

## ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВОЇ СКЛАДОВОЇ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В БАНКУ В РАМКАХ АНГЛО-САКСОНСЬКОЇ МОДЕЛІ

БЛАШЕНКО О. С.

аспірантка

Суми

В умовах функціонування тієї чи іншої моделі корпоративного управління існують певні механізми зниження або обмеження агентських витрат в залежності від конкретних економічних та інституціональних умов, що склалися в країні. Англо-американська модель корпорації формувалася в рамках ринкової фінансової системи при наявності великого ринку капіталу. Дана модель корпоративного управління характеризується перш за все жорстким розмежуванням власності і управління та високорозвиненим інститутом права власності. В її основі лежить уявлення про первісно конфліктну сутність інтересів акціонерів і менеджерів. Знизити гостроту конфлікту покликана фінансова складова корпоративного управління.

Дослідженням агентської проблеми в різний час займалися такі вчені, як А.Берле, Дж. Мінз, Р. Коуз, П. Друкер, Дж. Уолтер, М.Міллер, Дж. Лінтнер, та ін. Значний внесок у розробку сучасної теорії корпоративного управління внесли роботи Р. Вішни, Р. Ла Порти, Дж.Стігліца, А. Шляйфера. У вітчизняній економічній літературі даному питанню присвячена низка наукових робіт, зокрема В. Євтушевського, А. Педька, О. Носової, С. Румянцева, А. Сірка, Л. Федулової, З. Шершньової, Г. Бортнікова, О. Костюка та ін. Проте фінансова складова корпоративного управління як комплекс економічних заходів для вирішення проблеми конфлікту інтересів раніше не досліджувалась.

Мета статті – аналіз ролі фінансової складової у вирішенні конфлікту інтересів учасників корпоративного управління в умовах англо-американської моделі.

Англо-американська модель орієнтована на переважне задоволення фінансових інтересів акціонерів, для яких володіння акціями в основному носить спекулятивний характер, або націлене на довгострокове отримання доходу у вигляді підвищення курсової вартості акцій і дивідендних виплат. Відповідно, зусилля менеджменту повинні бути спрямовані на збільшення вартості компанії.

Для розуміння механізму контролю над діяльністю менеджерів корпорації найбільш важливими є два фактори: структура володіння корпорацією (зокрема ступінь концентрації прав власності) і наявність великих акціонерів.

Відмінною рисою англо-американської моделі є дисперсне володіння акціями. Акціонерний капітал розпоршений між незалежними індивідуальними та інституційними інвесторами. Ступінь концентрації власності приблизно однаковий в США і Великобританії – на п'ять

найбільших акціонерів там доводиться в середньому відповідно 1/5 і 1/4 всіх випущених акцій корпорацій. Індивідуальними інвесторами в основному виступають представники середнього класу, що зберігають свої заощадження в цінних паперах і в силу свого непрофесіоналізму менш оперативно реагують на зміну біржової кон'юнктури, ніж великі утримувачі акцій. Подібна добровільна акумуляція коштів населення створює в країні сприятливий інвестиційний клімат, підвищує стійкість фінансових ринків, але у той же час розрізненість акціонерів породжує їх слабкість і укріплює позиції менеджерів.

У Великобританії і особливо в США існують обмеження різного ступеня тяжкості для великих інвесторів, що містяться в національному антимонопольному, податковому, антитрестовському законодавстві, а також у законодавстві, що регулює портфельні інвестиції фінансових інститутів. Американське і англійське законодавства традиційно більш рестриктивні по відношенню до інвесторів, що бажають придбати великі пакети акцій однієї фірми.

«Правова» теорія корпоративного управління пов'язує структуру відносин власності і контролю зі ступенем захисту прав акціонерів: чим він більш ефективний, тим нижче, при інших рівних умовах, концентрація прав власності і контролю [2]. З чого можна зробити висновок, що відсутність домінантного акціонера в англійських та американських корпораціях, і, відповідно, відсутність контролю з його боку, компенсується високорозвиненим інститутом права власності, що існує в цих країнах.

Якщо контроль над ефективною діяльністю корпорації з боку великого акціонера є внутрішнім механізмом, то загроза поглинання та зміни менеджменту являє собою зовнішній механізм корпоративного управління.

У країнах з англо-американською моделлю корпоративного управління, в умовах розпоршеної власності, виник особливий механізм зміцнення контролю над корпорацією – поглинання.

