

Смовженко Т. С.

*д.е.н., професор,
ректор ДВНЗ «Університет банківської справи»;
Україна; e-mail: rector@ubs.gov.ua*

Денис О. Б.

*д.е.н., професор,
доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування
Інститут банківських технологій та бізнесу ДВНЗ «Університет банківської справи»;
Україна; e-mail: denysksenya@gmail.com*

АГЕНТСЬКІ ВИТРАТИ ЯК ФІНАНСОВІ ПЕРЕДУМОВИ ПОЯВИ КОРПОРАТИВНИХ КОНФЛІКТІВ

Анотація. В статті досліджено економічну сутність категорії «корпоративний конфлікт» та «агентські витрати». Узагальнено, що з позиції агентської теорії корпоративний конфлікт можна трактувати як результат порушення умов контракту однією із сторін – агентом чи принципалом. Показано, що агентські витрати виникають внаслідок відокремлення власності на капітал та управління капіталом. Виділено відмінні ознаки категорії «агентські витрати». Наведено структуру агентських витрат. Обґрунтовано вплив зростання залишкових агентських витрат на появу корпоративних конфліктів. Висвітлено відмінності розподілу залишкових витрат в умовах концентрованої та розпорошеної власності. Показано, що оцінка залишкових витрат можлива опосередкованими методами через знаходження залежностей між характеристиками фінансових відносин та прибутковістю. Наведено підходи до оцінки залишкових агентських витрат.

Ключові слова: корпоративний конфлікт, агентські відносини, агентські витрати, залишкові витрати.

Формул: 0; рис.: 1; табл.: 0; бібл.: 16

Smovzhenko T. S.

*doctor of economics, professor,
rector of the Banking University;
Ukraine; e-mail: rector@ubs.gov.ua*

Denys O. B.

*doctor of economics, , professor,
associated professor department of finance, banking and insurance
Institute of banking technology and business Banking University
Ukraine; e-mail: denysksenya@gmail.com*

AGENCY COSTS AS FINANCIAL GROUNDS OF CORPORATE CONFLICTS

Abstract. In the article the economic essence of the category "corporate conflict" and "agency costs" was investigated. It is summarized that from the position of agency theory, corporate conflict can be interpreted as a result of violation of contract terms by one of the parties – an agent or a principal. It is shown that agency costs arise from separation of ownership of capital and capital management. The distinctive features of the category "agent costs" were highlighted. The influence of growth of residual agency costs on the emergence of corporate conflicts was substantiated. The differences of distribution of residual costs in concentrated and dispersed property were highlighted. It is shown that the estimation of residual costs is possible by indirect methods to finding dependencies between characteristics of financial relations and profitability. The approaches to estimating residual agency costs were given.

Keywords: corporate conflict, agency relations, agency costs, residual costs.

JEL Classification: D23, G32, G34, M14, O16

Formulas: 0; fig.: 1; tabl.: 0; bibl.: 16

Смовженко Т. С.
д.э.н., профессор,
ректор ГВУЗ «Университет банковского дела»;
Украина; e-mail: rector@ubs.gov.ua

Денис О. Б.
д.э.н., профессор,
доцент кафедры финансов, банковского дела и страхования
Институт банковских технологий и бизнеса
ДВНЗ «Университет банковского дела»;
Украина; e-mail: denysksenya@gmail.com

АГЕНТСКИЕ РАСХОДЫ КАК ФИНАНСОВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ПОЯВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КОНФЛИКТОВ

Аннотация. В статье исследовано экономическую сущность категории «корпоративный конфликт» и «агентские расходы». Обзор, что с позиции агентской теории корпоративный конфликт можно трактовать как результат нарушения условий контракта одной из сторон – агентом или принципалом. Показано, что агентские расходы возникают в результате отделения собственности на капитал и управления капиталом. Выделены отличительные признаки категории «агентские расходы». Приведена структура агентских издержек. Обосновано влияние роста остаточных агентских затрат на появление корпоративных конфликтов. Освещены различия распределения остаточных потерь в условиях концентрированной и распыленной собственности. Показано, что оценка остаточных потерь возможна опосредованными методами через нахождение зависимостей между характеристиками финансовых отношений и доходностью. Приведены подходы к оценке остаточных агентских издержек.

Ключевые слова: корпоративный конфликт, агентские отношения, агентские расходы, остаточные потери.

