

**Терещенко О.О.,**

доктор економічних наук, професор,  
директор Інституту фінансового контролінгу  
ДВНЗ “Київський національний  
економічний університет  
імені Вадима Гетьмана”

### КОНТРОЛІНГ ПОВЕДІНКИ В КОНЦЕПЦІ БІХЕВІОРИСТИЧНИХ ФІНАНСІВ

*Висвітлено теоретичні й прикладні питання розвитку новітнього напрямку фінансової науки, який дістав назву “біхевіористичні фінанси”. Обґрунтовано шляхи практичної реалізації постулатів таких фінансів на рівні підприємств на основі запровадження інструментарію контролінгу поведінки.*

*The publication elucidates theoretical and applied questions of the newest trend development in the finance science, which is known as “behavioral finance”. The author motivates ways for practical realization of such finance postulates on an enterprise level on the basis of introducing the instruments of behavior controlling.*

**Ключові слова:** біхевіористичні фінанси, контролінг поведінки, принципал — агент відносини, агентські витрати, система мотивації, схема мотивації Вайтцмана.

Одним із нових напрямів досліджень фінансової науки в економічно розвинутих країнах, що передбачає міждисциплінарний діалог між фінансистами, соціологами та психологами, є біхевіористичні (що базуються на аналізі поведінки) фінанси (*behavioral finance*). Перші праці з цієї проблематики з'явилися в середині минулого століття, й на даний час наукова парадигма біхевіористичних фінансів лише формується.

Найвідомішими представниками цієї течії фінансів вважаються Д. Аріелі, М. Вебер, Д. Канеман, К. Санстейн, В. Сміт, Р. Тейлер, Д. Шірек, А. Шлейфер. Науковий доробок біхевіористів був відзначений у 2002 р., коли Д. Канеману та В. Сміту за дослідження особливостей поведінки індивідів у процесі прийняття економічних рішень в умовах невизначеності була присвоєна Нобелівська премія з економіки. Д. Канеман разом із А. Тверські обґрунтували так звану перспективну теорію (*prospect theory*), яка позначається також як нова теорія очікувань або теорія вибору. Одним із постулатів цієї теорії є те, що індивіди є більш чутливими до втрат, ніж до вигравів. Це означає, що для економічних суб'єктів важливіше уникнення збитків, ніж отримання прибутків. Саме тому суб'єкти господарювання більше енергії та інвестицій спрямовують із метою недопущення збитків, а не отримання прибутків. Окрім цього, індивіди готові нести набагато вищі ризики для збереження ситуації (*status quo*) порівняно з ризиками, пов'язаними з її зміною<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> *Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk // Econometrica. — 1979. — № 47 (2). — P. 263—291.*

Підтвердженням впливу економістів-біхевіористів на прийняття управлінських рішень та актуальності цього напрямку фінансової науки є те, що багато хто з економічних радників президента США Б. Обами, в т. ч. Д. Аріелі, Д. Канеман, К. Санстейн, Р. Тейлер, є послідовниками ідей біхевіоризму. На жаль, в Україні до цього часу відсутні будь-які серйозні дослідження у сфері біхевіористичних фінансів. Метою пропонованої статті є виявлення можливостей використання інструментарію таких фінансів на корпоративному рівні, зокрема шляхом запровадження на підприємствах контролінгу поведінки (*behavioral controlling*).

Біхевіористичні фінанси досліджують взаємозв'язок фінансових рішень і психології поведінки учасників фінансових відносин. Представники цього напрямку фінансів обстоюють постулат щодо обмеженої раціональності економічних агентів, тобто піддають сумніву висновки теорій раціональних очікувань та ефективності ринків. Таким чином, прийняття рішень у сфері економіки й фінансів неможливо пояснити, вдаючись до аналізу раціональної поведінки на основі формалізованих правил<sup>2</sup>. Водночас, як зауважує керівник “Behavioral Finance Group” Університету Манхайм (Німеччина) М. Вебер, біхевіористичні фінанси не слід протиставляти сучасним корпоративним фінансам. Концепція таких фінансів є лише доповненням загальної теорії фінансів<sup>3</sup>. Один із основоположників концепції Р. Тейлер характеризує біхевіористичні фінанси як “open minded finance”<sup>4</sup>, тобто “неупереджені фінанси”.

