

УДК 339.72.015:339.92

РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ НАУКОВИХ КОНЦЕПЦІЙ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ТНК

Заліско О. І.

Аспірантка кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор Циганов С. А.

Анотація. *Проведено ретроспективний порівняльний аналіз існуючих теорій структури капіталу ТНК. Виявлено існування дев'яти таких теорій: теорія чистого операційного прибутку, теорія чистого прибутку, традиційний підхід, теорія Міллера-Модильяні, компромісна теорія, теорія агентських витрат, сигнальна теорія, теорія ієрархій, теорія корпоративного контролю. Виявлено спільні та відмінні риси наведених теорій. Визначено загальні та специфічні теорії структури капіталу. Проведено групування теорій за змістовною основою. Розроблено їх багатокритеріальну класифікацію, у рамках якої із чотирьох критеріїв три розроблено автором уперше. За спільністю змістовної основи розглянуто теорії, що базуються на методі чистого операційного прибутку; теорії, що базуються на методі чистого прибутку; динамічні теорії та компромісну теорію, яка не відноситься до жодної групи в рамках даного критерію класифікації. За предметом дослідження теорії поділено на ендогенні та екзогенні, а за об'єктом дослідження – на загальні та специфічні.*

Доведено, що теорію Міллера-Модильяні слід розглядати в рамках різних груп теорій, зважаючи на принципово різний зміст окремих її частин. Базова версія теорії (без урахування корпоративних та особистих податків) відноситься до статичних теорій. Друга частина (із урахуванням корпоративних податків) також є статичною, а третя частина (із урахуванням корпоративних та особистих податків) має інший предмет дослідження. Вона розглядає вплив особистих податків акціонерів та кредиторів на структуру капіталу. Тому вона є динамічною.

На основі проведеного дослідження запропоновано авторське визначення корпоративної структури капіталу як сукупності економічних відносин, які виникають та розвиваються у процесі залучення й використання корпораціями фінансових ресурсів, забезпечуючи формування оптимального співвідношення між власними та позиковими коштами, а також комплекс відповідних фінансових, управлінських та інших заходів, які забезпечують таке співвідношення.

Ключові слова: *структура капіталу ТНК, теорії корпоративної структури капіталу, теорія Міллера-Модильяні, власні кошти, залучені кошти, статичні теорії структури капіталу, динамічні теорії структури капіталу.*

Постановка проблеми. Оптимізація структури капіталу та мінімізація вартості фінансування завжди були одним із головних завдань фінансового менеджменту корпорацій. Зважаючи на розмаїття теоретичних підходів і концепцій, які намагаються вирішити згадані оптимізаційні проблеми, а також на відсутність єдиного загальноприйнятого бачення оптимальної структури капіталу в сучасній теорії і практиці корпоративних фінансів, досліджувана проблема є актуальною і, на наш погляд, не втратить своєї актуальності ще

тривалий час. Оптимальне бюджетування сприяє досягненню корпораціями їх стратегічних та фінансових цілей, формуванню ефективної конкурентної політики, їх подальшому розвитку та зростанню. Виважена та обґрунтована політика залучення коштів визначає й можливості їх використання, що, у свою чергу, впливає на формування системи фінансово-господарських результатів.

Особливої актуальності набуває ця проблема в контексті глобальної діяльності сучасних ТНК, які мають значно ширші можливості залучення коштів, порівняно з місцевими корпораціями. Внутрішня корпоративна мережа здатна акумулювати величезні ресурси на глобальному рівні, забезпечуючи потреби у фінансуванні окремих структурних підрозділів та не вдаючись до зовнішніх запозичень. За таких умов можливості та резерви для формування структури капіталу є значно ширшими та більш різноманітними, що потребує їх вивчення, дослідження та наукового осмислення.

Більше того, наші дослідження показали, що специфічної теорії структури капіталу ТНК немає, натомість для її аналізу застосовуються стандартні теорії корпоративної структури капіталу. Тому для адекватного аналізу самої структури капіталу, зокрема в частині її емпіричного тестування, важливим та необхідним є всебічне дослідження цих теорій, їх порівняльний аналіз, з'ясування особливостей їх еволюційного розвитку.

Мета статті – З огляду на вищезазначене, метою нашої статті є розробка комплексної багатокритеріальної класифікації існуючих у сучасних умовах теорій корпоративної структури капіталу на основі проведення їх порівняльного аналізу та визначення спільних та відмінних рис. Виконання цього завдання дозволить, на наш погляд, сформувати належне теоретичне підґрунтя для проведення подальших досліджень, зокрема й емпіричних.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, яким присвячена стаття. Однак, попри наявність достатньої кількості наукових публікацій у цій сфері, ряд аспектів потребують уточнення, наукового осмислення й додаткових досліджень. Так, приміром, відсутня комплексна класифікація теорій корпоративної структури капіталу, яка б дозволила краще зрозуміти сутність різних підходів до аналізу структури капіталу, виділити їх спільні та відмінні риси, провівши порівняльний аналіз. Більше того, у багатьох дослідженнях всі теорії навіть не називаються взагалі, натомість їх автори аналізують 3-4 теорії, не даючи комплексного бачення розвитку наукової думки у цій сфері. Аналізуючи переважно теорію Міллера-Модильяні, багато вчених не враховують, що в сучасних умовах інші теорії також пояснюють ряд важливих практичних аспектів формування структури капіталу корпорацій, іноді – навіть краще, ніж названа теорія.

Основні результати дослідження. Аналіз існуючої наукової літератури з даної проблематики дозволяє зробити висновок, що існує 9 теоретичних концепцій, які пояснюють, якою повинна бути корпоративна структура капіталу, та вивчають різні аспекти її формування та взаємозв'язку з іншими показниками діяльності корпорацій. Розглянемо їх докладніше.

Історично першою теорією, як вдалося з'ясувати в рамках нашого дослідження, є теорія чистого операційного прибутку¹ Девіда Дюрана [7]. Власне він є автором двох теорій – вищезазначеної, а також теорії чистого прибутку.