Формул: 0; рис.: 1; табл.: 0; библи.: 16

Вступ. Серед проблем розвитку економічної теорії питання дослідження агентських витрат як передумов появи корпоративних конфліктів посідають важливе місце.

З огляду на об'єктивні особливості природи акціонерних товариств, що неминуче породжують конфлікти різної величини (наявність низки самостійних акціонерів-співвласників із різними інтересами та можливостями їх реалізації, розподіл функцій власності та управління, і т.д.) уникнути корпоративних конфліктів неможливо.

Водночас, масштаби та фінансові втрати від корпоративних конфліктів залежать від вчасної їх діагностики та вжиття превентивних заходів.

Необхідною складовою діагностики корпоративних конфліктів є визначення агентських витрат як фінансової передумови появи таких конфліктів.

Аналіз досліджень та постановка завдання.

Теоретико-методологічні засади конфліктності принципалів та агентів висвітлено у працях відомих зарубіжних вчених М. Дженсена, В.Меклінга, М. Єрмовської, Чах С. Регіональні відмінності розвитку конфліктів «принципал-агент» ґрунтовно досліджено Ла Порта. Ідеї більш широкого застосування концепції агентських відносин цікаво представлені Ч. Хіллом та Т. Джонсом. Питання опортунізму агентів, як основної причини появи корпоративних конфліктів глибоко досліджені О. Вільямсоном.

Водночас, віддаючи належне напрацюванням науковців, ознайомлення з літературними джерелами дозволяє стверджувати, що більшість досліджень науковців сфокусовані на відокремленому висвітленні агентських витрат та психологічних аспектів конфліктності принципалів з агентами, тоді як роль агентських витрат як фінансової передумови появи корпоративних конфліктів висвітлюється фрагментарно.

Значущість і логічна незавершеність висвітлення в наукових працях концептуальних підходів до визначення агентських витрат як фінансових передумов корпоративних конфліктів зумовлюють актуальність теми дослідження.

Метою статті є дослідження теоретичних основ агентських витрат, їх структури та впливу на появу корпоративних конфліктів.

Результати дослідження. Зважаючи на предмет дослідження, вважаємо доцільним уточнення суті понять «корпоративний конфлікт» та «агентські витрати».

Ознайомлення з публікаціями щодо конфліктності корпоративних відносин свідчить, що існує багато трактувань даної дефініції, однак спільним для більшості підходів є те, що корпоративний конфлікт – це конфлікт, який виникає в процесі діяльності корпорації, тобто між учасниками корпоративних відносин, або корпорацією і зовнішніми особами, які мають різні інтереси щодо управління корпорацією та здійснюють певні дії заради їх реалізації.

Загалом можна виділити три види конфліктів, які притаманні корпоративним відносинам у будь-якій країні:

- 1) конфлікти між менеджерами і власниками капіталу (акціонерами);
- 2) конфлікти між власниками контрольних пакетів акцій та міноритарними акціонерами;
- 3) конфлікти між компанією (акціонерами як групою) і зовнішніми групами

Незважаючи на різні форми прояву корпоративних конфліктів в їх основі лежить модель відносин «принципал-агент», базові постулати якої були закладені в 1960–1970-х роках у теорії агентських відносин, започаткованій В. Меклінгом та М. Дженсенем [1; 2].

В центрі досліджень представників агентської теорії є модель взаємовідносин «принципал – агент», відповідно до якої агентські відносини трактують як договір, за яким один чи кілька власників (принципали) за винагороду доручають іншим особам – менеджерам (агентам) управління фінансами від свого імені.

Взаємовідносини власників та менеджерів будуються на основі укладення письмового чи усного контракту. Однак, як підкреслювали дослідники, передбачити в контракті повне виконання всіх задекларованих обов'язків агентом практично неможливо через неповноту контрактів та інформаційну асиметрію на користь агента.

Публікації В. Меклінга та М. Дженсена доводять, що, з огляду на те, що і власники капіталу і менеджери у відносинах по різному оцінюють фінансові результати корпорації та власні внески, вони намагатимуться зменшити фінансові витрати, у зв'язку з чим є вагомими підстави вважати, що агент не буде завжди діяти в інтересах власника капіталу [2].

З позиції агентської теорії корпоративний конфлікт можна трактувати як результат порушення умов контракту однією із сторін – агентом чи принципалом.