Економісти-біхевіористи для обґрунтування своїх гіпотез оперують такими вихідними положеннями:

- для фінансових ринків характерні аномалії та періодичні кризи, зумовлені психологічними факторами;
- конфлікти цілей агентів, відповідальних за прийняття економічних рішень, є перманентними, що пояснюється суб'єктивними перевагами учасників фінансових відносин;
- інформація між учасниками фінансових відносин розподіляється асиметрично;
- ілюзорна через ментальні й психологічні фактори поведінка окремих суб'єктів фінансових відносин видається їм раціональною, що веде до колективної нерациональності;
- фінансові рішення досить часто приймаються під впливом емоцій;
- індивіди набагато більше часу витрачають на прийняття маловажних рішень.

---

<sup>2</sup> Поведенческая оценка: концепция поведенческих финансов и ее применение в оценке бизнеса / М. Федотова, В. Плескачевский, В. Рутгайзер и др. // Вопросы экономики. — 2009. — № 5. — С. 104—117.

<sup>3</sup> Behavioral Finance: Idee und Überblick // Weber & Behavioral Finance Group, 1999: [Електр. ресурс]. — <http://www.behavioral-finance.de/8-0-Behavioral-Finance-Baende.html>.

<sup>4</sup> Thaler R. Advances in Behavioral Finance. — NY: Russell Sage Foundation, 1993. — 597 p.

Зміст біхевіористичних фінансів розкривається такою їх дефініцією: напрям фінансів, який досліджує вплив інформації на поведінку учасників ринку капіталів за різних рамок умов із метою прогнозування поведінки учасників фінансових відносин та управління нею. Таким чином, біхевіористичні фінанси зосереджені на дослідженні поведінки учасників ринку капіталів. Однак вартість активів на ринку здебільшого є результатом фінансово-господарської діяльності окремих компаній. На наш погляд, закономірності, характерні для поведінки учасників ринку капіталів, значною мірою можна використати і для вивчення фінансових відносин на рівні підприємств. Ідеться, зокрема, про такі закономірності, як зайва самовпевненість та ілюзія управління ситуацією; переоцінка можливостей свого впливу на майбутню ситуацію; евристичні помилки та небажання їх визнавати; ефект стадної поведінки (небажання брати відповідальність на себе та приймати самостійні рішення); когнітивний дисонанс<sup>5</sup> (недооцінка важливої інформації через зацикленість на існуючих поточних прогнозах); недооцінка можливостей конкурентів. З огляду на зазначене вважаємо за доцільне виокремити біхевіористичні корпоративні фінанси як окремий підрозділ біхевіористичних фінансів, котрий вивчає процеси прийняття фінансових рішень на корпоративному рівні з урахуванням психологічних і ментальних особливостей учасників фінансових відносин.

Особливе місце в новітньому арсеналі корпоративного управління посідає інструментарій прогнозування поведінки й управління нею, який забезпечується *контролінгом поведінки*. Останній спрямований на аналіз, прогнозування й контроль поведінки учасників фінансових відносин, а також на впровадження методичного інструментарію, що змушує агентів діяти та приймати рішення відповідно до визначених цільових орієнтирів підприємства. Служби контролінгу аналізують процеси прийняття фінансових рішень для прогнозування поведінки менеджменту, персоналу, інвесторів та інших учасників фінансових відносин із урахуванням певних психологічних особливостей поведінки індивідуумів, котрі визначають рівень довіри чи недовіри, песимізм чи оптимізм, схильність до ризику.

Контролінг поведінки необхідний для координації діяльності учасників фінансових відносин та попередження опортуністичної поведінки індивідуумів, відповідальних за прийняття рішень. Така поведінка окремих агентів спрямована на максимізацію власної вигоди за рахунок інших та пояснюється головним чином асиметричним розподілом інформації й конфліктом цілей, що зумовлений різними перевагами індивідуумів.

Переваги в інформаційному забезпеченні окремих суб'єктів фінансово-економічних відносин створюють умови для отримання ними додаткових доходів —

---

<sup>5</sup> Когнітивний дисонанс (від англ. *cognitive* — пізнавальний та *dissonance* — відсутність гармонії) — внутрішній психічний конфлікт, що є наслідком зіткнення у свідомості індивіда суперечливих знань, ідей або поведінкових установок стосовно певного об'єкта чи явища, за якого з існування одного елемента виникає заперечення іншого.

інформаційної ренти. Прагнення окремих суб'єктів отримати інформаційну ренту призводить до нерациональних управлінських рішень та конфліктів інтересів. Інформаційна асиметрія проявляється в недостовірній інформації, некоректній звітності, яка надається одним рівнем управління іншому, наприклад, керівництвом окремих центрів відповідальності адміністрації компанії.

