

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ ТЕОРІЇ УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Основна умова сталого соціально-економічного розвитку України є ефективне функціонування підприємств. Структура капіталу підприємств, механізм його формування та використання безпосередньо визначають успішний розвиток і ефективність діяльності господарюючого суб'єкта. Питання управління структурою капіталу є ключовими в області фінансового управління підприємством. Встановлення оптимального співвідношення між власним та позиковим капіталом, формування сучасного інструментарію визначення такого співвідношення, своєчасне та ефективне реагування на зміну зовнішніх факторів є необхідною умовою ефективного функціонування українських підприємств і зумовлює актуальність досліджень у цьому напрямку.

Проте, у корпоративних фінансах не існує більше спірної концепції, ніж теорія управління структурою капіталу компанії. За останні 50 років, з моменту виходу першої роботи по цій темі, було розроблено безліч підходів та теорій, які доповнюються і вдосконалюються до сьогодні. Статичні теорії можна розглянути в наступному порядку: традиціоналістський підхід Д. Дюрана, основоположні теорії Ф. Модільяні і М. Міллера, агентські моделі, статична компромісна теорія, теорія ієрархії і гіпотеза пристосування до ринку. Розглядаючи теорії в хронологічній послідовності їх опублікування, можна виділити основні етапи розвитку теорії структури капіталу, простежити, як теорія доповнювалася новими факторами і умовами.

Традиціоналістський підхід до структури капіталу був єдиним аж до 1958 року, тобто до появи теорії Модільяні-Міллера. Найбільший внесок в розвиток цього підходу зробив Давид Дюран, який опублікував в 1952 р статтю "Вартість боргу і власного капіталу компанії: тенденції та проблеми вимірювання" [1], в якій довів необхідність вибору такої структури капіталу, яка максимізувала б вартість компанії. Відповідно до цієї теорії, у компанії існує певна оптимальна структура капіталу, яка максимізує її вартість і мінімізує середньозважену вартість капіталу.

Сучасні теорії управління структурою капіталу ґрунтуються на роботах Франко Модільяні і Мертона Міллера, яким належить "правило байдужості". Суть його полягає в тому, що фінансові рішення компанії, і, зокрема, рішення щодо формування структури капіталу не впливають на її вартість [2]. В основу теорії, описаної

авторами, були покладені жорсткі обмежувальні передумови і використовуючи ці передумови, вони довели, що вартість компанії визначається виключно її майбутніми доходами і не залежить від її структури капіталу. Пізніше деякі припущення початкової теорії Модільяні-Міллера був пом'якшені. Так, наприклад, були введені корпоративні податки і витрати фінансових труднощів компанії, що виникають як наслідок використання боргу [3]. Міллером пізніше була розроблена теорія, що враховує крім корпоративних податків податки на власників капіталу [4].

Агентські моделі структури капіталу, основу яких заклали М.К. Дженсен і У.Х. Меклінг [5] в 1976 році, присвячені аналізу взаємовпливу агентських конфліктів і структури капіталу і в їх центрі знаходяться питання конфліктів - конфлікту менеджерів і акціонерів, розбіжності акціонерів і кредиторів, проблеми отримання контролю над компанією. Як показують різні агентські моделі (Дженсена-Меклінг [5], Харріса-Равіва [6], Гросмана-Харта [7]), збільшення частки позикового фінансування призводить до зниження гостроти конфлікту між менеджерами і акціонерами, а також до скорочення втрат від неефективного менеджменту. Як наслідок, оптимальна величина боргового навантаження, що визначається відповідно до компромісної моделлю, виявляється заниженою. Харві, Лінс і Ропер в 2004 році проаналізували компанії в країнах з перехідною економікою і відзначили наявність значних агентських витрат [8].

Компромісна модель структури капіталу (trade-off theory) тісно пов'язана з поняттям оптимальної структури капіталу. Відповідно до цієї теорії, компанія вибирає таку структуру капіталу, яка максимізує різницю між вигодами (в більшості випадків це вигоди податкового захисту) і витратами залучення позикових коштів (витратами банкрутства і агентські витратами), що призводить до максимізації вартості компанії. Сучасна компромісна теорія допускає можливість існування діапазону оптимального значення структури капіталу, який визначається в залежності від ставлення власників і менеджерів до ризику [9].

Ієрархічна теорія структури капіталу С. Майерса і Н. Мейлафа (1984) показала, яким чином асиметрія інформації впливає на формування структури капіталу компаній [10]. Їх модель вважається базовою інвестиційною моделлю і

ґрунтується на аналізі переваг менеджерів щодо вибору джерел фінансування, тобто існування ієрархії фінансування. Теорія ієрархії передбачає, що у окремої корпорації не існує будь-якого певного планового коефіцієнта боргового навантаження. Компанія завжди буде прагнути залучити спочатку джерело фінансування вищої ієрархії, яке буде мати меншу ціну і найменший ризик.

