

УДК 336.01

Кондіус І.С., к.е.н., доцент

Луцький національний технічний університет

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ РОЗВИТКУ БАНКІВСЬКОЇ СФЕРИ РЕГІОНУ

У публікації підлягають розгляду питання моделювання фінансових механізмів виміру рівня ефективності діяльності банку як цілісної системи. Запропоновані методи перевірки адекватності прогнозних моделей функціонування банківської системи. При аналізі та оцінці ефективності діяльності банку враховані специфічні потреби суб'єктів цієї оцінки: регулятора (НБУ), науковців-дослідників, менеджменту банку, та інших (клієнти, рейтингові агентства, податкові органи, органи місцевої та центральної влади). формулюванні теоретичних підходів до забезпечення фінансової стабілізації розвитку банківської сфери, які враховують здатність забезпечувати прибутковість банку за рахунок підвищення рівня корпоративного управління.

Ключові слова: банківська сфера, фінансові механізми, ефективність роботи банку, корпоративне управління. Стабілізація розвитку.

Kondius I.

THEORETICAL BASIS FINANCIAL STABILIZATION OF BANKING FIELD REGION

The publication be considered modeling financial arrangements measurement of the effectiveness of the bank as a whole system. The methods of checking the adequacy of predictive models of the banking system. In the analysis and evaluation of the effectiveness of the Bank takes into account the specific needs of this assessment, the regulator (NBU), scientists and researchers, bank management, and others (clients, rating agencies, tax authorities, local and central government). formulating theoretical approaches to ensure financial stability of the banking sector, taking into account the ability to provide bank profitability by increasing the level of corporate governance.

Keywords: banking, financial mechanisms, the effectiveness of the bank's corporate governance. Stabilization of.

Кондиус И.С.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ РАЗВИТИЯ БАНКОВСКОЙ СФЕРЫ РЕГИОНА

В публикации подлежат рассмотрению вопросы моделирования финансовых механизмов измерения уровня эффективности деятельности банка как целостной системы. Предложенные методы проверки адекватности прогнозных моделей функционирования банковской системы. При анализе и оценке эффективности деятельности банка учтены специфические потребности субъектов этой оценки: регулятора (НБУ), ученых-исследователей, менеджмента банка и других (клиенты, рейтинговые агентства, налоговые органы, органы местной и центральной власти). формулировке теоретических подходов к обеспечению финансовой стабилизации развития банковской сферы, учитывающие способность обеспечивать прибыльность банка за счет повышения уровня корпоративного управления.

Ключевые слова: банковская сфера, финансовые механизмы, эффективность работы банка, корпоративное управление. стабилизация развития.

Постановка проблеми у загальному вигляді і її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. В умовах значної конкуренції, в яких сьогодні функціонують банки на ринку, важливе значення набуває така система управління, яка буде ефективно справлятися з усіма труднощами, що виникають в процесах взаємодії, комунікації та організації управлінської діяльності. Для забезпечення такого управління в умовах ринку необхідно адекватно аналізувати, оцінювати та керувати інформаційними потоками з метою впливу на моделі прийняття рішень об'єктами (суб'єктами) управління банку.

При аналізі та оцінці ефективності діяльності банку слід враховувати специфічні потреби суб'єктів цієї оцінки: регулятора (НБУ), науковців-дослідників, менеджменту банку, та інших (клієнти, рейтингові агентства, податкові органи, органи місцевої та центральної влади).

Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми. Аналіз робіт вітчизняних і зарубіжних вчених А. Бергера, А. Бачатпаруя, С. Вейнера, С. Гроскопфа, Р. ДеЯнга (R. DeYoung), Р. Ейзенбайса, Еліазіані, Г. З. Зангу, С. Куана, У. Купера, Л. Местера, С. Тимме Є. Родеса, Б. Парка, Л. Сімара, М. Фаррела, Г. Фер'єра, Ф. Форсунда, Д. Хампрі, У. Хантера, А. Чарнеса, щодо методів оцінки рівня управління банків показав, що: існуючі моделі не забезпечують на потрібному рівні ефективне управління. Недостатньою мірою забезпечений зворотній зв'язок в системі управління фінансовою установою, що є необхідною умовою забезпечення фінансової стабілізації як окремого банку, так і банківської системи в цілому.

Наукові напрацювання в загальній теорії ефективності, рекомендації стосовно оцінювання банківської діяльності хоча і досить значні, проте поняття фінансової стабілізації розвитку банківської сфери в цілому, як і методи її оцінки, залишаються недостатньо розробленими як в теоретичному, так і в методично-практичному аспектах.

Цілі статті. Сформувані теоретичні підходи до забезпечення фінансової стабілізації розвитку банківської сфери, які враховують здатність забезпечувати прибутковість банку за рахунок підвищення рівня корпоративного управління.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Ефективність банківської діяльності має два виміри: вузьке і широке. У вузькому сенсі слова ефективність тотожна поняттю результативності, під якою розуміється забезпечення прибуткової роботи кредитної організації та зростання її вартості. Таке розуміння ефективності в повній мірі відповідає цілям і задачам функціонування комерційних підприємств, якими і є кредитні організації. В максимізації доходу зацікавлені всі учасники корпоративного управління, і конфлікт інтересів тут пов'язаний в основному з розподілом отриманого доходу.