Важливим елементом теоретичного фундаменту біхевіористичних фінансів загалом і контролінгу поведінки зокрема можна вважати концепцію відносин “принципал — агент”. Головна мета концепції — оптимізувати фінансові відносини та узгодити умови відповідних договорів і законодавчих актів, щоб забезпечити баланс інтересів принципала й агента. Сутність цих відносин полягає в тому, що одна особа (чи група осіб) доручає іншій особі (або групі осіб) надавати певні послуги в інтересах принципала<sup>6</sup>. Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами, а суб'єкти, інтереси котрих безпосередньо залежать від вказаної діяльності, — принципалами. Такі відносини завжди виникають, коли досягнення економічних цілей одних суб'єктів управлінських рішень (власників, інвесторів, кредиторів) безпосередньо залежить від ефективності діяльності інших суб'єктів прийняття рішень (менеджерів різних рівнів). Приклади відносин “принципал — агент” із високим потенціалом конфліктів інтересів наведено в табл. 1.

Таблиця 1. Класифікація типів відносин “принципал — агент” із високим потенціалом конфлікту інтересів

Принципал	Агент
Власники підприємства	Топ-менеджмент
Топ-менеджмент	Керівництво структурними підрозділами
Менеджмент	Персонал
Кредитори	Менеджмент, власники
Клієнти, замовники	Підприємство
Дрібні акціонери	Крупні акціонери
Страхові компанії	Підприємство

Один із основоположників неінституційного напрямку фінансової науки К. Ерроу наголошує, що окремі економічні суб'єкти прагнуть передусім якомога краще реалізувати власні преференції<sup>7</sup>. Проблема полягає в тому, що, досягаючи своїх цілей, певні групи інтересів вступають у конфлікт із іншими. Інформаційна асиметрія створює агентіві сприятливі умови для досягнення власних преференцій у результаті приховування своїх якісних характеристик (*hidden characteristics*), справжніх намірів (*hidden intention*) та окремих трансакцій (*hidden action*).

<sup>6</sup> Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure // Journal of Financial Economics. — 1976. — July 1. — P. 305.

<sup>7</sup> Arrow K.J. The Economics of Agency // Principals and Agents: The Structure of Business. — Boston, 1985. — P. 37—51.

Маючи у своєму розпорядженні згадані альтернативи, агент може інтерпретувати незадовільні результати діяльності підприємства чи центру відповідальності (недосягнення передбачених цілей) як наслідок впливу об'єктивних зовнішніх ризиків (котрі принципал через інформаційну асиметрію оцінити не в змозі), а не результатом невідповідності його діяльності інтересам принципала.

Представники біхевіористичних корпоративних фінансів наголошують, що в контексті відносин “принципал — агент” нерациональна поведінка характерна як для принципалів (інвестор, топ-менеджмент), так і для агентів. Має місце також зазначена вище аномалія, коли раціональна з точки зору окремих учасників системи фінансових відносин поведінка призводить до колективної нерациональності. В табл. 2 систематизовано основні фактори невизначеності в поведінці окремих носіїв рішень та проблематики координації діяльності індивідуумів.

Таблиця 2. Контролінг поведінки: проблематика координації

Ознака	Визначення	Зміст проблеми	Пояснення
Приховані характеристики	Приховані якісні характеристики певних об'єктів і суб'єктів унаслідок нерівномірного розподілу інформації	Складно відрізнити прийнятні альтернативи від неприйнятних (кваліфікація, потенціал витрат, досвід, продуктивність)	Параметри поведінки агента задані та відомі принципалу
Приховані наміри (вимагання)	Приховування справжніх намірів із допомогою надмірної люб'язності, послужливості, удаваної порядності й чесності; приховане вимагання	Необхідно запобігти шкідливій для принципала подальшій поведінці агента з метою мінімізації безнадійних витрат ( <i>sunk costs</i> ) унаслідок некоректних рішень агента	Агент може визначити параметри своєї поведінки, які відомі принципалу
Приховані трансакції (моральний ризик)	Моральний ризик, який є наслідком неспроможності принципала контролювати поведінку (діяльність) агента через здатність останнього до прихованих дій (трансакцій) із метою максимізації власної вигоди	Принципал не має можливості розрізнити зовнішні ризики та ризики некоректної поведінки агента. Цілі останнього досягаються за рахунок принципала	Агент може визначити параметри своєї поведінки, однак це не відомо принципалу