Конфлікт у фінансових інтересах власників капіталу та менеджерів отримав назву «агентської проблеми», яка потенційно, відповідно до поглядів дослідників, виникає завжди, коли менеджер фірми володіє менше ніж 100% акціонерного капіталу, та спричиняє агентські витрати.

З огляду на те, що традиційно передумовою вважається певне явище чи фактор, які створюють «сприятливий фон» для розвитку подій, агентські витрати є тією ознакою фінансових відносин та/або фінансової діяльності, яка за незмінних обставин призводить до появи та розвитку корпоративних конфліктів.

Додамо, що категорія агентських витрат потребує уточнення, оскільки деякими вітчизняними дослідниками ототожнюється з категорією трансакційних витрат, трактування яких з'явилося дещо пізніше в рамках теорії трансакційних витрат сформульованої Р. Коузом в своїй відомій праці «Природа фірми».

За своєю суттю агентські витрати є витратами власника капіталу, які виникають внаслідок відокремлення функції власності від управління. Незважаючи на те, що з часом модель агентських відносин дослідники почали застосовувати до відносин різних груп котрагентів (не лише власників капіталу та управлінців) агентські витрати включають витрати та втрати принципала під час угоди.

Тоді як трансакційні витрати є ширшою категорією, що включає як витрати та втрати, які виникають при переході прав власності та внаслідок необхідності захисту прав власності. Трансакційні витрати додатково включають витрати на стадії до заключення угоди і в більшій мірі визначаються зовнішніми угодами.

З огляду на те, що агентські витрати, на думку більшості вчених, трактувалися як основна внутрішня перешкода для максимізації вартості компанії для власників, а отже і основній передумові корпоративних конфліктів, особлива увага надавалася вивченню їх складу, структури, впливу на прибутковість інвестицій власників та підходам до їх зниження.

Відповідно до поглядів Дженсена і Меклінга агентські витрати являють собою суму таких трьох груп витрат :

1. Витрати з моніторингу, які виникають, коли керівники намагаються контролювати або обмежувати дії агентів.

2. Витрати «прив'язки» агента, які виникають за умов накладання на агента додаткових договірних зобов'язань відносно корпорації, що обмежують дії агента щодо використання вигідних для нього можливостей та вимагають поведінки у відповідності до інтересів власників з можливістю передбачення певних санкцій за порушення.

3. Залишкові втрати, до яких відносили втрати принципалів внаслідок конфліктів у фінансових інтересах з агентами, які виникали, незважаючи, на використання заходів з моніторингу та «прив'язки» агента і за своєю суттю трактувалися як зниження вартості корпорації чи активу для власника [2].