Головна ідея теорії чистого операційного прибутку полягає в тім, що рівень заборгованості не впливає на вартість фінансування та ринкову вартість корпорації. Натомість, ринкова вартість визначається передусім рівнем чистого операційного прибутку (ЕВІТ²).

¹ Net operating income approach.

² Earnings before interest and tax – дохід до сплати відсотків та податків.

У цій та інших теоріях структури капіталу використовується таке поняття як середньозважена вартість капіталу, яка розраховується за формулою:

$$WACC = \frac{D_T}{A_T} \cdot r_D + \frac{E}{A_T} \cdot r_E, \quad (1)$$

де $WACC$ – середньозважена вартість капіталу,
 D_T – сукупний борг,
 r_D – середня вартість боргового фінансування,
 E – акціонерний капітал,
 r_E – середня вартість акціонерного фінансування.

Сутність цієї теорії якнайкраще, на наш погляд, можна зрозуміти на прикладі. Нехай чистий операційний прибуток корпорації становить 20 млн. дол., а рівень її заборгованості – 18 млн. дол. Середньозважена вартість капіталу становить 12%, а середня вартість позикового капіталу – 8%. В умовах досконалого ринку, зокрема відсутності податків, чистий прибуток компанії дорівнює різниці між чистим операційним прибутком та відсотковими платежами, у нашому випадку – це 18 560 000 (20 000 000 – 1440 000). Загальна вартість корпорації, за цією теорією, визначається на основі дисконтування ЕВІТ за загальною нормою дохідності ($WACC$). У нашому випадку вона дорівнює 166 666 666,7 млн. дол. (20 000 000 / 0,12). Вартість акціонерного капіталу визначається як різниця між загальною вартістю корпорації та її позиковим капіталом та становить у нашому випадку 148 666 666,7 млн. дол. (166 666 666,7 – 18 000 000). Із цих даних можемо отримати дохідність акціонерного капіталу, яка становить 12,48% (18 560 000 / 148 666 666,7 * 100 %).

Слід звернути увагу, що за цим підходом загальна норма дохідності та дохідність позикового капіталу не змінюються із зростанням рівня заборгованості, а дохідність акціонерного капіталу зростає. Це впливає із методології визначення вартості фірми, наведеної вище, за якою визначення загальної ринкової вартості корпорації відбувається без урахування рівня заборгованості

Теорія чистого прибутку³ виходить із припущення про те, що норма дохідності акціонерного капіталу не залежить від рівня заборгованості, тобто вона не зростає із зростанням обсягу позикового капіталу фірми. Тому $WACC$ повинна знижуватися із зростанням рівня заборгованості, оскільки вартість позикового фінансування лишається незмінною. Це означає, що якщо корпорація повністю фінансується за рахунок власного капіталу, її $WACC$ дорівнюватиме нормі дохідності акціонерного капіталу. Якщо ж вона повністю фінансуватиметься за рахунок позикових коштів, то $WACC$ дорівнюватиме середній вартості боргового фінансування. Функція $WACC$ є перманентно спадною.

Ситуація повного позикового фінансування, очевидно, є мало ймовірною в реальному житті. У такому разі корпорація повинна збанкрутувати. І, як зазначають Брейлі та Майерс, якщо при повному борговому фінансуванні компанії вдалося не збанкрутувати, тоді її акції все ж зберігають певну вартість, і вона не може бути реально фінансованою позиковими коштами на 100% [5, с. 477-478]. Така теоретична ситуація, за Брейлі та Майерсом, є унікальною в тому розумінні, що при банкрутстві компанії її кредитори автоматично стають її власниками, а, отже, вона знову стає на 100% фінансованою за рахунок власних коштів. При цьому, нові акціонери не погоджуються на норму дохідності акціонерного капіталу, меншу від тієї, яку мали попередні акціонери. Тому цей підхід, власне,

³ Net income approach.

й отримав назву «чистого прибутку», оскільки акціонери нормують чистий прибуток за однаковою ставкою, яка не залежить від рівня заборгованості.

Теорія Міллера-Модильяні (ММ) вважається в сучасних умовах домінуючою. Це – нобелівська теорія. У цілому вона підтримує концепцію теорії чистого операційного прибутку, часто ці дві теорії навіть ототожнюють. Теорія ММ в цілому складається із трьох частин. Перша, базова, – стосується досконалого ринку. Друга частина теорії досліджує вищезазначені питання в умовах наявності корпоративних податків. Третя її частина – розроблена Мертоном Міллером – проводить аналогічний аналіз в умовах наявності не лише корпоративних, але й особистих податків. Окрім цього, Міллером та Модильяні ретельно було досліджено також проблеми дивідендної політики фірми⁴.

Базова версія теорії ММ викладена авторами в спільній публікації 1958 року та базується головню на 2-х теоремах. Теорема 1 [14, с. 268-269] стверджує, що ринкова вартість корпорації не залежить від структури її капіталу, а визначається нормою капіталізації очікуваного доходу у фірмах її класу. Іншими словами, середня вартість капіталу будь-якої фірми є повністю незалежною від його структури, а дорівнює нормі капіталізації чистого потоку від акцій у її класі фірм. Якщо розглянути певну компанію j , а її операційний прибуток на рівні – \bar{X}_j , то, за теоремою 1 повинна витримуватися така рівність:

$$V_j = (S_j + D_j) \equiv \frac{\bar{X}_j}{p_k}, \quad (2)$$

де V_j – ринкова вартість фірми,
 S_j – ринкова вартість акцій фірми,
 D_j – ринкова вартість заборгованості компанії,
 p_k – норма капіталізації.

Теорема 2 виводиться з теореми 1 і стосується дохідності акцій корпорації із позиковим капіталом [14, с. 271]. Її формулюють так: очікувана дохідність i акцій корпорації j у класі k є лінійною функцією від рівня її заборгованості:

$$i_j = p_k + (p_k - r) \frac{D_j}{S_j}. \quad (3)$$

де i_j – очікувана дохідність акцій,
 r – відсоткова ставка за позиковим капіталом.