Перші ознаки асиметричного розподілу інформації з'являються вже на стадії укладання угоди між принципалом і агентом. Мова йде про так звані приховані характеристики якості (кваліфікації) агента та його “продукту”. За таких обставин починає працювати описаний у працях Дж. Акерлофа та Дж. Стігліца механізм “зворотного відбору” (*adverse selection*)<sup>8</sup>, за якого перевага може надаватися офендерам із гіршими характеристиками<sup>9</sup>. Класичним прикладом негативної дії невизначеності якісних характеристик є ринок уживаних автомобілів (ринок “лимонів”). У контексті відносин “принципал — агент” на рівні підприємств приховані характеристики та зворотний відбір можуть призвести до вибору

<sup>8</sup> *Akerlof G.A.* The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. — 1970. — Vol. 84. — P. 493.

<sup>9</sup> *Stiglitz J., Weiss A.* Credit rationing in markets with imperfect information // The American Economic Review. — June 1981. — Vol. 71. — P. 393.

недостатньо кваліфікованого агента (керівника компанії, структурного підрозділу чи центру відповідальності).

Прихована діяльність агента й моральний ризик характеризують проблему неспроможності принципала чітко ідентифікувати та контролювати реальний внесок агента у фінансово-господарську діяльність компанії. Під моральним ризиком у моделі відносин “принципал — агент” розуміють схильність агента пояснювати негативні результати діяльності, які є наслідком його низької кваліфікації чи недостатнього трудового внеску, впливом несприятливих зовнішніх факторів.

Ключове завдання, яке розв’язується в рамках теорії відносин “принципал — агент”, полягає в обґрунтуванні таких умов контрактів, що регулюють відносини між принципалом і агентом, які мінімізували б можливості опортуністичної поведінки агента. Для нейтралізації негативних наслідків такої його поведінки в розпорядженні контролінгу є цілий арсенал методів та інструментів зменшення інформаційної асиметрії й нейтралізації конфліктів інтересів, зокрема:

- скринінг (*screening*), або фільтрація, — виявлення прихованих характеристик об’єкта до проведення операції (оцінка кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, аналіз кваліфікації тощо);

- метод самоселекції, коли агенту, менеджеру, продавцю, клієнту пропонується прийняти ряд рішень на вибір (наприклад, щодо курсу емісії, розміру винагороди, бюджету витрат тощо). Вибором тієї чи іншої альтернативи агент виказує свої справжні преференції й властивості;

- система стимулювання й мотивації — додаткова оплата, бонуси, знижки, які стимулюють агента до виконання договірних зобов’язань;

- адміністративні методи — контроль та відповідальність (внутрішній і зовнішній аудит);

- система спеціальних сигналів — сигнали, що свідчать про позитивні характеристики агента. Способи подання сигналів: зв’язки з інвесторами (*investor relations*), інформація на сайті, дипломи, сертифікати якості тощо.

Рішення, що приймаються в умовах асиметричного розподілу інформації, в західній літературі позначаються як *second best* (SB), тобто друге найкраще рішення. Прийняття першого найкращого рішення, що позначається як *first best* (FB), є можливим лише в разі симетричного розподілу інформації та відсутності витрат на забезпечення такого розподілу<sup>10</sup>. Додаткові витрати, що виникають у зв’язку з подоланням наслідків інформаційної асиметрії та обчислюються як різниця між витратами за першого й другого найкращих рішень, позначаються як агентські витрати. Типовими агентськими витратами, що виникають у зв’язку з діями принципала з метою зменшення наслідків опортуністичної поведінки агентів, є такі:

<sup>10</sup> Ewert R., Wagenhofer A. *Interne Unternehmensrechnung*. 3 Aufl. — Berlin, 1997. — S. 417.

— витрати на контроль із боку принципала діяльності агента, так звані витрати на моніторинг і контроль (на діяльність ревізійної комісії, внутрішнього аудиту, контролінгу);

— гарантійні витрати агента в процесі переконання принципала в тому, що агент буде підпорядковувати свою діяльність його інтересам;

— витрати внаслідок дії передбачених в угоді між принципалом і агентом важелів стримування (на додаткові премії в разі стимулювання агента діяти на користь принципала), часткові збитки принципала, зумовлені відхиленням результатів діяльності агента від парето-оптимальних.