Структуру агентських витрат наведено на рис.1

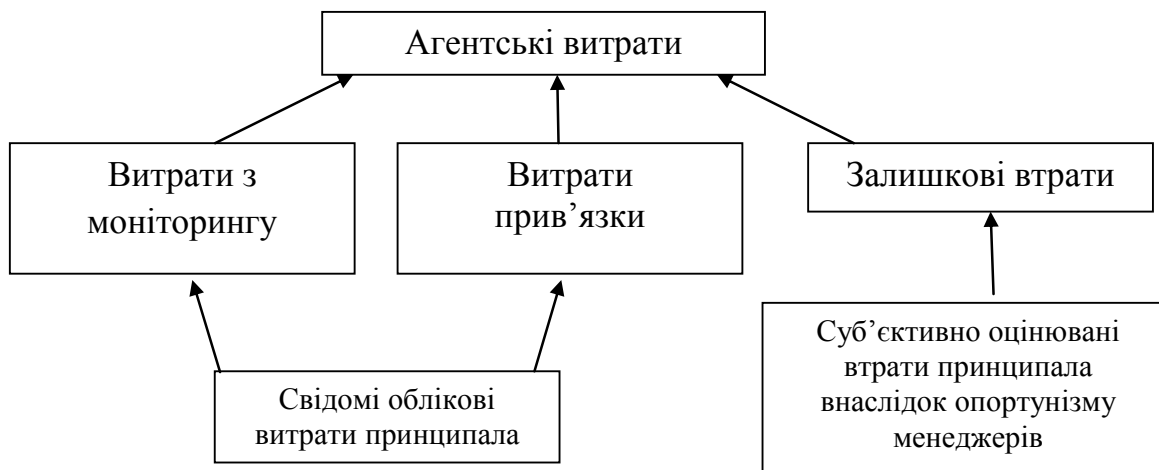


Рис. Структура агентських витрат

Дослідники зазначали взаємозв'язки агентських витрат та можливі варіанти їх перерозподілу між учасниками угоди. Так, було відмічено, що часто зменшення витрат на моніторинг супроводжується зростанням витрат на «прив'язку» агента. Також при дослідженні витрат моніторингу було зазначено, що за раціональності витрат моніторингу, власники або кредитори перекладатимуть частину витрат на агента, зменшуючи його винагороду. Так, в агентських відносинах власник капіталу-менеджер, винагороду менеджера буде зменшено на вартість моніторингу, оплачену власниками. При укладенні договору про надання кредиту, кредитор вимагатиме більш високі процентні ставки або інші умови кредитування, сприятливі для нього. У таких випадках витрати, понесені спочатку принципалом, потім перекладаються на агента [3, с.50].

Особлива увага дослідників була приділена дослідженню залишкових втрат, оскільки, як підкреслював О. Вільямсон, саме залишкові втрати є визначальними в оцінці принципалом того, як агенти максимізують вартість бізнесу, а призначення витрат з моніторингу та «прив'язки» агента відновити рентабельність фірми до рівня не відокремленої

власності [4;5]. Тобто за своєю суттю залишкові втрати є основною передумовою появи корпоративних конфліктів.

З огляду на це, логічним є пошук відповіді на запитання, які суб'єкти несуть залишкові втрати.

Для розгляду суб'єктів на яких припадають залишкові втрати доцільним є виокремлення первинних та вторинних агентських конфліктів.

Тривалий період часу (до 1980-х років) в центрі уваги дослідників були конфлікти менеджерів та власників корпорації, які з часом стали називати первинними агентськими конфліктами. При цьому вважалося, що основними суб'єктами які несли залишкові втрати були власники корпорації.

Увага до вторинних агентських корпоративних конфліктів, як конфліктів між власниками, з'явилася на межі ХХ–ХХІ століть, коли, під впливом процесів глобалізації, активізувалися дослідження особливостей конфліктів у фінансових інтересах учасників корпоративних відносин у різних країнах, які продемонстрували наявність суттєвих регіональних відмінностей у структурі корпоративного капіталу та розподілі залишкових втрат.

Зазначені дослідження дозволили виокремити суттєву характеристику корпоративних відносин, що впливає на появу конфліктів – нерівні можливості, фінансові інтереси та права різних груп акціонерів (власників великих пакетів акцій – мажоритаріїв і дрібних акціонерів – міноритаріїв) та, відповідно, різницю у відмінностях в розмірах агентських витрат в різних країнах [6].

Дослідження А. Шлейфера і Р. Вишні у 1986 році показали, що коли власність є слабо концентрованою, то контроль власників, як правило, слабкий, і ризик появи залишкових втрат власників є вищий [7].

Натомість у реаліях концентрованої власності у великих власників з'являється можливість нав'язувати компанії угоди, вигідні їм, але які при цьому ущемляють фінансові інтереси дрібних акціонерів. Це обумовлено тим, що в багатьох випадках за концентрованої власності контролюючий акціонер одночасно виконує функції менеджера або має суттєвий опосередкований вплив на прийняття управлінських рішень.

Результатами переважно прикладних досліджень цього періоду стали поява поняття «приватні вигоди контролю».

Приватні вигоди контролю визначалися як отримання додаткових прибутків внаслідок використання переваг, які надає володіння контрольним пакетом акцій. За таких обставин, навіть якщо мажоритарний акціонер формально отримує однакові прибутки на акцію, додаткові доходи він має можливість отримати за рахунок механізмів агентського опортунізму - призначення трансфертних цін, фінансово вигідної співпраці з підконтрольними структурами, використання конфіденційної інформації для отримання додаткових прибутків у власних цілях тощо.

Якщо для країн з дисперсними структурами акціонерної власності основні втрати розглядалися внаслідок зловживань менеджерів та розподілялися пропорційно між власниками акціонерного капіталу у вигляді меншого розміру дивіденду чи падіння ринкової ціни акцій, то концентровані структури акціонерної власності продемонстрували можливість нерівномірного розподілу прибутків на користь власника контрольного пакету акцій та залишкових втрат серед міноритарних акціонерів.