Це означає, що очікувана дохідність акцій дорівнює сумі норми капіталізації акціонерного потоку капіталу в даному класі та премії за фінансовий ризик, яка визначається як добуток різниці між p_k і r та коефіцієнта «позиковий капітал – власний капітал».

Друга частина теорії ММ, як уже зазначалося, стосується структури капіталу в умовах наявності корпоративних податків. Із урахуванням існування корпоративних податків дві вищенаведені теореми ММ видозмінюються. Головною причиною зміни політики структури капіталу є існування так званого податкового щита, який дозволяє мінімізувати обсяг податкового навантаження шляхом збільшення частки позикового капіталу.

Отже, теорему 1 тепер можна сформулювати так: структура капіталу впливає на ринкову вартість фірми, оскільки, у випадку залучення позикових коштів, додатково створює

⁴У даній статті ми не розглядатимемо ту частину теорії ММ, яка стосується дивідендної політики, оскільки вона не має безпосереднього відношення до структури капіталу.

так званий податковий щит. Вартість корпорації із позиковим капіталом є більшою від вартості корпорації, що фінансується лише власними коштами, на величину цього щита [13, с. 436]:

Теорема 2 із урахуванням ставки корпоративного податку також підлягає модифікації. У цьому випадку структура капіталу впливає на середньозважену вартість капіталу корпорації – із збільшенням обсягу позикових коштів вартість капіталу знижується, а її оптимальний рівень досягається, фактично, при 100% борговому фінансуванні [13, с. 439]:

Остання частина теорії ММ, яка, власне, була розроблена вже лише Мертоном Міллером, стосується аналізу проблем формування структури капіталу в умовах наявності корпоративних та особистих податків [12]. Міллер встановив, що головним джерелом доходу за облігаціями є відсотки, а за акціями – дивіденди та приріст капіталу. Він емпірично показав, що відсоткові доходи від облігацій оподатковуються в середньому за ставкою 38,6%, у той час, як довготерміновий прибуток від приросту капіталу за акціями – за ставкою лише 20%, при тому, що сам податок відтермінується та сплачується лише тоді, коли акцію продають. З погляду індивіда-власника, ця різниця – на користь акцій. Поведінковий характер фінансової стратегії індивіда передбачає, що при рівних ставках оподаткування він повинен вимагати більш високу дохідність за акціями (оскільки вони є більш ризиковим цінним папером у принципі), ніж за облігаціями, але через сприятливий податковий режим ця більш висока дохідність за акціями буде дещо нижчою [6, с. 577].

Наступна теорія – так звана традиційна теорія або, як її ще називають, традиційний підхід. Попри помилки та неточності, які зустрічаються в літературі, ця теорія не була історично першою. Часто, що пов'язано, на нашу думку, із власне назвою цієї теорії, її наводять першою – перед аналізом інших теорій та підходів. Це й зумовило існування стереотипу про те, що вона виникла першою, що не відповідає дійсності.

У більшості наукових джерел цей підхід асоціюють із іменами Джей Фреда Уестона та Езри Соломона. Як зазначає ж сам Уестон, логіка традиційного підходу ґрунтується на самій природі корпорації та поведінці інвесторів [20, с. 107]. Він пояснює цю природу тим, що інститут корпорації є засобом трансмісії частини фінансового ризику із власників на кредиторів, а оскільки ризик власників обмежений лише їхнім внеском до статуту корпорації, вони тим самим знижують свої потенційні втрати. Потенційні ж прибутки власників не є такими обмеженими, у той час, як характер та можливості отримання прибутків (зазнаття збитків) з погляду кредиторів є зовсім іншими.

Головна ідея цієї теорії полягає в тім, що оптимальна структура капіталу досягається при мінімізації середньозваженої вартості капіталу корпорації та максимізації її ринкової вартості. Точніше, оптимізація структури капіталу дозволяє збільшити її ринкову вартість та мінімувати середньозважену вартість капіталу. Цього можна досягти за рахунок збільшення обсягу позикового капіталу, однак, лише до певної межі, після досягнення якої вартість капіталу почне знову зростати [20, с. 106].

У рамках аналізу традиційного підходу слід зазначити, що мінімізація WACC не завжди означатиме максимізацію ринкової вартості корпорації. Так, WACC знижується при зростанні ринкової вартості за умови незмінного операційного прибутку. Ще однією умовою ідентичності мінімізації WACC та максимізації ринкової вартості є витримування теореми 1 у рамках теорії ММ, про що мова йшла вище. Однак, слід зазначити, що для акціонерів пріоритетним завданням є саме максимізація ринкової вартості, а не мінімізація WACC, тому при невитримуванні вищенаведених умов пріоритети будуть різнитися.

Отже, вартість боргового фінансування (R_D) залишається незмінною (r_D) до певного значення коефіцієнта «позиковий капітал – власний капітал»⁵ (R_{DE}^D), коли надмірне зростання рівня заборгованості призводить до зростання вартості боргового фінансування (рис. 1).