Загальна величина агентських витрат характеризує різницю між фінансовими результатами за першого й другого найкращих рішень. Зменшити агентські витрати та підвищити ефективність управлінських рішень можна завдяки впровадженню інструментів контролінгу поведінки, таких як система мотивації й матеріального заохочення, система вимірювання результативності діяльності (*performance measurement system*, PMS).

PMS — це спеціальна управлінська система, яка слугує для вимірювання результативності діяльності підприємства загалом та окремих сегментів бізнесу (центрів відповідальності). На відміну від традиційних систем фінансових показників PMS передбачає багаторівневе оцінювання не лише результативності діяльності, а й факторів, що на неї впливають. Потреба в застосуванні PMS зумовлена тим, що традиційні фінансові показники оцінки результативності діяльності (наприклад, чистий прибуток чи рентабельність) не повною мірою виконують свої функції, зокрема управління поведінкою. Першоосновою побудови PMS є дерево цілей як ієрархічна система цілей у розрізі окремих рівнів управління.

При комплексній оцінці результативності враховуються як фінансові показники, так і нефінансові фактори результативності діяльності. Завдяки включенню в систему оцінювання різноманітних факторів впливу на кінцевий результат, у систему досягнення цілей компанії можна інтегрувати кожного окремо взятого працівника: мотивація прив'язується до окремих факторів, що впливають на кінцевий результат. PMS передбачає декілька рівнів оцінки результативності, котрі слід розглядати в сукупності й взаємозалежності: результат організації, результативність процесів та результативність працівників.

Важливою складовою PMS є ключові індикатори результативності (*key performance indicators*, KPI). Вони характеризують рівень досягнення ключових цілей компанії (центрів відповідальності) та стан основних факторів впливу на результати діяльності. На основі аналізу цих індикаторів робиться висновок про результативність діяльності. KPI конкретизуються та персоніфікуються в розрізі окремих працівників, рівнів управління й сегментів бізнесу. Для кожного ключового індикатора має бути визначений менеджер вищої, середньої чи низової ланки, відповідальний за досягнення їхніх цільових значень. Зазначені індикатори інтегруються в систему мотивації й матеріального стимулювання персоналу. Основним



критерієм вибору показників результативності має бути мінімальна можливість агента маніпулювати ними.

Контролінг поведінки розглядає її як параметр впливу на результати діяльності (додану вартість, прибуток, ринкову вартість тощо). Згідно з концепцією біхевіористичних фінансів, одним із важливих чинників, що пояснюють різницю між внутрішньою й ринковою вартістю компаній, є поведінка учасників фінансових відносин. Витрати поведінки (внутрішні перепони) — це втрати компанії, зумовлені помилками менеджменту через обмеженість когнітивних ресурсів або ж під впливом емоцій. Ще одна група перепон є наслідком когнітивних помилок інвесторів і фінансових аналітиків<sup>11</sup>. Так, проводячи планові й інвестиційні розрахунки, менеджмент підприємств, як правило, надто оптимістично оцінює перспективи створення доданої вартості. Водночас, із точки зору керівників, акції їхніх компаній здебільшого недооцінені ринком. Представники біхевіористичних фінансів пояснюють різницю між результатами фундаментального й технічного аналізу вартості компаній психологічними факторами, котрі визначають ірраціональну поведінку інвесторів, з одного боку, та менеджменту компаній — із другого.

В умовах конфліктів інтересів та асиметричного розподілу інформації виникає проблема з координацією діяльності окремих сегментів бізнесу та підсистем системи управління. В результаті дії зазначених чинників у менеджерів деяких лінійних підрозділів виникає спокуса вирішити власні економічні питання за рахунок компанії. Для досягнення своїх цілей агенти можуть вдаватися до маніпуляцій із інформацією, а саме:

- надавати керівництву недостовірні (викривлені) звіти;
- не використовувати наявну інформацію для прийняття рішень, що максимізують результати діяльності компанії загалом;
- штучно створювати інформаційні дефіцити.

Поряд із контролем важливим інструментом розв'язання проблеми опортуністичної поведінки менеджменту й персоналу є ефективна система мотивації та матеріальної винагороди. Вона включає три компоненти<sup>12</sup>:

1) форму матеріальної винагороди: матеріальне заохочення може мати матеріальну чи нематеріальну форму, бути у вигляді грошових коштів, матеріальних цінностей (послуг), опціонів на акції;

2) спосіб вимірювання результатів діяльності (*performance measurement*), що передбачає вибір адекватних показників результативності та порядку їх розрахунку. Показники оцінки результативності можуть бути кількісними або якісними (суб'єктивними), складатися з одного індикатора чи бути інтегральними (комбінація певних показників);

<sup>11</sup> Лукашев А.В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы // Управление корпоративными финансами. — 2004. — № 4. — С. 35–47.

