з неможливістю здійснити поглинання іншої компанії, якщо така операція обмежується чинною кредитною угодою.
5. Альтернативні втрати старих акціонерів у вигляді спекулятивних прибутків нових акціонерів (та/або зниження курсу акцій) у результаті конверсії гібридних облігацій або виконання варантів.

Підбиваючи підсумки, можна сказати, що нами здійснено ідентифікацію конфліктів, які виникають між агентськими групами (акціонери, менеджери, кредитори) у процесі управління фінансово-господарською діяльністю акціонерних товариств. На підставі всебічного аналізу різних аспектів і форм прояву таких конфліктів обґрунтовано перелік агентських витрат для відносин “акціонери — менеджери” і “акціонери — кредитори”.

Проведені дослідження є підґрунтям для подальших розробок науково-методичного характеру.

<sup>3</sup> Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М. — 2000. — С. 258.

<sup>4</sup> Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: в 2-х т / Пер. с англ. под ред. В.В.Ковалева. — СПб.: Экономическая школа. — 1999. — Т. 1. — С. 258.