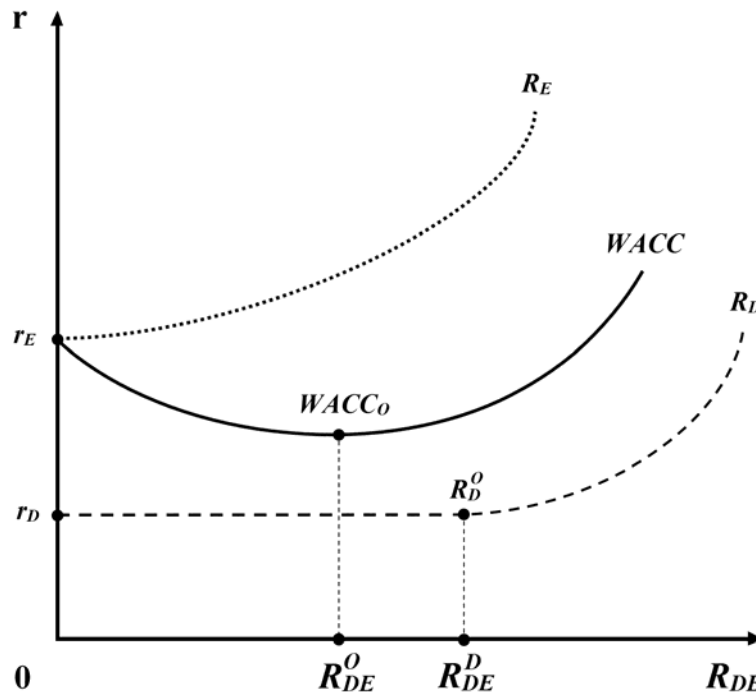


Рис. 1. Традиційний підхід до структури капіталу.

Джерело: модифіковано автором на основі джерела [5, с. 479].

Вартість же фінансування власним капіталом (R_E) зростає постійно при зростанні рівня заборгованості. Середньозважена ж вартість капіталу знижується на проміжку від 0 до R_{DE}^O , оскільки використання позикових коштів компенсує зростання вартості акціонерного фінансування. Коли заборгованість досягає рівня R_{DE}^O , структура капіталу стає оптимальною – досягається найнижче значення вартості фінансування – WACC₀. Після цього рівня вартість капіталу починає зростати.

Підводячи підсумки аналізу традиційного підходу, слід зазначити, що іноді теорію чистого прибутку називають окремим випадком традиційної теорії – коли норми дохідності акціонерного та позикового капіталу не змінюються.

Щодо компромісної теорії⁶ структури капіталу, то тут існує два підходи до її ідентифікації. Одні джерела ототожнюють цю теорію із другою частиною теорії ММ, зокрема в частині модифікації другої теореми з поправкою на корпоративні податки. Під компромісом тут розуміється пошук певного балансу між зниженням вартості капіталу за рахунок збільшення обсягу позикових коштів та зростанням фінансового ризику внаслідок зростання заборгованості, а також виникненням пов'язаних із цим додаткових витрат.

Інші джерела виділяють цю теорію окремо. Ми займаємо саме таку позицію з двох основних міркувань. По-перше, раніше ми вже відокремили теорію ММ та теорію чистого операційного прибутку, а їх також часто поєднують, бо теорія ММ і базується, фактично, на методі чистого операційного прибутку. Однак, все ж остання виникла раніше від теорії ММ та була чітко викладена Дюраном у більш ранній праці. По-друге, нас усе ж ціка-

⁵ У сучасній літературі для характеристики рівня заборгованості використовують переважно саме цей коефіцієнт. Однак, на наш погляд, тут можна використати будь-який показник заборгованості.

⁶ Trade-off theory.

вить хронологічна ідентифікація цих теорій, а також встановлення логічного зв'язку між ними та послідовності розвитку наукової думки у цій сфері. А компромісна теорія, як нам вдалося з'ясувати, активно розроблялася іншими вченими – Аланом Краусом і Томасом Літценбергером, які опублікували відповідну працю в 1973 році [11].

Одним із ключових положень цієї теорії є існування ряду інших витрат⁷, які включалися із аналізу в рамках теорії ММ, котра розглядала досконалий ринок. До таких витрат відносять, приміром, витрати, пов'язані із банкрутством, або ліквідаційні витрати [6, с. 578]⁸. Це зумовлено тим, що банкрутство як таке супроводжується значними юридичними та бухгалтерськими витратами, а також витратами, пов'язаними з утриманням зв'язків із клієнтами, постачальниками, посередниками тощо. Окрім цього, ліквідація призводить до суттєвих втрат ліквідності під час продажу активів, що формує додаткові витрати. Іншим аспектом ліквідаційних проблем є втрата працівників, постачальників та замовників. При наявності значних обсягів заборгованості ці витрати стають ще більшими. Підраховано, що часто сукупні витрати, пов'язані із банкрутством, складають більше 20% вартості корпорації [4, с. 92].

Ці витрати можна поділити на 2 групи: витрати, пов'язані із ймовірністю фінансових негараздів (підвищення вартості фінансування та ін.), та витрати, які, власне, можуть виникнути у випадку настання таких негараздів (переважно, про них йшлося вище). Головна ідея компромісної теорії полягає у тім, що структура капіталу корпорації повинна формуватися на основі компромісу між податковими перевагами позикового капіталу, з одного боку, та високими відсотковими ставками і значними витратами, пов'язаними із банкрутством, з іншого. За цією теорією, вартість фірми, що використовує позикові кошти, дорівнює сумі вартості фірми, що їх не використовує, та сукупності вартостей додаткових сторонніх ефектів, таких як податковий щит, ліквідаційні витрати тощо. При цьому оптимальною вважається така структура капіталу, за якої зазначена сукупна вартість додаткових сторонніх ефектів дорівнює нулю, тобто витрати, пов'язані з банкрутством, компенсуються перевагами податкового щита.

Теорія агентських витрат у певному розумінні схожа на компромісну теорію, оскільки в її основі також лежать особливі витрати, які виключалися із аналізу раніше через існування нереалістичних припущень. У цій теорії йдеться про так звані агентські витрати – витрати, пов'язані з моніторингом діяльності менеджменту з метою контролю за виконанням ними усіх контрактних зобов'язань перед кредиторами та акціонерами [19, с. 460]. Авторство цієї теорії належить Майклу Дженсену та Уільяму Меклінгу, які опублікували результати своїх досліджень у статті 1976 року [9].

У теорії агентських витрат діяльність корпорації розглядається через призму відносин між її власниками – принципалами та уповноваженими ними керівниками компанії – агентами⁹. Теорія базується на тому припущенні, що інтереси вищеназваних сторін часто протирічать, а тому агенти можуть діяти не в інтересах принципалів, а у власних інтересах. Тому діяльність менеджерів слід контролювати, що пов'язано з певними – агентськими – витратами. Окрім цього, конфлікти також можуть виникати і між власниками та кредиторами. Приміром, рішення про додатковий випуск боргових зобов'язань може бути на користь акціонерам, однак може бути чинником прямого ризику для вже існуючих власників боргових паперів корпорації.