<sup>12</sup> Ewert R., Wagenhofer A. Зазнач. праця. — С. 405.



3) функцію матеріальної винагороди: повинна бути розроблена певна функціональна залежність між результатами діяльності агента та обсягами його матеріальної винагороди. Відповідна функція може мати постійну й змінну частини (бонуси), характер опціонів, бути лінійною чи нелінійною.

Завданням контролінгу поведінки є розробка такої системи мотивації, яка стимулюватиме менеджмент і персонал до максимізації показників результативності діяльності як окремих центрів відповідальності, так і компанії загалом. Разом із тим ефективна система мотивації має характеризуватися якомога меншими агентськими витратами (на збір інформації, контроль та підтримку дієздатності системи мотивації). Контролінг повинен забезпечити оптимальне поєднання окреслених елементів системи мотивації та її інтеграцію в загальну систему фінансово-економічного управління підприємством.

Згідно з моделлю відносин “принципал — агент”, ефективна система мотивації має забезпечити таку конфігурацію форми матеріального заохочення, показників результативності та функції матеріальної винагороди, щоб це спонукало агента до діяльності, яка максимізуватиме його власну вигоду за умови максимізації вигоди принципала. Загальні умови побудови системи мотивації як складової контролінгу поведінки можна сформулювати так:

— найважливіші рішення, що впливають на результати діяльності компанії, приймаються на рівні центрів відповідальності;

— керівництво компанії зацікавлене в тому, щоб на рівні центрів відповідальності приймалися рішення, що максимізують результати компанії загалом;

— центральний апарат управління не може безпосередньо контролювати процес прийняття децентралізованих рішень та спостерігати за ним, однак володіє інформацією, що до певної міри пояснює характер прийнятих рішень;

— принципал може впливати на поведінку агента та його рішення на основі встановлення певних рамкових умов (правил) мотивації, які фіксуються в спеціальному контракті між принципалом і агентом.

Для розв’язання проблеми надання агентом коректної інформації (показників) на рівні підприємств можна з успіхом використати схему мотивації за Вайтцманом<sup>13</sup>. Обґрунтована американським економістом М. Вайтцманом у 1976 р. схема мотивації базується на аналізі системи матеріального заохочення працівників, яка діяла за планово-адміністративної економіки в колишньому СРСР. Саме тому систему мотивації Вайтцмана називають також радянською системою мотивації. Пропозиції її розробника зводяться до необхідності взаємоув’язки мотивації до максимізації показників результативності (наприклад, прибутку чи обсягів реалізації) та мотивації до подання коректної інформації (звітності) щодо рівня досягнення зазначених показників. Винагорода агента є функцією залежності від результативності діяльності та коректності поданої ним інформації (звітності).

---

<sup>13</sup> Weitzman M.L. The New Soviet Incentive Model // The Bell Journal of Economics. — 1976. — Vol. 7. — P. 251—257.

В основу схеми Вайтцмана покладено сценарій, за яким керівник центру відповідальності (агент) має точну інформацію про фактичні й прогнознi показники результативності ( $x$ ) своєї діяльності. Між тим керівництво підприємства (принципал) такою інформацією не володіє, проте потребує її для складання бюджетів, які виконуватимуться агентом. Із цією метою агент повинен надати принципалу звіт про фактичні й прогнознi показники результативності. Оскільки винагорода агента залежить від показників результативності, він буде схильний до максимізації звітних показників. Згідно зі схемою Вайтцмана, якщо надані агентом прогнознi показники звітності ( $x'$ ) є нижчими, ніж подальші фактичні значення ( $x$ ), то агент отримує додаткову премію, а коли навпаки — винагорода агента зменшується. Винагорода агента ( $s$ ), за цим підходом, складається з трьох елементів:

- 1) певної фіксованої ставки заробітної плати ( $S$ );
- 2) змінної частини — премії за високі показники результативності, котрі агент зазначає у своїх прогнозних звітах  $\alpha' \cdot x'$ ;
- 3) змінної частини за коректність звітності: премія в розмірі  $\alpha 1 \cdot (x - x')$ , якщо фактичні показники результативності перевищують наведені в прогнозних звітах; штраф у розмірі  $\alpha 2 \cdot (x - x')$ , коли фактичні показники менші за ті, що доповідаються.