Однак, на відміну від нефінансового сектора економіки, поняття ефективності в банківській сфері має ще й широке визначення, пов'язане із забезпеченням фінансової стійкості. Отримання максимального прибутку може супроводжуватися (а нерідко і супроводжується) неадекватністю прийнятих на себе ризиків. В результаті кредитна організація може понести збитки і опинитися в передбанкрутному стані. Виникає конфлікт інтересів між різними групами стейкхолдерів: між регулюючими органами і кредиторами банку, включаючи вкладників з одного боку, і власниками та менеджментом з іншого, а також між власниками та менеджментом банку. Тим часом з позиції економічної теорії система корпоративного управління має розглядатися як засіб мінімізації витрат, пов'язаних з вирішенням конфлікту інтересів.

Фінансова складова корпоративного управління на нашу думку є системою економічних та організаційних механізмів, за допомогою яких реалізуються економічні інтереси стейкхолдерів при формуванні ресурсної бази корпорації, управлінні її капіталом та розподілі прибутку.

Розглядаючи механізми, що стимулюють менеджмент корпорації діяти в інтересах постачальників фінансових ресурсів слід зазначити, що найбільш дієвий вплив на дисципліну керуючих надає великий акціонер в корпорації, значна частка кредитних ресурсів у структурі фінансування, ринок корпоративного контролю. Менеджери також схильні до переслідування корпоративних цілей, якщо структура компенсаційного пакета мотивує їх до ефективної роботи на корпорацію. Також одним з основних засобів врегулювання фінансового аспекту відносин між менеджментом і акціонерами банку виступає дивідендна політика.

В умовах слабкої розвиненості корпоративного законодавства та відсутності інструментарію для ефективного контролю над інвестиціями, концентрація акціонерного капіталу стає дієвим механізмом впливу на менеджмент корпорацій. При концентрації майнових прав на значну частину фінансових потоків компанії, інвесторам легше здійснювати узгоджені дії, ніж при розпилюванні контрольних прав. Здійснення спільних дій великими акціонерами з метою реалізації майнових і немайнових прав є можливим з мінімальною підтримкою з боку законодавства. Власники великого пакета акцій мають можливість брати активну участь в управлінні корпорацією. Акціонерний капітал компаній є більш концентрованим в тих країнах, де права інвесторів захищені слабкіше.

Як відомо, початок систематичної розробки даної проблеми поклала класична робота А. Берлі і Г. Мінза «Сучасна корпорація та приватна власність». В ній була сформульована відома теза про відокремлення власності від контролю, з якої випливало, що деконцентрація власності здатна породжувати безліч проблем і різко негативно позначатися на економічній ефективності. Спростовуючи твердження про те, що в названій праці закладено основи концепції «агентського конфлікту», необхідно зазначити, що в роботі не було представлено аналізу даної проблеми, а лише окреслені її основні характеристики. Разом з тим, сформовані А. Берлі та Г. Мінзом теоретичні підходи не тільки заклали основи майбутньої теорії корпоративного управління, а й кардинально змінили науковий погляд на проблему корпоративного контролю.

Аналіз проблем розпорошення корпоративної власності уможливив висновок про те, що її деконцентрація спричиняє втрату контролю власників корпорації за діяльністю менеджменту, акціонери-власники більше не можуть впливати на процес управління та прийняття рішень у корпорації ані юридично, ані фактично. В кінцевому підсумку така ситуація призводить до зниження ефективності діяльності корпорації загалом. В умовах розпорошеної акціонерної власності діяльність найманих менеджерів стає фактично безконтрольною і вони отримують можливість переслідувати свої особисті інтереси на шкоду інтересам акціонерів – працювати з низькою віддачею, невиправдано завищувати власну винагороду, брати участь в амбітних збиткових проектах і т.д. Берлі і Мінз зображували сучасну корпорацію у вигляді великої фірми з безліччю розрізнених дрібних акціонерів і жменькою всесильних, нікому не підзвітних менеджерів, які узурпували право на прийняття рішень і розпоряджаються чужим багатством на власний розсуд. Сформована у роботі теза про те, що в умовах розпорошення власності інтереси власників корпорації фактично протистоять інтересам найманих менеджерів, була покладена в основу теорії контролюючих.

Дослідження рівня концентрації акціонерного капіталу, проведене американськими вченими, показало, що володіння великим пакетом акцій - досить часте явище. Для дослідження бралися приватні та нефінансові відкриті корпорації з найбільшою ринковою капіталізацією. Згідно з наведеними даними, в усьому світі (з урахуванням країн, що розвиваються), частка трьох великих акціонерів у статутному капіталі 10 найбільших компаній в країні складає в середньому 46%. Розпорошене володіння акціями відкритих корпорацій, на думку авторів дослідження, виявляється широко поширеним міфом. Навіть у США, де закон обмежує володіння акціями для банків, інвестиційних фондів, страхових компаній та інших фінансових інститутів, середня величина пакета акцій для десяти компаній з найбільшою капіталізацією становить близько 20%.

Концентрація значного пакета акцій дозволяє встановити ефективний контроль над менеджментом компанії і в кінцевому підсумку домогтися відповідності обсягу одержуваних матеріальних вигод від володіння часткою компанії обсягу немайнових прав по відношенню до компанії. Великому акціонеру легше контролювати менеджмент, тому що в нього є для цього необхідні ресурси і його виграш від здійснення контролю може бути більшим, ніж виграш міноритарного акціонера.

Акціонери, які володіють часткою акцій, яка могла б впливати на прийняті рішення в компанії, вже не схильні до проблеми «безбілетника» і прагнуть до отримання максимальної інформації про поточний стан справ. Такі акціонери володіють достатньою владою, щоб робити істотний тиск на менеджерів шляхом реалізації права голосу і відсторонити менеджерів від управління підприємством, використовуючи механізм поглинання (takeover) або голосування за дорученням (proxy fight). В деяких випадках великі акціонери володіють повним контролем над корпорацією та її менеджментом, що забезпечується наявністю блокуючого пакета (25%) або контрольного пакета акцій (50%).