⁷ Російський професор Федорович, приміром, називає ці витрати витратами на забезпечення фінансової стійкості [4].

⁸ Іноді також можуть включати й агентські витрати, але в нашому дослідженні вони розглядатимуться в рамках теорії агентських витрат.

⁹ Часто цю теорію навіть називають «проблема агент-принципал».

Головна ідея цієї теорії в контексті формування структури капіталу полягає в тому, що незалежно від того, хто безпосередньо несе такі агентські витрати, зрештою вони все одно лягають на акціонерів. Приміром, для здійснення моніторингу кредитори корпорації вимагатимуть вищої дохідності, що призведе до зростання відсоткових ставок за позиковим капіталом, а це, у свою чергу, призведе до зниження дохідності акціонерного капіталу. Тому наявність таких агентських витрат стримує зростання заборгованості [19, с. 460].

Сигнальна теорія, яку ще називають теорією асиметричної інформації¹⁰, була в найширшому сенсі сформульована на прикладі ринку праці нобелівським лауреатом Майклом Спенсом у 1973 році, однак у контексті структури капіталу прийнято вважати, що головний доробок належить Стефену Россу [17], який опублікував відповідну працю 1977 року. Сутність цієї теорії полягає в тому, що маючи інсайдерську або будь-яку обмежену інформацію, менеджери корпорації приймають певні (часто – на перший погляд нестандартні) рішення, чим дають відповідні сигнали ринку.

Приміром, володіючи обмеженою інформацією стосовно позитивних перспектив корпорації, яка, однак, потребує для цього додаткових капіталовкладень, менеджери повинні прийняти рішення щодо залучення цих додаткових коштів. Якщо той, хто приймає такі рішення, є акціонером компанії, то він розуміє, що в разі залучення додаткових коштів шляхом додаткової емісії акцій, його власна очікувана дохідність знизиться. Це зумовлено тією обставиною, що в разі успішної реалізації проекту, інсайдерська інформація стосовно якого була у менеджера, прибутки слід буде розподіляти не лише серед існуючих до початку проекту акціонерів, але й серед нових – залучених для реалізації проекту з метою його фінансування. Це означає, що такі менеджери не повинні бути зацікавлені випускати додаткові акції. Натомість, володіння негативною інформацією стосовно перспектив корпорації призводитиме до зворотної ситуації. Її менеджери зацікавлені залучати додаткових акціонерів з метою зниження ризику.

Відповідно до цієї теорії, оголошення про нові випуски акцій повинно призводити до зниження вартості акцій, оскільки є негативним сигналом для ринку, у той час як оголошення про збільшення позикового фінансування – навпаки – до зростання вартості акцій. Емпіричні дослідження в більшості випадків підтверджують теоретичні положення про негативну реакцію ринку на додаткові емісії акцій, а щодо додаткового залучення позикового капіталу – ситуація менш однозначна. Ще одним вельми важливим висновком цієї теорії є те, що у структурі капіталу корпорацій, навіть у нормальних умовах, повинно бути відносно більше власних коштів та відносно менше позикових із тим, щоби забезпечити резерв для боргового фінансування в разі появи нових позитивних перспектив розвитку компанії [6, с. 580].

Авторами теорії ієрархій, яка виникла 1984 року, вважаються відомі вчені Стюарт Майєрс та Ніколас Мейлаф [15], хоча в сучасній науці визначають, що її підвалини були закладені ще задовго до цього – 1961 року у монографії Гордона Доналдсона. Теорія ієрархій розглядає 3 джерела фінансування корпорації: внутрішні кошти (реінвестування прибутку), залучення позикового капіталу та випуск нових акцій. Сама ідея ієрархії полягає в тому, що корпорації повинні використовувати ці джерела фінансування саме в такому порядку, як вони наведені вище. Спочатку необхідні джерела мобілізуються за рахунок внутрішніх джерел, потім залучається додатковий позиковий капітал, а згодом, коли всі попередні джерела вичерпані, випускаються нові акції як джерело «останньої інстанції».

¹⁰ У сучасній літературі ця теорія зустрічається під обома назвами (оригінальні назви – відповідно *signaling theory* та *asymmetric information theory*). Однак, з нашої точки зору, у контексті структури капіталу її все ж краще називати сигнальною теорією, оскільки теорія асиметричної інформації є значно більш широкою та загальною. У принципі, сигнальну теорію можна навіть розглядати як окрему частину теорії асиметричної інформації.

Теорія ієрархій стверджує, що корпорація випускатиме акції лише у випадку, коли вони будуть переоцінені – це дасть можливість залучити більше коштів, ніж акції корпорації реально коштують на ринку. У випадку ж недооцінки акцій ринком, корпорація не випускатиме їх. Менеджери корпорації для випуску або не випуску акцій повинні мати в цілому більше інформації, ніж ринок, а також повинні обрати вдалий час, коли здійснити емісію. У цій частині ми бачимо зв'язок цієї теорії із сигнальною теорією, оскільки емісія акцій є, у певному сенсі, сигналом для ринку про те, що акції є переоцінені. Якщо ж корпорація випускає боргові папери, то це може бути сигналом про те, що акції є недооцінені.

Слід також відзначити 3 важливі практичні висновки теорії ієрархій [16, с. 440].

По-перше, вона не передбачає існування оптимальної структури капіталу. Натомість, рівень заборгованості корпорації повинен визначатися її реальними фінансовими потребами, а також, власне, встановленою теорією ієрархією джерел фінансування.

По-друге, прибуткові корпорації мають відносно нижчі показники використання позикового капіталу. Це зумовлено їхньою здатністю мобілізувати внутрішні кошти.