Функція мотивації за Вайтцманом описується системою рівнянь:

$$S(x, x') = \begin{cases} S + \alpha' \cdot x' + \alpha 1 \cdot (x - x'), & \text{якщо } x \geq x' \\ S + \alpha' \cdot x' + \alpha 2 \cdot (x - x'), & \text{якщо } x \leq x'. \end{cases} \quad (1)$$

Для параметра  $\alpha$  діє:  $0 < \alpha 1 < \alpha' < \alpha 2$ .

На основі математичних перетворень рівняння (1) М. Вайтцман довів, що, з позиції максимізації винагороди, оптимальним варіантом для агента буде подання коректної звітності, тобто  $x' = x$ . У разі якщо керівник центру відповідальності надає коректну звітність та робить реалістичні прогнози показників результативності, величина його матеріальної винагороди становитиме:  $s = S + \alpha' \cdot x'$ . Якщо звітні дані будуть нижчими за фактичні, агент отримує бонус, однак його величина буде меншою, ніж частина бонусів за коректні звітні показники результативності. Такий висновок впливає з того, що  $\alpha 1 < \alpha'$ .

Проблема, однак, полягає в тому, що на практиці керівник центру відповідальності здебільшого не має змоги точно спрогнозувати результати діяльності, оскільки вони значною мірою залежать від фактора ризику. Це означає, що навіть за бажання агент не може надати принципалу звітність, що містить стовідсотково точні прогнози. Інформаційну асиметрію між принципалом і агентом у цьому разі слід інтерпретувати таким чином, що агент має більше інформації про функцію розподілу, тобто ймовірні показники результативності, ніж принципал. Питання в тому, які показники звітності надасть агент для складання бюджетів, якщо він буде нейтральний у ставленні до ризиків, йому достовірно не відомі майбутні результати діяльності та обсяг матеріальної винагороди. Можна

припустити, що агент надасть такі показники звітності, котрі максимізуватимуть його матеріальну винагороду. Вони залежатимуть від функції розподілу результатів та від параметрів функції мотивації. Для кожного варіанта розподілу агент обиратиме різні показники звітності. Отже, оптимальне значення звітних показників результативності з точки зору максимізації винагороди агента залежатиме від якості його прогнозів щодо майбутніх результатів діяльності.

Ключова проблема контролінгу поведінки полягає в тому, щоб обрати оптимальний показник результативності, що об'єктивно відбиватиме результати діяльності, стимулюватиме агента до його максимізації, а також буде захищений від спроб маніпулювання ним. Ключові індикатори результативності визначаються переважно на основі розрахунку фінансових показників. За визначенням П. Хорвата, останні є класичним інструментом контролінгу, завдяки якому інформаційне забезпечення менеджменту здійснюється в адекватний спосіб<sup>14</sup>. Загалом менеджмент підприємства має справу з п'ятьма основними групами показників:

- 1) фінансові показники;
- 2) показники ситуації підприємства на ринку;
- 3) показники виробничих процесів;
- 4) показники стану та якості персоналу;
- 5) показники інновацій підприємства.

Пріоритетними для контролера є кількісні фінансові показники, які характеризують рівень досягнення цільових орієнтирів підприємства. За експертними оцінками, відносно значення цієї групи показників як інформаційної основи прийняття управлінських рішень сягає 40 %, тоді як показників ринку — 25 %; виробництва — 15 %; персоналу та інновацій — по 10 %<sup>15</sup>.

Для забезпечення виконання функцій, що покладаються на показники, служби фінансового контролінгу оперують не лише окремими показниками, а й їх системами — сукупностями показників, які перебувають у певному взаємозв'язку. Основними функціями фінансових показників та систем показників є інформаційно-комунікаційна; формалізація цілей для різних рівнів менеджменту; функція координації прийняття управлінських рішень (сутнісна координація); оцінка результативності та управління поведінкою; функція мотивації.

Виконання зазначених функцій окремими показниками результативності залежить від ступеня маніпулювання ними. В теорії і практиці для оцінки результативності діяльності найчастіше використовують такі групи фінансових показників:

— абсолютні показники прибутку, що визначаються за даними бухгалтерської звітності: чистий прибуток, EBITDA, EBIT, EBT, NOPAT тощо;

---

<sup>14</sup> Horvath P. Controlling. 10. überarb. Aufl. — München: Vahlen, 2006. — S. 543.