Оскільки великі акціонери беруть участь в корпоративному управлінні шляхом реалізації права голосу, їх влада безпосередньо залежить від рівня правової захищеності цього права. Власник контрольного пакета акцій може впливати на компанію і диктувати їй певні рішення тільки за умови справного функціонування механізму голосування. Реалізація корпоративного управління власниками контрольних пакетів акцій є досить ефективним без втручання регулюючих органів. Однак при наявності в акціонерному капіталі акціонерів з часткою власності 10-15% необхідно об'єднання їх зусиль для реалізації успішного контролю над корпорацією. Менеджери, як правило, перешкоджають створенню цих альянсів. Тому, володіння невеликим пакетом акцій дозволяє в повному обсязі реалізувати свої права лише в країнах з розвиненим корпоративним законодавством.

З практичної точки зору переваги концентрації акціонерного капіталу зрозумілі: у великих акціонерів є інтерес у віддачі на інвестиції, а також влада вплинути на компанію. Однак концентрація капіталу може спровокувати виникнення агентських витрат. Відсутність диверсифікації коштів великих акціонерів і їх надмірний ризик від результатів діяльності є основною причиною агентських витрат і одночасно аргументом на користь розпорошеної власності.

Великі акціонери, які мають значний вплив на діяльність компанії, переслідують свої власні інтереси, які не завжди збігаються з інтересами всіх зацікавлених сторін. Тому діяльність великих власників по максимізації свого добробуту іноді несприятливо позначається на інших учасниках корпорації. Агентська проблема стає особливо гострою, коли інші зацікавлені сторони втрачають впевненість в очікуваній віддачі від зроблених зусиль або інвестицій. Агентські витрати, пов'язані з концентрацією акціонерного капіталу, найбільш яскраво виражаються в наступних напрямках[1]:

- Переслідування приватної вигоди від контролю. Тобто переслідування великими власниками своїх інтересів на шкоду іншим акціонерам. Великі акціонери, володіючи істотним обсягом немайнових прав і контролюючи компанію шляхом реалізації права голосу, можуть зловживати своєю владою і маніпулювати ресурсами компанії, завдаючи шкоди добробуту решти акціонерів. Це може проявлятися у виплаті великого розміру дивідендів на окремі типи акцій, виведенні активів з компанії, укладанні контрактів з контрольованою компанією на більш вигідних, ніж ринкові, умовах; перекачуванні ресурсів в рамках піраміди з нижчестоящої компанії у вищу; угодах за трансфертними цінами і позиками всередині піраміди на пільгових умовах.

- Порушення взаємодії із зацікавленими сторонами. Тобто нав'язування своїх інвестиційних стратегій кредиторам. Негативний мотивуючий вплив на менеджмент і працівників компанії в результаті структурних змін. Нехтування інтересами міноритарних акціонерів подає негативний сигнал ринку і попереджає від вкладень в компанію. Це проявляється в конфлікті інтересів акціонерів і кредиторів, зниженні якості продукції, послуг і втраті іміджу через відсутність мотивації у працівників компанії, зниження інтересу потенційних інвесторів до компанії.

Незважаючи на агентські витрати, які можуть стримувати розвиток корпорації, повсюдне поширення високої концентрації капіталу, певно, вказує на той факт, що компанії несуть великі втрати при відсутності великих власників.

При зростанні власної частки в капіталі корпорації, акціонер має можливість впливати на склад ради директорів і, як наслідок, на склад виконавчого органу. Конфлікт інтересів основного власника і менеджера компанії в такому випадку втрачає свою актуальність. Проте набуває гостроти інша проблема корпоративного управління, а саме положення міноритарних акціонерів (minority shareholders) в корпорації. З одного боку, вони найменш захищені від зловживань менеджерів і великих акціонерів, з іншого - можуть займати досить агресивну позицію у відстоюванні своїх інтересів, а іноді навіть використовують свої можливості для перешкоди ефективному функціонуванню компанії.

Проблема міноритарних акціонерів найбільш актуальна для країн нерозвиненим корпоративним законодавством, в тому числі і для України. Суть проблеми полягає в знаходженні балансу між тим обсягом прав, яким необхідно наділити акціонерів і тими заходами, які необхідно передбачити для попередження можливих зловживань.

Найбільш поширений випадок агентських витрат виникає при порушенні прав міноритарних акціонерів компанії узгодженої групою «менеджер - великий власник», як наприклад, додаткова емісія акцій афілійованими особами за заниженою ціною без відома акціонерів; перешкоди при продажу акцій компанії третім особам, що призводять до збільшення спреда та зниження ліквідності акцій, відсутність інформаційної прозорості, що стосується зборів акціонерів, операційної та фінансової діяльності підприємства, маніпуляції з реєстром акціонерів, недотримання процедур управління компанією.

Проте міноритарні акціонери не завжди виявляються в ролі жертв. Володіючи незначним пакетом акцій або частиною боргу, інвестор може зловживати своїми правами, перешкоджаючи ефективному функціонуванню компанії і вдатися до корпоративного шантажу.

Таким чином, існує проблема встановлення балансу прав міноритарних інвесторів. З одного боку, міноритарний акціонер повинен бути законодавчо захищений, щоб перешкоджати порушенню його інтересів з боку інших учасників компанії. З іншого боку, надані права не повинні давати йому можливості протидіяти стратегічному розвитку підприємства і його ефективному функціонуванню.