По-третє, корпорації часто формують для себе певний резерв часу, який матеріалізується у формуванні певного резерву коштів для потенційних майбутніх проектів.

Підсумовуючи наш аналіз різних теорій корпоративної структури капіталу, відзначимо, що в сучасній літературі подекуди можна зустріти й інші підходи, які так чи інакше стосуються проблематики формування структури капіталу корпорацій. Приміром, російський дослідник В. О. Федорович також виділяє так звану теорію корпоративного контролю, виникнення якої зумовлено хвилею злиттів та ворожих поглинань [4, с. 93]. Він відзначає, що за цією теорією структура капіталу спричинює до значного впливу на вартість корпорації під час виникнення потенційного ризику її поглинання. Ця теорія пояснює зміни у структурі капіталу лише у короткотерміновому періоді. Приміром, під час загрози ворожого поглинання корпорація починає збільшувати боргове навантаження та викупає звичайні акції в існуючих акціонерів [4, с. 94]. При цьому збільшується ймовірність нівелювання економічного інтересу з боку корпорації, що планує поглинання.

Ще одним цікавим аспектом дослідження Федоровича є, на наш погляд, розподіл теорій на статичні та динамічні. У рамках статичних теорій раціональною¹¹ вважається така структура капіталу, за якої ринкова вартість корпорації є максимальною [4, с. 91]. Динамічні ж теорії не передбачають формалізованого чи кількісного співвідношення між елементами капіталу, а базуються на врахуванні потоку інформації, який ринок отримує від корпорації. При цьому, раціональна структура капіталу представляє собою ранжовану фінансову ієрархію джерел стратегічного та оперативного фінансування, а менеджери віддають перевагу внутрішнім джерелам. До динамічних теорій Федорович відносить теорію ієрархій, сигнальну теорію, теорію агентських витрат і теорію корпоративного контролю [4, с. 93]¹². Статичними теоріями він вважає теорію ММ, традиційний підхід та компромісну теорію.

Проведений аналіз теорій корпоративної структури капіталу дозволяє зробити ряд важливих висновків та узагальнень.

По-перше, корпоративна структура капіталу – це сукупність економічних відносин, які виникають та розвиваються у процесі залучення й використання корпораціями фінансових ресурсів, та забезпечують формування оптимального співвідношення між власними та позиковими коштами, а також комплекс відповідних фінансових, управлінських та

¹¹ Під раціональною, очевидно, мається на увазі оптимальна структура капіталу.

¹² Усього він виділяє 7 теорій структури капіталу.

інших заходів, які забезпечують таке співвідношення. Щодо розподілу теорій структури капіталу на статичні та динамічні, то тут ми погоджуємося із наведеним вище підходом, однак, оскільки в нашому дослідженні самих теорій більше, то їх слід додатково класифікувати. На наш погляд, терміни «статична» та «динамічна» можуть, власне, бути застосованими по відношенню до самої структури капіталу. У статичних теоріях структура капіталу є статичною, вона не змінюється, а самі теорії визначають вплив тієї чи іншої структури капіталу на різні показники діяльності корпорацій, насамперед на ринкову вартість та вартість капіталу. У динамічних теоріях під впливом різноманітних чинників змінюється сама структура капіталу, у чому й полягає динаміка. Тому серед досліджених нами теорій до групи статичних можна віднести теорію чистого операційного прибутку, теорію чистого прибутку і традиційний підхід. До групи динамічних теорій відносимо теорію агентських витрат, сигнальну теорію, теорію ієрархій і теорію корпоративного контролю. Щодо компромісної теорії, то вона, на нашу думку, поєднує елементи як статичних, так і динамічних теорій. Тому вона не підлягає чіткій ідентифікації в рамках нашого дослідження (рис. 2).



Рис. 2. Класифікація теорій корпоративної структури капіталу.

Джерело: авторська розробка.

Слід більш уважно підходити до ідентифікації теорії ММ. Очевидно, що базова версія теорії ММ – без урахування корпоративних та особистих податків – дійсно відноситься до статичних теорій. Вона розглядає вплив структури капіталу на WACC та ринкову вартість корпорації. Друга частина теорії – із урахуванням корпоративних податків – також є статичною, предмет її аналізу є таким же, але просто враховується існування корпоративних податків. Третя ж частина теорії – із урахуванням корпоративних та особистих податків – має інший предмет дослідження. Вона розглядає вплив особистих податків акціонерів та кредиторів на структуру капіталу. Тому ця теорія є динамічною.

По-друге, різні теорії мають різний предмет дослідження. Цікаво, що поділ теорій за предметом дослідження збігається із поділом їх на статичні та динамічні. Так, предметом дослідження статичних теорій є вплив структури капіталу на окремі показники діяльності корпорацій, головню – на вартість капіталу, ринкову вартість корпорації, дохідність акціонерного капіталу. Предметом дослідження динамічних теорій є вплив на структуру капіталу різних чинників, приміром, сигналів ринку, агентських витрат, ліквідаційних витрат тощо. По-суті, у статичних теоріях структура капіталу є ендогенним чинником, а в динамічних – екзогенним.

По-третє, можна виділити ще один критерій класифікації теорій структури капіталу – за об'єктом дослідження. Усі теорії, з нашої точки зору, можна поділити на дві групи: загальні та специфічні. Загальні теорії мають значно ширший об'єкт дослідження, який включає не лише корпоративну структуру капіталу. Об'єкт же дослідження специфічних теорій є значно більш вузьким – він охоплює власне лише відносини, що виникають та розвиваються у процесі формування корпораціями капіталу.

По-четверте, досліджені теорії можна також згрупувати на основі їхньої змістовної близькості.

Так, із самого початку нашого дослідження бачимо кілька теорій, які базуються на методі чистого операційного прибутку. До другої групи можна віднести теорії, що базуються на методі чистого прибутку. Буферною зоною між ними є компромісна теорія, вона не відноситься до жодної із зазначених груп теорій, а у певному розумінні їх поєднує. До третьої групи теорій слід, на наш погляд, віднести всі загальні теорії, а також ту частину теорії ММ, яка враховує корпоративні та особисті податки. Разом – це динамічні теорії. Ця група теорій у цілому базується на аналізі різноманітних чинників впливу на структуру капіталу.