<sup>15</sup> Sandt J. Kennzahlen für Unternehmensführung — verlorenes Heimspiel für Controller // Controlling & Management. — 2003. — H1.

- відносні показники, які обчислюються на базі прибутку: рентабельність власного капіталу, активів, інвестицій, продажів тощо;
- відносні й абсолютні показники чистих грошових потоків: cash-flow, free cash-flow, CFROI, CFROE;
- вартісно-орієнтовані показники: EVA, CVA, MVA, SVA.

На практиці найчастіше вдаються до маніпуляцій із показниками доходів, витрат, вартістю активів. Можливість маніпуляційного впливу залежить від певного показника. Для вибору найбільш адекватного показника результативності треба дослідити окремі показники на предмет виконання зазначених вище функцій. У контексті контролінгу поведінки особлива увага звертається на виконання функції мотивації та інформаційно-комунікаційної (здатність надавати об'єктивну інформацію щодо результатів діяльності).

Таким чином, основними критеріями вибору показників результативності є їх інформативність і мінімальна спроможність агента до маніпулювання. Згідно з моделлю відносин “принципал — агент”, у разі вповноваження агента на здійснення багатьох видів діяльності, ідеальні з точки зору принципала оціночні показники мають мотивувати агента не лише до максимізації трудового внеску, а й до розподілу своєї ділової активності між окремими видами діяльності відповідно до цільових орієнтирів принципала. Наприклад, із існуючих альтернатив керівник центру відповідальності має обирати той інвестиційний проект, який максимізуватиме фінансові результати підприємства загалом, а не підпорядкованої йому структури. Згідно з результатами актуальних досліджень, найбільш адекватними оціночними показниками, котрі доцільно використовувати на рівні підприємств із метою здійснення контролінгу поведінки, є вартісно-орієнтовані (економічна додана вартість, додана вартість грошового потоку, рентабельність за cash-flow та ряд інших).

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Для забезпечення конкурентоспроможності підприємств і організацій потрібно використовувати сучасний інструментарій підтримки прийняття фінансово-економічних рішень. Аналітичні й прогностичні методи, що пропонуються традиційною фінансовою наукою, не завжди витримують випробування часом. У сучасному глобальному економічному середовищі перемогу в конкурентній боротьбі можуть здобути лише ті структури, які вдаються до нетрадиційних способів розробки рішень. Новітній методологічний арсенал підтримки фінансових рішень пропонує концепція біхевіористичних фінансів. Біхевіористи доводять, що окремі гіпотези сучасної теорії фінансів є некоректними. Як наслідок, рішення та прогнози на їх основі суперечать реальній ситуації.

Серед основних сфер застосування біхевіористичних фінансів на корпоративному рівні слід назвати оцінку бізнесу та інвестиційних проектів (урахування суб'єктивної складової ризику); формування дивідендної політики; управління поведінкою менеджменту й персоналу на основі впровадження інструментарію контролінгу поведінки.

Контролінг поведінки можна охарактеризувати як напрям фінансового контролінгу, що сконцентрований на впровадженні інструментів управління поведінкою учасників фінансових відносин (менеджмент, персонал, інші типи агентів) із метою забезпечення ефективності фінансових рішень та зменшення агентських витрат. Інструментарій контролінгу поведінки має бути націлений, з одного боку, на прогнозування поведінки учасників фінансових відносин на рівні окремої компанії, а з другого — на управління цією поведінкою. Реалізуючи концепцію контролінгу поведінки, доцільно запровадити систему мотивації, що відповідатиме таким вимогам:

- функція мотивації складається з постійної й змінної частин винагорода агента;
- винагорода агента включає мінімальну частину, котра еквівалентна доходам за альтернативної зайнятості, та премію за ризик (змінна частка участі в результатах діяльності, яка залежить від величини взятого ризику);
- змінна частина залежить від показника результативності діяльності, ступеня маніпулювання ним та коректності звітних і прогнозних даних;
- при організації системи мотивації враховується необхідність узгодження додаткової вигоди для принципала від застосування системи мотивації агента та витрат на преміювання, побудова системи мотивації, оцінка ступеня маніпулювання тощо.

Крім системи мотивації, контролінг поведінки має включати систему оцінки результативності діяльності окремих агентів, інструментарій зменшення інформаційної асиметрії між рівнями управління, систему внутрішнього контролю та оцінки суб'єктивних і об'єктивних ризиків.