Теорія не дає однозначної відповіді на питання про перевагу моделі з концентрованою чи деконцентрованою власністю. Усе визначається конкретними економічними, інституціональними і технологічними умовами. Мається на увазі, що якщо ринковий механізм відбору діє активно, то можна очікувати, що для кожної конфігурації власності буде віднайдена ніша, де її плюси максимально переважають мінуси і де вона володіє найбільшими перевагами в порівнянні з альтернативними конфігураціями власності. Залежно від цих умов іншим виявиться і оптимальний рівень концентрації власності. Цей висновок підтверджується дослідженнями, які показали, що в різних країнах концентрація власності та тип корпоративного управління можуть суттєво відрізнятися один від одного [2].

Вважається, що особливе місце серед механізмів корпоративного управління належить ринку корпоративного контролю. Дисциплінуючий ефект в даному випадку пов'язаний не стільки з реально проведеними поглинаннями (дисциплінування *ex post*), кількість яких може бути невеликою, скільки із самим фактом існування подібної загрози (дисциплінування *ex ante*), з якою так чи інакше доводиться рахуватися керівникам будь-яких компаній.

Поглинання характеризується подальшим звільненням менеджменту корпорації після її захоплення, тому що частіше за все воно пов'язано зі складним фінансовим становищем компанії, що поглинається. Деякі економісти схильні до оцінки механізму поглинання як єдиного механізму вирішення агентської проблеми - проблеми захисту акціонерів від свавілля менеджерів [3].

Існує кілька методів поглинання: дружнє поглинання (*friendly takeover*) - відкрита пропозиція поглинаючої компанії менеджменту компанії, що поглинається про покупку

контрольного пакета акцій; вороже поглинання (hostile takeover) - звернення про покупку акцій безпосередньо до акціонерів компанії, що поглинається (минаючи менеджмент) або скупка акцій на вторинному ринку; голосування по довіреності (proxy fight) - отримання контролю над радою директорів без покупки контрольного пакета акцій компанії, що поглинається - реалізується через отримання довіреностей на право голосування на загальних зборах акціонерів. В якості ефективного замітника поглинань часто застосовується менш витратна технологія допомогою скупки боргів і подальшого механізму банкрутства.

За масштабами діяльності установ, що беруть участь в цьому процесі, злиття і поглинання можна розділити на національні – коли об'єднуються установи однієї країни та транснаціональні – об'єднуються установи різних країн.

На вітчизняному ринку банківських злиттів і поглинань спостерігається укрупнення місцевих комерційних банків шляхом їх злиття та транскордонні злиття і поглинання.

Оскільки українські банки є відкритими акціонерними товариствами, їх продаж відбувається шляхом продажу акцій, що можна класифікувати наступним чином:

1. Повний продаж, коли нерезидент купує контрольний пакет акцій вітчизняного банку, після чого фінансова установа переходить у його власність. Цей метод є найбільш поширеним і був застосований до наступних банків: «Ажіо», «Аваль», «НРБ-Україна» та ін.

2. Продаж банку з подальшим спільним веденням бізнесу: «Укрсоцбанк» та «ВаБанк». Банківські установи, які є дуже інтегрованими у промисловий сектор та належать фінансово-промисловим групам, продаються з рахунками корпоративних клієнтів, які утворюють ресурсну базу банківської установи.

3. Ринковий продаж акцій шляхом їх розміщення на ПФТС (Перша Фондова Торговельна Система) є вигідним для середніх та великих банківських установ, акції яких вільно обертаються на ринку. За цим методом були продані, зокрема, такі банки, як «Форум», «Мегабанк» та ін.

4. Публічне розміщення акцій (IPO) українських банківських установ на світових фондових біржах. («Укрінбанк», «Надра»).

Проте, діючий менеджмент, прагнучи не втратити контроль над банками часто опирається процесу поглинання особливо якщо це загрожує сильним зниженням їх доходів. В той же час у деяких менеджерів контрактом передбачений «золотий парашут» - матеріальна компенсація на випадок звільнення з компанії. «Золоті парашути» часто використовуються з метою спрощення процесу поглинання і розглядаються як додаткові витрати по отриманню контролю.

Специфічним видом поглинання є викуп з використанням *боргового фінансування* (leveraged buyout). Він виявляє одночасно переваги та недоліки концентрації акціонерного капіталу. Основною відмінністю від звичайних угод поглинання є борговий характер фінансування. При здійсненні цієї операції акції компанії викуповуються новою групою інвесторів, в яку звичайно входять менеджери, спеціалізована компанія з операцій такого роду, фінансові інститути /M.Jensen “Eclipse of the Public Corporation” Harvard Business Review (Sept.-Oct. 1989) /. Іноді основними ініціаторами та учасниками поглинання є менеджери корпорації (management buyout), які в результаті істотно збільшують свою частку в корпорації.

Борговий капітал, за рахунок якого фінансується угода викупу, як правило, забезпечений активами не тільки компанії, що поглинає, але і компанії, що поглинається.