З огляду на вагому роль залишкових втрат значна увага дослідників була присвячена питанням їх виміру та оцінки.

Було визначено, що основні труднощі у вимірюванні агентських втрат обумовлюються двома чинниками: по-перше, суб'єктивністю індивідуальної оцінки принципалом цінності бізнесу; по-друге, впливом поведінкового аспекту на зростання втрат.

Дослідники виділяли три основні складових поведінкових аспектів індивідів, що впливають на появу залишкових витрат: управлінський опортунізм, обмежена раціональність індивідів та різне сприйняття ризику агентами та принципалами.

З трьох складових поведінкових аспектів, особлива увага надавалася управлінському опортунізму, тлумачення якого було введено О. Вільямсоном [8, с.43].

До типових опортуністичних дій агентів, що спричиняють залишкові витрати принципала, належить такі: отримання менеджерами додаткових привілеїв; інвестиції в не вигідні для власників проекти; супротив вигідним для власників проектам та угодам; використання механізму трансфертних цін у власних інтересах; дії щодо невиправданого зростання масштабів бізнесу тощо.

Відповідно, основні залишкові втрати принципалів включають: недоотримання частки прибутку внаслідок несправедливого перерозподілу ресурсів компанії на користь менеджменту; недоотримання власниками прибутків через невиплату вкладених інвесторами коштів (дивіденди, проценти за позиковими коштами) чи недостатній рівень генерованого компанією прибутку; недоотримання прибутків внаслідок високої вартості зовнішнього боргу та акціонерного фінансування для компанії тощо.

З огляду на практичну неможливість точного виміру залишкових агентських втрат, дослідження в рамках агентської теорії були сконцентровані на використанні методів математичного моделювання для пошуку взаємозв'язку між зміною показників прибутковості інвестицій власників та факторами, що на них впливають [2;10; 11;12;13].

Загалом можна виділити два підходи до дослідження рівня залишкових агентських втрат:

1) пошук взаємозв'язків між структурою капіталу корпорації та агентськими втратами. За даних досліджень, як гіпотези, більшістю дослідників бралися одне з двох припущень: позитивний вплив розподілу частки акціонерного капіталу серед певної групи інвесторів (менеджерів або інституційних інвесторів) на зростання акціонерної цінності та/або позитивний вплив контролю кредиторів компанії;

2) пошук взаємозв'язку між використанням моніторингу, обмежень та стимулів (тобто по суті витратами моніторингу) та даними, що дозволяють зробити припущення про зменшення залишкових втрат власників капіталу (зростання прибутку на акцію, підвищення рівня рентабельності капіталу, ринкова капіталізація тощо).

Хоча однозначних висновків щодо залежностей між часткою власності менеджерів та інституційних інвесторів та лінійних взаємозв'язків між витратами моніторингу, стимулу та залишковими втратами не було зроблено, у багатьох дослідженнях було визначено позитивний вплив боргового фінансування на результати діяльності компаній.

Позитивний вплив концентрації власності на показники діяльності компаній засвідчили результати досліджень Д. Ліча і Дж. Ліхі, що проаналізували у 1991 році дані щодо 470 англійських компаній, які котирували свої акції на біржі, і дійшли такого висновку: чим жорсткіший тип контролю вдається встановити акціонерам, тим вищими виявляються характеристики рентабельності (частка прибутку в ціні) у відповідній компанії [9].

Дослідження взаємозв'язків витрат моніторингу, прив'язки та залишкових втрат теж виявилися неоднозначними. За цим напрямком дослідники намагалися визначити як впливає склад та структура ради директорів на показники прибутковості компанії.

Науковці Ebraheem Saleem, Salem Alzoubi Mohamad Hisyam Selamat, аналізуючи фундаментальні та прикладні дослідження питання чисельності ради директорів та її впливу на фінансові результати, дійшли до висновку, що хоча напрямок впливу не був чітко визначеним, більшість досліджень показали позитивний взаємозв'язок між розміром ради і фінансовими результатами діяльності компанії. З огляду на це, розмір ради директорів трактувався як один з основних аспектів ефективного моніторингу та зниження залишкових втрат [10].

При цьому, якщо дослідники Т. Ліптон і В. Лорч рекомендували як ідеальну чисельність ради – вісім або дев'ять директорів, то М. Дженсен стверджував, що, коли рада налічує більш ніж сім чи вісім членів, вона є менш ефективною в координації процесів, що, у свою чергу, послаблює контроль [10].