У рамках дослідження даної проблематики слід виділити деякі напрями подальшого удосконалення існуючих положень та підходів. Насамперед, ґрунтовного удосконалення потребує власне теорія структури капіталу. Річ у тім, що попри існування багатьох підходів до її аналізу, жоден із них не дає конкретних практичних рекомендацій щодо діяльності фінансових менеджерів корпорацій. Формування такої теорії є, на наш погляд, необхідним, однак і супроводжується багатьма проблемами. Приміром, існують доволі обмежені теоретичні напрацювання в частині формування структури капіталу ТНК. Міжнародні корпорації представлені у таких дослідженнях переважно як об'єкт емпіричного тестування існуючих теорій.

Список використаної літератури

1. Деркач І. О. Комплекс економіко-математичних моделей управління підприємством на засадах концепції левериджу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / І. О. Деркач. – Київ, 2005. – 23 с.

2. Дзюба П. В. Структура капіталу сучасних ТНК (на прикладі компаній харчової промисловості) / П. В. Дзюба // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 67 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2007. – Ч. I. – С. 266-279.
3. Рогач О. І. Особливості фінансової системи транснаціональних корпорацій / О. І. Рогач // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія : Міжнародні відносини. – К. : КНУ імені Тараса Шевченка ; ВПЦ «Київський університет», 2002. – Вип. 23. – С. 200-204.
4. Федорович В. О. Рациональная структура капитала корпорации как база роста инновационной стоимости её имущественного комплекса / В. О. Федорович // Сибирская финансовая школа. – 2012. – № 3. – С. 91-97.
5. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.
6. Brigham E. F. Financial Management: Theory and Practice / Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt. – [12th Edition]. – Mason, OH, USA : Thomson South-Western, 2008. – 1074 p.
7. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement / David Durand // Conference on Research in Business Finance, 1952, National Bureau of Economic Research. – NBER, 1952. – P. 215-262.
8. González V. M. Leverage and Corporate Performance: International Evidence / Víctor M. González // International Review of Economics and Finance. – 2013. – Vol. 25, № C. – P. 169-184.
9. Jensen M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / Michael C. Jensen, William H. Meckling // The Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, № 4. – P. 305-360.
10. Joliet R. Capital Structure Effects of International Expansion / Rober Joliet, Aline Muller // Journal of Multinational Financial Management. – 2013. – Vol. 23, № 5. – P. 375-393.
11. Kraus A. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage / Alan Kraus, Robert H. Litzenberger // The Journal of Finance. – 1973. – Vol. 28, № 4. – P. 911-922.
12. Miller M. Debt and Taxes / Merton Miller // The Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32, № 2. – P. 261-275.
13. Modigliani F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / Franco Modigliani, Merton H. Miller // The American Economic Review. – 1963. – Vol. 53, № 3. – P. 433-443.
14. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / Franco Modigliani, Merton H. Miller // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, № 3. – P. 261-297.
15. Myers S. C. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have / Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf // The Journal of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13, № 3. – P. 187-221.
16. Ross S. A. Corporate Finance / Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. – [6th Edition]. – Boston, London, New York : McGraw-Hill Irwin, 2002. – 912 p.
17. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach / Stephen A. Ross // The Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol. 8, № 1. – P. 23-40.
18. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values / Ezra Solomon // Journal of Business. – 1955. – Vol. 28, № 2. – P. 213-221.

19. Van Horne J. C. Fundamentals of Financial Management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Jr. – [13th Edition]. – Harlow (England), London, New York : Prentice Hall Inc., Financial Times, 2008. – 719 p.
20. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions / J. Fred Weston // Southern Economic Journal. – 1963. – Vol. 30, № 1. – P. 105-112.

RETROSPECTIVE ANALYSIS OF MNE CAPITAL STRUCTURE SCIENTIFIC CONCEPT

Zalisko O. I.

Ph.D. Student of the Department of International Finance of the Institute of International Relations of Taras Shevchenko National University of Kyiv.

Scientific Supervisor: Ph.D., Doctor of Economics, Prof. Sergiy A. Tsyganov.

Abstract. *The existing MNE capital structure theories comparative retrospective analysis is carried out. Nine of such existing theories are discovered: net operating income approach, net income approach, Miller-Modigliani theory, traditional approach, trade-off theory, agency theory, signaling theory, pecking order theory and corporate control theory. Their common and peculiar features are justified. General and specific capital structure theories are defined. The grouping of theories according to their content base is carried out. The multi criteria classification of capital structure theories is elaborated. The three of four criteria under this classification are suggested by the author for the first time. By the similarity of its notional basis the following theories are considered: theories based on net operating income approach, theories based on net income approach, dynamic theories and a trade-off theory which is not attributed to any certain theories group under this classification criterion. By the research subject theories are divided into endogenous and exogenous and by the research object they are classified as general and specific ones.*

The Miller-Modigliani theory is proved to be considered under several groups of theories since its different parts differ substantially. The basic version of the theory that does not consider corporate and personal taxes is attributed to static theories. The second part that considers corporate taxes is also regarded as static one but its third part considering corporate and personal taxes has a different research subject. It explores the influence of shareholders and creditors personal taxes on capital structure. Thus, it is a dynamic theory.

The author's definition of the corporate capital structure is suggested on the basis of the conducted analysis. It represents the system of economic relations that appear and develop while corporations attract and utilize financial resources and also promote the optimal interrelation between equity and debt. These relations also include a complex of respective financial, managerial and other activities that assure the mentioned optimization.