Корпоративний контроль є одним з найважливіших аспектів поглинання. У тих випадках, коли потенційному власнику вдається домовитися з менеджментом і радою директорів компанії, що поглинається, можна говорити про дружнє придбання або злиття. При ворожому поглинанні загарбник, який отримав контроль над корпорацією, прагне до заміни протидіючих керівників. Було виявлено, що менеджери активно боролися з загарбником, якщо поглинання загрожувало сильним зниженням особистих доходів або менеджери отримали б набагато меншу надбавку на власні акції до їх ринкової ціни в результаті поглинання.

Крім зміцнення контролю над корпорацією, поглинання переслідує ще одну, не менш важливу мету –

збільшення вартості акцій як поглинаючої компанії, так і компанії, що поглинається.

Оскільки наявність у корпорації 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, викуп часток відбувається з вигодою для акціонерів, з премією по відношенню до ринкової ціни, що враховує потенційний приріст в доходах компанії. По-друге, ряд досліджень підтверджують, що компанії, що пройшли через викуп, а потім знову емітували акції на загальному ринку, значно збільшували свої доходи. По-третє, багато угод з викупу націлене на диверсифіковані корпорації. Якщо агентські витрати таких компаній є наслідком надмірної диверсифікації, то реструктуризація приведе до їх природного скорочення.

**П**оширеним способом отримання контролю над корпорацією також є процедура банкрутства. Загроза банкрутства при неефективному функціонуванні корпорації і можливий подальший перехід контролю до кредиторів розглядають як важливий механізм корпоративного управління, очікуваним результатом якого є оздоровлення фінансів і підвищення ефективності корпорації.

Усе ж механізм поглинань як спосіб вирішення агентської проблеми має ряд протиріч. *По-перше*, поглинання є досить дорогим заходом, так як поглинаюча компанія змушена викупувати акції у існуючих акціонерів за ціною, що включає майбутні доходи. *По-друге*, поглинання може збільшити агентські витрати у випадку, коли поглинаюча компанія переплачує за акції при придбанні контролю над корпорацією. Розвинений ринок поглинань може стимулювати менеджерів до безперешкодного невиправданого розширення, що не завжди сприятливо позначається на вартості компанії. *По-третє*, поглинання є політично вразливим механізмом вирішення агентських проблем, так як їм протидіє менеджмент компанії, що поглинаються. У США, наприклад, протиборство вилилося в прийняття законів, що захищають компанії від ворожих поглинань. Крім того, небезпека поглинання штовхає менеджерів до реалізації тільки короткострокових проектів через побоювання зниження курсової вартості акцій. Також завжди існує ризик дестабілізації діяльності компанії - сторін поглинання.

Структура фінансування компанії також впливає на агентські витрати. 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. Менеджери прагнуть уникнути банкрутства, щоб не втратити контроль над компанією, роботу або репутацію. Таким чином, присутність боргу в структурі капіталу створює стимул працювати ефективніше, приймати кращі інвестиційні рішення, що знижує агентські витрати. Також структура капіталу впливає на ринкову вартість компанії. Згідно з «компромісною моделлю» залучення позикових коштів до певного моменту дає позитивний ефект збільшення

вартості компанії, але в 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.

Проте, слід зазначити, що в англо-американській моделі роль кредиторів в корпоративному управлінні не така велика, як в континентальній, внаслідок того, що англійські і американські корпорації основний капітал залучають не шляхом банківського кредитування, а через високоліквідний фондовий ринок.

Конвергенції інтересів найманих управлінців і компанії також сприяє фінансова мотивація вищого менеджменту.

Компенсаційний пакет вищого менеджменту, який отримав в західній літературі назву стимулюючого контракту, має, як правило, дві складові: фіксовану і змінну. Фіксованою частиною винагороди є дохід, який не залежить від результатів діяльності компанії. Що стосується змінної складової винагороди, вона може базуватися на абсолютних або відносних показниках діяльності компанії.

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, і контракти, винагорода за якими залежить від фінансових показників, таких як прибуток підприємства, обсяг грошових потоків і т. д.

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

**О**пціонні контракти, які набули популярності в 1990-і роки, тепер розглядають як основне джерело незаконних дій вищого менеджменту компанії. Багато аналітиків відзначають, що опціони були однією з причин порушень в області корпоративної статистики, які вилилися в серію корпоративних скандалів у США. Навмисна фальсифікація результатів фінансової звітності, завищення доходів з метою впливу на курс акцій в деяких випадках привели до краху найбільших корпорацій. На подолання ситуації, що склалася в короткі терміни був прийнятий акт Сарбайнса-Окслі. У сфері компенсаційної політики даний акт містить заборону на кредитування вищого менеджменту, а також заборону на продаж вищим менеджментом акцій своєї компанії.