Угоди з викупу компаній з використанням боргового фінансування ведуть до концентрації власності і контролю над підприємством у менеджерів і спеціалізованих компаній і концентрації боргу у банків. Оскільки наявність великих інвесторів знижує гостроту агентської проблеми, компанії, що пройшли процедуру викупу, ймовірно, можуть стати ефективними організаціями з точки зору збільшення вартості та

конкурентоспроможності компанії. По-перше, подібно поглинанню, викуп часток відбувається з вигодою для акціонерів, з премією по відношенню до ринкової ціни, що враховує потенційний приріст в доходах компанії. По-друге, компанії, що пройшли через викуп, а потім знову емітували акції на загальному ринку, значно збільшували свої доходи. По-третє, існують докази, що збільшення доходів компаній пов'язане зі зменшенням агентських витрат: безліч угод з викупу націлені на диверсифіковані корпорації, щоб потім розпродати другорядні підрозділи [4]. Якщо агентські витрати таких компаній є наслідком надмірної диверсифікації, то реструктуризація приведе до їх природнього скорочення.

Однак корпорації, які пройшли процедуру викупу, можуть нести агентські витрати з причини високої концентрації капіталу. В процесі реструктуризації поглиненої компанії спеціалісти з викупу компаній намагаються збільшити грошові доходи в короткостроковій перспективі, щоб розрахуватися з боргами. Це веде до скорочення інвестиційних проектів, що може привести до несприятливих наслідків у майбутньому.

В Україні ринок викупу за рахунок боргового фінансування тільки формується.

Ще один поширений спосіб отримання контролю над компанією - процедура банкрутства. Загроза банкрутства корпорації при неефективному функціонуванні корпорації і можливий подальший перехід контролю до кредиторів розглядають як важливий зовнішній механізм корпоративного управління. Очікуваним результатом впливу механізму банкрутства є оздоровлення фінансів та підвищення ефективності корпорації.

Все ж виникає ряд питань про ефективність механізму поглинань як способу вирішення агентської проблеми [5]:

1) поглинання є досить дорогим заходом. Поглинаюча компанія змушена викупувати акції у існуючих акціонерів за ціною, що включає майбутні доходи. Хоча, якщо законодавство незадовільно захищає права міноритарних акціонерів, сторона що поглинає може уникнути придбання акцій за завищеними цінами і отримати більшу вигоду, ніж акціонери компанії, що поглинається.

2) поглинання може збільшити агентські витрати у випадку, коли поглинаюча компанія переплачує за акції. Розвинений ринок поглинань може стимулювати менеджерів до невиправданого розширення, що не завжди сприятливо позначається на вартості компанії.

3) поглинання, засновані на схемі викупу акцій з використанням боргового фінансування, вимагають присутності ліквідного ринку капіталів, який надав би компаніям, що поглинають швидкий доступ до великого обсягу фінансових ресурсів.

4) поглинання є політично вразливим механізмом вирішення агентських проблем, так як їм протидіє менеджмент компаній, що поглинаються. У США, наприклад, протиборство вилилося в прийняття законів, що захищають компанії від ворожого поглинання.

У різних джерелах розглядається також взаємозв'язок поглинання з приватною вигодою великих акціонерів і підвищенням економічної ефективності після переходу контролю до нового власника. Механізм ринку корпоративного контролю піддається критиці з точки зору подальшого поліпшення корпоративного управління. Одні відзначають, що небезпека поглинання штовхає менеджерів до реалізації тільки короткострокових проектів через побоювання зниження курсової вартості акцій, інші вважають, що поглинання слугують лише інтересам акціонерів і не враховують інтереси всіх зацікавлених сторін корпорації. Крім цього завжди існує ризик дестабілізації діяльності компаній - сторін поглинання.

Таким чином, з одного боку, загроза втрати контролю над корпорацією стимулює менеджмент до продуктивної роботи. З іншого боку, фінансові можливості та необґрунтовані бажання окремих структур можуть привести до невиправданих рішень, неефективного поглинання та порушення нормального функціонування корпорації.

Ще одним чинником, що впливає на величину агентських витрат є структура капіталу. Джерела довгострокового фінансування компанії представляють собою поєднання власного та позичкового капіталу. Структура капіталу корпорації є предметом дослідження багатьох економістів, так як вона багато в чому визначає стратегічну поведінку і внутрішні процеси в компанії.

Корпорація прагне дотримуватися наступного алгоритму:

- внутрішнє фінансування (найкраще джерело, тому що відсутня асиметричність інформації);
- зовнішнє фінансування за рахунок залучення позик і кредитів (при вичерпанні внутрішніх джерел фінансування)
- зовнішнє фінансування за рахунок емісії акцій (у разі, коли витрати залучення позикових коштів перевищують вигоди)

Перш за все, структура капіталу впливає на ринкову вартість компанії. Витрати з обслуговування боргу у господарській практиці більшості країн повністю або частин вираховуються з оподатковуваної бази по податку на прибуток. За рахунок ефекту «податкового щита» вартість позикового капіталу при інших рівних умовах завжди виявляється нижче вартості власного капіталу. В результаті зростання частки позикового капіталу в загальній структурі капіталу до меж, що не викликають зростання ризику банкрутства веде до збільшення ринкової вартості підприємства. Згідно з підходом Модільяні-Міллера, основоположників теорії структури капіталу, чим більше частка позикового капіталу в структурі фінансування, тим вища вартість компанії [6]. Однак не тільки з причини податкових пільг вартість компанії схильна до змін услід за структурою капіталу. З часів Р. Коуза при аналізі ринкової вартості та ефективності діяльності відкритої корпорації прийнято враховувати величину агентських витрат.

Логічним етапом розвитку теорії структури капіталу стала поява підходів, що враховують агентські витрати. Згідно з компромісною теорією (tradeoff model), розробленою в працях М. Бреннана, Е. Шварца [7,8] та інших дослідників, залучення позикових коштів дає позитивний ефект збільшення ринкової вартості, проте у міру збільшення частки позикового капіталу в структурі фінансування, загострюється конфлікт акціонерів і кредиторів корпорації, що призводить до збільшення агентських витрат і, як наслідок, до зниження вартості корпорації.