Key words: *MNE capital structure, corporate capital structure theories, Miller-Modigliani theory, equity financing, debt financing, static capital structure theories, dynamic capital structure theories.*

Referances

1. Derkach I. O. Kompleks ekonomiko-matematichnyh vodeley upravlinnya pidpryemstvom na zasadah konceptsiyi leverydzhuzhu : avtoref. dys. na zdobuttya nauk. stupenya kand. ekon. nauk : spets. 08.03.02 «Ekonomiko-matematichne modelyuvannya» / I. O. Derkach. – Kyiv, 2005. – 23 s.
2. Dziuba P. V. Struktura kapitalu suchasnykh TNK (na prykladi kompaniy kharchovoyi promyslovosti) / P. V. Dziuba // Aktualni problemy mizhnarodnykh vidnosyn : Zb. nauk. prats. – Vyp. 67 : U 2 ch. – K. : Instytut mizhnarodnykh vidnosyn KNU imeni Tarasa Shevchenka. – 2007. – Ch. I. – S. 266-279.
3. Rogach O. I. Osoblyvosti finansovoyi systemy transnatsionalnykh korporatsiy / O. I. Rogach // Visnyk Kyivskogo natsionalnogo universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriya : Mizhnarodni vidnosyny. – K. : KNU imeni Tarasa Shevchenka ; VPC «Kyivskiy universytet», 2002. – Vyp. 23. – S. 200-204.

4. Fedorovich V. O. Ratsionalnaya struktura kapitala kak baza rosta innovatsionnoy stoimosti yeyo imushchestvennogo kompleksa / V. O. Fedorovich // Sibirskaya finansovaya shkola. – 2012. – № 3. – S. 91-97.
5. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.
6. Brigham E. F. Financial Management: Theory and Practice / Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt. – [12th Edition]. – Mason, OH, USA : Thomson South-Western, 2008. – 1074 p.
7. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement / David Durand // Conference on Research in Business Finance, 1952, National Bureau of Economic Research. – NBER, 1952. – P. 215-262.
8. González V. M. Leverage and Corporate Performance: International Evidence / Víctor M. González // International Review of Economics and Finance. – 2013. – Vol. 25, № C. – P. 169-184.
9. Jensen M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / Michael C. Jensen, William H. Meckling // The Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, № 4. – P. 305-360.
10. Joliet R. Capital Structure Effects of International Expansion / Rober Joliet, Aline Muller // Journal of International Financial Management. – 2013. – Vol. 23, № 5. – P. 375-393.
11. Kraus A. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage / Alan Kraus, Robert H. Litzenberger // The Journal of Finance. – 1973. – Vol. 28, № 4. – P. 911-922.
12. Miller M. Debt and Taxes / Merton Miller // The Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32, № 2. – P. 261-275.
13. Modigliani F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / Franco Modigliani, Merton H. Miller // The American Economic Review. – 1963. – Vol. 53, № 3. – P. 433-443.
14. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / Franco Modigliani, Merton H. Miller // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, № 3. – P. 261-297.
15. Myers S. C. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have / Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf // The Journal of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13, № 3. – P. 187-221.
16. Ross S. A. Corporate Finance / Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. – [6th Edition]. – Boston, London, New York : McGraw-Hill Irwin, 2002. – 912 p.
17. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach / Stephen A. Ross // The Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol. 8, № 1. – P. 23-40.
18. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values / Ezra Solomon // Journal of Business. – 1955. – Vol. 28, № 2. – P. 213-221.
19. Van Horne J. C. Fundamentals of Financial Management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Jr. – [1-3th Edition]. – Harlow (England), London, New York : Prentice Hall Inc., Financial Times, 2008. – 719 p.
20. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions / J. Fred Weston // Southern Economic Journal. – 1963. – Vol. 30, № 1. – P. 105-112.

РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ АНАЛИЗ НАУЧНЫХ КОНЦЕПЦИЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ТНК

Залиско О. И.

Аспирантка кафедры международных финансов Института международных отношений Киевского национального университета имени Тараса Шевченко.

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор Цыганов С. А.

Аннотация. Проведён ретроспективный сравнительный анализ существующих теорий структуры капитала ТНК. Выявлено существование девяти таких теорий: теория чистой операционной прибыли, теория чистой прибыли, традиционный подход, теория Миллера-Модильяни, компромиссная теория, теория агентских издержек, сигнальная теория, теория иерархий, теория корпоративного контроля. Определены общие и отличительные черты рассмотренных теорий. Идентифицированы общие и специфические теории структуры капитала. Проведено группирование теорий по содержательной основе. Разработана их многокритериальная классификация, в рамках которой из четырёх критериев три предложено автором впервые. По общности содержательной основы рассмотрены теории, базирующиеся на методе чистой операционной прибыли; теории, базирующиеся на методе чистой прибыли; динамические теории и компромисс-

ная теория, которая не относится ни к одной группе в рамках данного критерия классификации. В зависимости от предмета исследования теории классифицированы на эндогенные и экзогенные, а в зависимости от объекта исследования – на общие и специфические.

Доказано, что теорию Миллера-Модильяни следует рассматривать в рамках разных групп теорий, что обусловлено принципиальными различиями между отдельными ее составляющими. Базовая версия теории (без учёта корпоративных и личных налогов) относится к статическим теориям. Вторая часть (с учётом корпоративных налогов) также является статический, а третья составляющая (с учётом корпоративных и личных налогов) имеет совсем другой предмет исследования. Она рассматривает влияние личных налогов акционеров и кредиторов на структуру капитала. Поэтому она является динамической.

На основании проведенного исследования предложено авторское определение корпоративной структуры капитала как совокупности экономических отношений, которые возникают и развиваются в процессе привлечения и использования корпорациями финансовых ресурсов, обеспечивая формирование оптимального соотношения между собственными и заёмными средствами, а также комплекс соответствующих финансовых, управленческих и других мер, обеспечивающих такое соотношение.

Ключевые слова: структура капитала ТНК, теории корпоративной структуры капитала, теория Миллера-Модильяни, собственные средства, привлечённые средства, статические теории структуры капитала, динамические теории структуры капитала.