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. «Золоті парашути» часто використовуються з метою спрощення процесу поглинання, і розглядається як додаткові витрати з отримання контролю.

Одним із основних засобів врегулювання фінансового аспекту відносин між менеджментом і акціонерами банку виступає дивідендна політика. Задача менеджменту полягає у визначенні оптимального співвідношення між величиною прибутку, що спрямовується на поповнення капіталу, та розміром дивідендних виплат акціонерам банку. 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. Вона випливає 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 зростає. 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 [4].

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 зростає 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 протиположній 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 капіталу (cost) і максимізує його вартість (value).

**З**а умов англо-американської системи, коли основні позикові кошти залучаються на фондовому ринку дивідендна політика корпорації відіграє надзвичайно важливу роль.

Інформація про дивіденди, що надходить на фінансовий ринок, є одним із визначальних чинників формування курсу акцій. Звістки про зниження або, ще гірше, невиклату дивідендів розцінюються як сигнал менеджерів про їхнє ставлення до перспектив фірми, а саме 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.

У березні цього року Федеральна Резервна система США опублікувала результати стрес-тестів американських банків. Найбільші американські банки, що пройшли стрес-тестування, поспішили заявити про підвищення дивідендів і викуп своїх акцій.

J. P. Morgan Chase & Co. першим з провідних американських банків оголосив про підвищення дивідендів і викуп акцій після отримання від Федеральної резервної системи (ФРС) США результатів стрес-тестування. J. P. Morgan заявив про свій намір підвищити дивіденд на 0,05 доларів і запустити нову програму викупу акцій на 15 млрд доларів. Ці повідомлення спонукали конкуруючі банки також поспішити зі своїми заявами.

Goldman Sachs Group тим часом також заявив про те, що не отримав заперечень проти викупу акцій на невизначену суму і потенційного підвищення дивіденду.

US Bancorp підвищив дивіденд на 56%. BB & T Corp. повідомив про те, що у ФРС не було заперечень проти підвищення дивідендів банку на 0,04 долара.

Bank of New York Mellon заявив про те, що центральний банк влаштовують його плани про викуп акцій на 1,16 млрд. доларів і подальші виплати в розмірі 0,13 долара на акцію в цьому році. Wells Fargo & Co., тим часом, збільшив дивіденд за 1-й квартал до 0,22 долара на акцію.

American Express повідомила про те, що ФРС не стала заперечувати проти планів розподілу капіталу компанії, які включають викуп акцій на суму до 4 млрд доларів і викупу в розмірі до 1 млрд доларів в 1-му кварталі 2013 року. American Express може також збільшити свій квартальний дивіденд до 0,2 долара з 0,18 долара.

Ці заяви підштовхнули котирування акцій J. P. Morgan і його великих конкурентів вгору. Папери цього банку подорожчали на 7%, а індекс провідних комерційних банків додав 4,4% [3].

## ВИСНОВКИ

Особливості економіко-правової інфраструктури, у рамках якої власники акцій можуть реалізувати свої права власності, і характер розподілу акціонерної власності визначають істотно різні механізми корпоративного управління. При цьому відсутність або порівняно

мале розповсюдження одних механізмів (пов'язаних наприклад з володінням великим пакетом акцій) може компенсуватися наявністю інших (таких, як ринок корпоративного контролю та ін.). У рамках англо-американської моделі фінансова складова корпоративного управління реалізується через розвинений ринок корпоративного контролю, фінансовий важіль, мотивацію вищого менеджменту та дивідендну політику. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. **Костюк О. М.** Методологічні засади формування механізму корпоративного управління в банках: міжнародний досвід / О. М. Костюк, О. В. Костюк // Вісник Дніпропетровського університету. – 2010. Т. 18. – № 10/2. – С. 46 – 53.

2. **Радыгин А.** Экономико-правовые факторы ограничения в становлении моделей корпоративного управления / А. Радыгин, А. Гонтмахер, И. Межеряупс, М. Турунцева. – М., 2004. – 93 с.

3. Asia Report [Електронний ресурс]. – 2012. – Режим доступу : <http://asiareport.ru/index.php/analytics/13177-jp-morgan-pervym-povyysil-dividend-posle-stress-testirovaniya>

4. **Modigliani F.** Corporate Income Taxes and the Cost of Capital / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. – 1963. – June. – P. 433 – 443.

**Науковий керівник** – д-р екон наук, проф. кафедри міжнародної економіки ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» **Костюк О. М.**