У дослідженні взаємозв'язку витрат прив'язки та залишкових втрат, основна увага дослідників була сконцентрована на чутливості (здатності вирівнювати фінансові інтереси менеджерів з акціонерами) компенсаційних пакетів, оскільки, аналогічно до витрат моніторингу, збільшуючи агентські витрати стимулювання, компенсаційні контракти спрямовані на зниження залишкових втрат принципалів.

Однак при цьому однозначних висновків також не було зроблено. Дослідження початку 1980-х років, присвячені емпіричному виявленню залежності між кількістю акцій в руках менеджерів компанії і корпоративною ефективністю, показали недостатню їх ефективність і думки з питання впливу власності менеджерів на ефективність діяльності компанії розділилися. Одні відкидали гіпотезу існування такої залежності, мотивуючи скандалами через зловживання менеджерів можливостями опціонних контрактів, інші стверджували, що інсайдерська власність позитивно впливає на ефективність діяльності компанії. Третій тип досліджень виявив позитивний вплив для невеликих пакетів акцій в руках менеджерів і негативний – для великих пакетів.

Розбіжності були зумовлені тим, що, як зазначає Д. Деніс, для багатьох країн є тільки обмежені емпіричні докази щодо питань, пов'язаних з ефективністю рад директорів і з компенсаційними пакетами, а для деяких немає ніяких доказів взагалі [11].

При спробі дати фінансову оцінку залишкових втрат які виникають в окремих власників внаслідок приватних вигод власників контрольних пакетів акцій та додаткових агентських втрат міноритарних акціонерів у вигляді упущеної вигоди, дослідники прийшли до висновку, що оцінка достатньо складна і можлива лише непрямыми методами. Зокрема, Л. Зінгалес розглядав два опосередкованих методи оцінки приватних вигід контролю: як різницю між сплаченою ціною за контрольний пакет акцій і його ринковою ціною на наступний день після оголошення угоди та як різницю цін між двома типами акцій, що мають рівні або близькі права на дивіденди, але розрізняються за правом голосу [16].

Висновки Узагальнюючи вищенаведене можна зробити наступні висновки та узагальнення.

В основі появи корпоративних конфліктів власника капіталу та особи якій делеговані функції щодо управління капіталом лежать не стільки психологічні як фінансові передумови у вигляді зростаючих залишкових втрат.

За своєю суттю залишкові втрати є недоотриманою вигодою власника капіталу, розмір якої визначається на основі власної суб'єктивної оцінки.

Превентивними заходами щодо появи корпоративних конфліктів є оцінка та зниження залишкових втрат принципалів.

З огляду на суб'єктивність оцінки точний вимір залишкових втрат неможливий. Оцінка залишкових втрат можлива опосередкованими методами через знаходження залежностей між характеристиками фінансових відносин та прибутковістю.

Література

1. Jensen, M. C. Modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [Text] / M. C. Jensen // *Journal of Finance*. – 1993. – Vol. 48, № 3. – P. 831–880.
2. Jensen, M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [Text] / M. Jensen, W. H. Meckling // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3, Issue 4. – P. 305–360.
3. Saltaji, I. Mf. Corporate governance and agency theory how to control agency costs [Text] / I. Mf. Saltaji // *Internal Auditing and Risk Management*. – 2013. – Vol. 32, Issue 1. – P. 51–64.
4. Williamson, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance [Text] / O. E. Williamson // *The Journal of Finance*. – 1988. – Vol. 43, Issue 3. – P. 567–591.
5. Williamson, O. E. Transaction–Cost Economics: The Governance of Contractual Relations [Text] / O. E. Williamson // *Firms, organizations and contracts: a reader in industrial organization* / edited by Peter J. Buckley, Jonathan Michie. – Oxford : New York : Oxford University Press, 1996. – P. 168–198. – Series Oxford Management Readers.
6. Coffee, J. C., Jr. A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ [Text] / J. C. Coffee, Jr // *Oxford Review of Economic Policy*. – 2005. – Vol. 21, Issue 2. – P. 198–211.
7. Shah, S. N. The Principal – Agent Problem in Finance (a summary) [Electronic resource] / S. N. Shah. – Available at: http://www.cfainstitute.org/learning/foundation/research/Documents/principal-agent_problem_in_finance.pdf.
8. Уильямсон, О. И. Поведенческие предпосылки современного экономического анализа [Электронный ресурс] / О. И. Уильямсон ; пер. А. В. Беянина // *THESIS: теория и история экономических и социальных институтов и систем*. – 1993. – Вып. 3. – С. 39–49. – Режим доступа: https://igiti.hse.ru/data/001/314/1234/3_1_3Willi.pdf.

9. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы [Электронный ресурс] / А. Д. Радыгин и др. ; Институт экономики переходного периода. – Режим доступа: www.iep.ru/files/text/usaid/cg-otchet.pdf.

10. Alzoubi, E. S. S. The Effectiveness of Corporate Governance Mechanisms on Constraining Earning Management: Literature Review and Proposed Framework [Text] / Ebraheem Saleem Salem Alzoubi, Mohamad Hisyam Selamat // *International Journal of Global Business*. – 2012. – Vol. 5, № 1. – P. 17–35.

11. La Porta, R. Agency Problems and Dividend Policies around the World [Electronic resource] / Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. – Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082>.

12. Jerzemowska, M. The Main Agency Problems and Their Consequences [Text] / M. Jerzemowska // *Acta Oeconomica Pragensia*. – 2006. – Roè 14, È. 3. – P. 9–16.

13. Eisenhardt, K. M. Agency theory: An assessment and review [Text] / K. M. Eisenhardt // *The Academy of Management Review*. – 1989. – Vol. 14, № 1. – P. 57–74.

14. Bebchuk, L. A. Executive Compensation as an Agency Problem [Text] / Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried // *Journal of Economic Perspectives*. – 2003. – Vol. 17, № 3. – P. 71–92.

15. Denis, D. K. International Corporate Governance [Electronic resource] / Diane K. Denis, John J. McConnell // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2003. – Vol. 38, Issue 1. – P. 1–36. – Available at: <https://econpapers.repec.org/article/cupjfinqa/default11.htm#v38:i01>.

16. Зінгалес, Л. Переваги володіння контрольним пакетом акцій, методи їх оцінки та можливі наслідки для ринку [Електронний ресурс] / Л. Зінгалес. – Режим доступу: http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/200.htm.

Стаття надійшла до редакції 25.10.2017

© Смовженко Т. С., Денис О. Б.

References

1. Jensen, M. C. (1993). Modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831–880.

2. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

3. Saltaji, I. M. (2013). Corporate governance and agency theory how to control agency costs. *Internal Auditing and Risk Management*, 32(1), 51–64.

4. Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate. *The Journal of Finance*, 43(3), 567–591.

5. Buckley, P. J., & Michie, J. (Eds.). (1996). Transaction–Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Firms, organizations and contracts: a reader in industrial organization*, 168–198. New York: Oxford University Press.

6. Coffee, J. C., Jr. (2005). A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 198–211.

7. Shah, S. N. *The Principal – Agent Problem in Finance*. Available at: http://www.cfainstitute.org/learning/foundation/research/Documents/principal-agent_problem_in_finance.pdf

8. Uiliamson, O. I. (1993). Поведенческие предпосылки современного экономического анализа. *THESIS: teoriia istoriia ekonomicheskikh i sotsialnykh institutov i system*, 3, 39–49.

9. Radygin, A. D. *Vnutrennie mekhanizmy korporativnogo upravleniia: nekotorye prikladnye problemy*. Available at: www.iep.ru/files/text/usaid/cg-otchet.pdf

10. Alzoubi, E. S. S., & Selamat, M. H. (2012). The Effectiveness of Corporate Governance Mechanisms on Constraining Earning Management: Literature Review and Proposed Framework. *International Journal of Global Business*, 5(1), 17–35.

11. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. *Agency Problems and Dividend Policies around the World*. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082>

12. Jerzemowska, M. (2006). The Main Agency Problems and Their Consequences. *Acta Oeconomica Pragensia*, 14(3), 9–16.

13. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.

14. Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71–92.

15. Denis, D. K., & I McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–36. Available at: <https://econpapers.repec.org/article/cupjfinqa/default11.htm#v38:i01>

16. Zinhales, L. *Perevahy volodinnia kontrolnym paketom aksii, metody ikh otsinky ta moshlyvi naslidky dlia rynku*. Available at: http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/200.htm

Received 25.10.2017

©Smovzhenko T. S., Denys O. B.