Фактор відстеження ринку був вперше включений в модель структури капіталу М. Бейкером і Дж. Ваглером в опублікованій ними роботі 2002 р. [11]. Автори стверджували, що відстеження ринку може бути не просто одним з параметрів, що впливає на підсумкове співвідношення позикового і власного капіталу компанії, а впливати на це співвідношення вирішальним чином. Теорія відстеження ринку постулює наявність довгострокового впливу відстеження ринку акцій на структуру капіталу компаній. Відповідно до цієї теорії, структура капіталу - це кумулятивний ефект усіх минулих дій компанії по відстеженню ринку. Це означає, що у неї не існує цільової структури капіталу. Структура капіталу формується стихійно в результаті реалізації сучасних сприятливих можливостей, що складаються на ринку.

Динамічні моделі умовно можна розділити на два типи: сигнальні і компромісні. Першими з'явилися сигнальні моделі, які акцентували увагу, в першу чергу, на проблемі асиметрії інформації між менеджерами та інвесторами. Динамічна компромісна концепція структури капіталу виникла недавно, проте в даний час вона найбільш активно розвивається у порівнянні з іншими теоріями структури капіталу. Модель С Росса передбачає можливість менеджерів впливати на рівень ризику, що сприймається інвесторами [12]. В рамках динамічної компромісної теорії, на відміну від інших моделей і теорій, є більше можливостей пояснення динаміки структури капіталу.

Проаналізувавши ключові теоретичні динамічні моделі структури капіталу, можна зробити висновок, що в них моделюється нижня межа рівня левереджа, при якому компанія змінює структуру капіталу, підвищуючи рівень боргової навантаженості. При досягненні структурою капіталу верхнього порогового рівня левереджа компанія оголошує дефолт і ліквідується, як, наприклад, передбачається в моделях Стребулаєва, Хакбарта, Міао і Мореллека або веде переговори з кредиторами з метою реструктуризації заборгованості, як в моделі Мореллека, Ніколова і Шурхоффа (2009). Але на практиці, компанії при підвищенні ймовірності банкрутства до критичних рівнів, як правило, залучають додаткове довгострокове фінансування для покриття платежів за зобов'язаннями з більш короткими термінами погашення. Подібний механізм передбачений в моделі Леланда (1998). В

ній передбачається, що компанія при бажанні змінити рівень боргового навантаження відкликає весь борг і перевипускає вже нову кількість облігацій. Це обумовлено наявністю ковенанту, що забороняє паралельний випуск двох облігаційних позик. При відсутності подібних ковенантних механізмів компанія буде залучати додаткове позикове фінансування без дострокового погашення попередніх позик, що обумовлено наявністю фіксованих і пропорційних витрат відкликання. В цілому динамічна компромісна теорія формує фундамент, на основі якого можна побудувати комплексну модель, яка забезпечить певним інструментарієм прийняття рішень в сфері управління структурою капіталу. Крім того, в рамках динамічного підходу можна врахувати специфіку ринків, що розвиваються, і яка впливає на динаміку структури капіталу.

Таким чином, слід зазначити, що на сьогоднішній день теорія управління структурою капіталу має значну кількість теоретичних підходів і новітніх практичних інструментаріїв, які необхідно адаптувати з урахуванням особливостей фінансової діяльності українських компаній.

Список літератури

1. D. Durand, "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement", National Bureau of Economic Research., New York, 1962.
2. F. Modigliani, M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297, 1958.
3. F. Modigliani, M. Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433-443, 1963.
4. M. Miller Debt and Taxes, *Journal of Finance*. Vol. 32, pp. 261-275, 1977.
5. M. C. Jensen, W. H. Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, №3, pp. 305-360, 1976.
6. M. Harris, A. Raviv, "Capital structure and the informational role of debt", *The Journal of Finance*, vol. 45, №2, pp. 321-349, 1990.
7. S.J. Grossman, O. Hart, *Corporate financial structure and managerial incentives*, 1982.
8. C. R. Harvey, K.V. Lins, A.H. Roper, "The effect of capital structure when agency costs are extreme" *Journal of Financial Economics*, №74, pp. 3-30, 2004.
9. D. Hackbarth, J. Miao, E. Morellec, Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions *Journal of Financial Economics*, no.82, pp. 519-550, 2006.
10. S. Myers, N. Majluf "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, .no. 2, pp. 187-221, 1984.
11. M. Baker, J. Wurgler. "Market timing and capital structure", *Journal of Finance*, № 57, 2002, pp. 1-32.
12. Ross, S. A., "The determination of financial structure", *Rand Journal of Economics*, №8(1), pp. 23-41, 1977.