Присутність боргу в структурі капіталу компанії сприятливо позначається на поведінці менеджерів.

Перевага боргового фінансування полягає в тому, що менеджери більш обачно ставляться до інвестиційної політики компанії при появі нової зацікавленої сторони - кредиторів, права яких значно відрізняються від прав компанії і, як правило краще захищені з боку законодавства. Тому борг може ефективно дисциплінувати менеджерів та суттєво скоротити агентські витрати. Борг перешкоджає прийняттю рішення про фінансування неприбуткових інвестиційних проектів і згубного продажу активів компанії.

Ризик банкрутства, який пов'язаний з використанням різних форм позикових коштів при формуванні фінансової структури капіталу підприємства, з ростом боргу посилюється. Менеджери прагнуть уникнути банкрутства щоб не втратити контроль над компанією, роботу або репутацію. Таким чином, присутність боргу в структурі капіталу створює стимул працювати ефективніше, що знижує агентські витрати.

Однак у той час як присутність боргу згладжує конфлікт акціонерів і менеджерів, він породжує інший конфлікт - між акціонерами і кредиторами, що може спричинити суттєві альтернативні витрати. Суть конфлікту полягає в тому, що акціонери прагнуть до перерозподілу ресурсів компанії на свою користь. Щоб не допустити цього, кредитори стежать за діями керівництва компанії, намагаючись захистити себе від свавілля акціонерів. Компанії використовують різні інструменти для зниження

гостроти конфлікту, основним з яких є регуляція термінів надання кредитних коштів та використання ринку цінних паперів.

У ситуації, коли контракти між акціонерами та менеджерами є неповними, а останні мають більш глибокі знання, менеджери набувають право залишкової компетенції, що надає їм свободу дій по відношенню до наявних активів компанії. Свобода розпорядження ресурсами компанії та відносна безконтрольність менеджерів призводить до опортуністичного поведінки менеджерів і до агентських витрат, пов'язаних з конфліктом інтересів в корпорації.

У зв'язку з цим компенсаційний пакет вищого менеджменту, який отримав в західній літературі назву стимулюючого контракту (*incentive contract*) повинен містити значну мотиваційну складову, яка сприяла б конвергенції інтересів менеджерів і компанії.

Стимулюючий контракт вищого менеджменту має, як правило, дві складові: фіксовану і змінну. Фіксованою частиною винагороди є дохід, який не залежить від результатів діяльності компанії. Фіксована складова є страхуванням менеджера від надмірного ризику, якому він піддається в разі несприятливих макроекономічних умов або форс-мажорних обставин. Що стосується змінної складової винагороди, вона може базуватися на абсолютних (*performance-based pay*) або відносних показниках діяльності компанії (*relative performance contract*).

Винагорода, заснована на відносних показниках на практиці використовується рідко і визначає доходи менеджера відповідно до того, якими є результати діяльності компанії в порівнянні з її конкурентами.

Винагорода, що залежить від абсолютних показників діяльності компанії має дві форми: опціонні контракти, засновані на поведінці курсу акцій компанії (*stock-based compensation contract*), і контракти, винагорода за якими залежить від фінансових показників, таких як прибуток підприємства, обсяг грошових потоків і т.д. (*earnings-based compensation contract*)

Крім того, що стимулюючі контракти є ефективним механізмом, мотивуючим менеджмент корпорації діяти в інтересах збільшення її вартості, такі контракти також можуть представляти серйозну небезпеку для добробуту корпорації. Менеджери можуть виторговувати собі стимулюючі контракти, засновані на вартості акцій, якщо володіють інформацією про майбутнє зростання доходів або ціни акцій, а також маніпулювати з фінансовою звітністю та інвестиційною політикою компанії.

Щодо опціонних програм, вони передбачають заохочення ключових працівників компанії шляхом надання їм права купівлі акцій даної компанії за фіксованою ціною протягом певного часового періоду. Компанія приймає на себе зобов'язання перед співробітником через певний термін продати йому свої акції за заздалегідь обумовленою фіксованою ціною. Якщо до терміну реалізації опціону ринкова ціна акцій компанії перевищить фіксовану, співробітник викупує їх і отримує свій дохід від зростання капіталізації компанії. Однак даний підхід має серйозне обмеження: він можна застосовувати лише в публічних компаніях, акції яких обертаються на ринку цінних паперів. В Україні кількість таких компаній поки невелика.

У компенсаційний пакет менеджера також можуть включатися додаткові умови матеріального характеру. Однією з найбільш використовуваних менеджерів пільг є кредитування під символічний відсоток. З цим видом матеріального стимулювання пов'язано безліч зловживань менеджерів.

Важливим елементом компенсаційного пакета є золотий парашут - умови контракту з вищим менеджментом, що гарантує менеджеру отримання значних виплат (зазвичай не більше 1% від поточної вартості корпорації) в разі його звільнення.

Дані умови компенсаційного контракту поки що не отримали масового розповсюдження в українських компаніях.

Хоча в міжнародній практиці одним з найважливіших інструментів контролю ради директорів за діяльністю топ-менеджменту корпорації є формування адекватної

системи оцінки і винагороди вищого менеджменту в Україні багато компаній ще не усвідомили значимість даного інструменту для ефективного управління компанією.

Одним з основних засобів врегулювання фінансового аспекту відносин між менеджментом і акціонерами банку виступає *дивідендна політика*. Згідно з відомим визначенням Б.Блока і Дж.Хірта, дивідендна політика визначає діє компанії як юридичної особи під час розподілу чистого прибутку між акціонерами і компанією з одночасною потребою у визначенні обсягу прибутку, який підлягає, і того, що не підлягає виплаті, а реінвестується за більш високою ставкою [9].

Сутність даного визначення полягає в тому, що капітальні проекти, які фінансуються за рахунок нерозподіленого прибутку, повинні приносити вищу ставку прибутку, ніж той капітал, котрий одержують акціонери у вигляді дивідендів.

На думку А. Раппапорта, основоположника теорії акціонерної власності, основним завданням корпоративного управління є максимізація достатку власників (акціонерів). Ефективні компанії повинні створювати такі умови для інвестування, які б були привабливими для власників. Інвестори віддають перевагу тим компаніям, менеджери яких здатні забезпечити їм зростання чистого прибутку та курсового доходу. Саме чистий прибуток і курсовий прибуток становлять акціонерну цінність (цінність компанії для акціонера)[10].

Менеджерам необхідно поєднати дві протилежні мотивації: акціонерів, що претендують на зростання дивідендів, і корпорації, які повинні забезпечити зростання прибутку та економічний розвиток за рахунок внутрішніх джерел, зокрема через реінвестування прибутку.

У розвитку теорії дивідендної політики значну роль відіграє концепція Мертона Міллера та Франко Модільяні (ММ). Вона впливає з їх гіпотези про те, що вартість капіталу не залежить від його структури. З цього вони роблять висновок, що рішення корпорації про нові інвестиції (скільки вкладати нового капіталу і куди) не зумовлене тією політикою, яку проводить корпорація щодо дивідендів. Вартість корпорації визначається грошовими потоками, одержаними в результаті інвестицій. Якщо частину прибутку корпорація не розподілила у вигляді дивідендів, а інвестувала в нові проекти, то в майбутньому прибуток корпорації збільшиться. Зміцнення економічного становища фірми приведе до того, що її акції на фінансовому ринку будуть котируватися за високою ціною. Отже, цей майбутній прибуток збільшує вартість звичайних акцій і, відповідно, капітал акціонерів.

Можливий інший варіант прийняття рішень, пов'язаних з фінансуванням інвестицій. У разі недостатності нерозподіленого прибутку та інших внутрішніх джерел для фінансування нового проекту адміністрація фірми вирішує збільшити власний капітал, тобто емітувати нові акції. Нові капіталовкладення принесуть додатковий прибуток, вартість фірми зросте. Однак випуск додаткових акцій призведе до того, що дохід і дивіденд на одну акцію знизяться. Це може спонукати деяких акціонерів компанії продати свої акції. У цьому випадку вони продали б свій майбутній приріст капіталу за негайно одержуваний дивіденд.

Міллер і Модільяні доходять висновку що загальна сума доходу, який одержить кожний акціонер фірми, буде та ж сама відносно виплати дивідендів. Дивіденди на акцію, що зросли внаслідок зростання прибутку за новими інвестиціями, збільшують дохід акціонера, але скорочують майбутній приріст капіталу на ту саму суму.

На їх думку, акціонери не беруть до уваги характер розподілу прибутку, оскільки коли прибуток, який розподіляється, скорочується і вони менше одержують у вигляді дивідендів, завдяки збільшенню частини нерозподіленого прибутку зросте їх капіталізований дохід. Це виражатиметься в підвищенні курсу акцій.

З критикою теорії Міллера—Модільяні виступили М. Гордон, Е. Брігхем, Дж. Лінтнер та інші економісти. На їхню думку, дивіденди є менш ризикованими, ніж приріст капіталу. Для акціонера завжди вигідніше одержати високі дивіденди (поточні

доходи), ніж очікувати в майбутньому приросту капіталу, тобто «краще синиця в руці, ніж журавель у небі». Звідси й назва цієї теорії — «синиця в руці» («Bird-in-the-Hand»).

Інша концепція, на протигагу моделі «синиця в руці», стверджує, що ризик не пов'язаний з політикою виплат дивідендів. Ризикованість полягає зовсім не в політиці поділу прибутку на розподілений і нерозподілений, а в тому, що одержання грошових потоків, насамперед прибутку, є невизначеним. Зростання дивідендів не змінить ступеня ризику цих грошових потоків для майбутніх інвестицій.

З'являються ускладнені концепції дивідендної політики з уведенням у них податкової політики. Річ у тім, що податкові ставки і пільги диференційовані за групами доходів. Деякі інвестори, які купують акції, наприклад пенсійні фонди, не сплачують особистих податків, тоді як індивідуальні інвестори їх виплачують за диференційованими залежно від рівня доходу ставками. Становище ускладнюється тим, що дивіденди оподатковуються за вищими ставками, ніж приріст капіталу.

Відповідно до концепції врахування податкової диференціації інвестори зацікавлені в максимізації своїх доходів після відрахування податків. Тому, якщо припущення, що податки на приріст капіталу нижчі за особистий прибутковий податок є вірним, корпорація могла б весь прибуток спрямовувати на інвестиції в активи і в резервні фонди, тобто не розподіляти його у вигляді серед акціонерів. Це забезпечило б зростання інвестицій з наступним збільшенням прибутку корпорації, що, у свою чергу, зумовило б підвищення ринкової вартості її акцій. Приріст вартості капіталу акціонерів оподатковувався б за нижчими ставками, ніж дивіденди, коли б корпорація їх сплачувала. Згідно з цією концепцією корпорація знижує ціну (cost) капіталу і максимізує його вартість (value) — оцінку капіталу.

Американський економіст Дж. Лінтнер на підставі проведених інтерв'ю з фінансовими менеджерами 28-ми компаній з питань дивідендної політики зробив висновки про те, що:

1. менеджери вважають за краще змінювати коефіцієнт дивідендних виплат, а не визначати підвищення або зниження сум виплат.
2. більшість менеджерів вважають, що норми дивідендних виплат повинні бути встановлені на певну перспективу.
3. основним визначальним чинником дивідендних виплат є отриманий прибуток корпорації.
4. інвестиційні рішення зазвичай справляють невеликий вплив на дивідендну політику.

Американські економісти Р. Брейлі і С. Майерс вважають, що «коли Лінтнер має рацію, ми можемо описати дивіденди через середньозважений розмір поточних і минулих прибутків. Імовірність підвищення коефіцієнта дивідендних виплат була б найвищою за зростання поточних прибутків: вона була б дещо нижчою, коли б прибутки зростали тільки в попередньому році і т. д.» [11, с. 405-406].

Численні дослідження підтверджують, що корпорації приймають рішення про збільшення дивідендів тільки в тому разі, якщо вони впевнені, що зможуть підтримувати їх зростання постійно в наступні роки.

Задача менеджменту полягає у визначенні оптимального співвідношення між величиною прибутку, що спрямовується на поповнення капіталу, та розміром дивідендних виплат акціонерам банку.

Інформація про дивіденди, що надходить на фінансовий ринок, є одним з визначальних чинників формування курсу (ціни) акцій. Звістки про зниження дивідендів в абсолютному виразі розцінюються як зниження майбутніх прибутків і економічного зростання корпорації і, навпаки, підвищення дивідендів є доброю новиною, що активізує інвесторів: попит на акції зростає, відповідно, курс підвищується. Фінансові менеджери корпорацій мають проводити зважену політику щодо дивідендів, оскільки вона визначає поточну ціну акції, а отже, наступний доступ корпорації до ринку капіталів.

Відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства» виплата дивідендів здійснюється господарським товариством з чистого прибутку у звітному році та/або нерозподіленого прибутку (в розмірі не менше 30%). Однак, слід зважити на те, що сьогодні значна кількість банків одержують низькі прибутки, або ж мають збиткові результати діяльності.

За умови стабільної економічної ситуації в країні оптимальною можна вважати дивідендну політику, відповідно до якої ринкова вартість акцій банку є максимальною. Прибутковість акцій банку повинна бути не нижче, ніж прибутковість інших видів інвестицій з тим же рівнем ризику.

Висновки. Проведені дослідження показують, що до найбільш дієвих фінансових механізмів (складових) корпоративного управління належать: концентрація акціонерного капіталу, ринок корпоративного контролю, фінансовий важіль, матеріальне стимулювання вищого менеджменту корпорації та дивідендна політика. Концентрація акціонерного капіталу спостерігається більшою мірою в країнах зі слабозрозвиненим або неефективним законодавством.

Ринок корпоративного контролю з розробленим інструментарієм поглинання прийнято вважати дисциплінуючим механізмом з точки зору поведінки менеджменту. Структура фінансування компанії безпосередньо впливає на розмір агентських витрат. Присутність боргового капіталу в структурі фінансування дисциплінує менеджерів, по-перше через фіксовані терміни повернення залучених коштів, по-друге, у зв'язку з потенційною загрозою банкрутства з ініціативи кредиторів.

Матеріальне стимулювання вищого менеджменту покликане зрівняти інтереси менеджера та керованої ним компанії. Основна проблема полягає у визначенні структури змінної складової стимулюючого контракту. Існуюча в українських компаніях практика оцінки та винагороди топ-менеджерів далеко не дозволяє ефективно направити зусилля виконавчих органів на реалізацію довгострокових завдань розвитку бізнесу в інтересах його власників.

Дивідендна політика є одним з основних засобів врегулювання фінансового аспекту відносин між менеджментом і акціонерами. Задача менеджменту полягає у визначенні оптимального співвідношення між величиною прибутку, що спрямовується на поповнення капіталу, та розміром дивідендних виплат акціонерам банку.

Список використаних джерел

1. Либман, А. В. Методологические и информационные аспекты решения агентской проблемы в управлении корпорацией [Текст]: диссертация канд. эконом. наук: 080005 / Антон Владимирович Либман. – Санкт-Петербург, 2003. – 175 с.
2. Капелюшников Р. Концентрация собственности и корпоративный ландшафт современной мировой экономики / Р. Капелюшников. Отечественные записки: №1(21) 2005.
3. Easterbrook, Fishel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, p.109, 55–59.
4. Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization. Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 1990.
5. A. Shleifer, R. Vishny “A Survey of Corporate Governance” The Journal of Finance Vol. 52, No.2(Jun.,1997), pp.737-783.
6. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction Franco Modigliani and Merton H. Miller The American Economic Review Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433-443.
7. Brennan M., Schwartz E. Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure // Journal of Business. - 1978. - P.51.
8. X. Леланда [Leland H. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure // Journal of Finance XLIX, 1994.
9. Block B.B., Hirt J.A. Foundations of Financial Management. – P.542-543.
10. Rappaport Alfred. Creating shareholders value: The new standard for business performance. – New York: Free Press, 1986.
11. Принципы корпоративных финансов [Электронный ресурс] / Р. Брейли, С. Майерс. – Режим доступа : <http://www.alleng.ru/d/econ-fin/econ-fin076.htm> – 25.03.2016. – Загл. с экрана.

Рецензент д.е.н., профессор Вахович І.М.