



ЕМПІРИЧНІ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНТЕРНАЛЬНИХ ДЕТЕРМІНАНТ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ

Сініцин О. О.,

аспірант кафедри міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

А Стаття присвячена висвітленню найвпливовіших інтервальних детермінант структури капіталу корпорацій, таких як розмір, прибутковність, матеріальність активів, дефіцит внутрішніх засобів, потенціал до зростання, значимість ділового ризику компанії, структура власності, унікальність активів тощо. Потенційний вплив таких факторів розкрито відповідно до сучасних теорій структури капіталу та одночасно наведено низку емпіричних досліджень провідних світових економістів для відображення фактичних доказів правильності таких припущень.

Підсумовуючи результати досліджень, автор дійшов висновку, що традиційні детермінанти структури капіталу корпорацій загалом ідентичні для різних країн, однак різниться сила їхнього впливу за різних особливостей зовнішнього середовища. Тестування статичних і динамічних моделей структури капіталу виявило неоднозначність отриманих результатів, а жодна теорія не знайшла повного підтвердження на практиці.

К Транснаціональна корпорація (ТНК), капітал ТНК, детермінанти структури капіталу.

ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ИНТЕРНАЛЬНЫХ ДЕТЕРМИНАНТ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ

Синицын А. О.,

аспірант кафедри міжнародних фінансів ГВУЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

А Стаття посвящена освещению самых влиятельных интервальных детерминант структуры капитала корпораций, таких как размер, доходность, материальность активов, дефицит внутренних средств, потенциал роста, значимость делового риска компании, структура собственности, уникальность активов и др. Потенциальное воздействие таких факторов раскрыто в соответствии с современными теориями структуры капитала и одновременно приведен ряд эмпирических исследований ведущих мировых экономистов для отображения фактических доказательств верности таких предположений.

Подводя итоги исследований, автор пришел к выводу, что традиционные детерминанты структуры капитала корпораций в целом идентичны для различных стран, однако отличается сила их воздействия при различных особенностях внешней среды. Тестирование статических и динамических моделей структуры капитала обнаружило неоднозначность полученных результатов, а ни одна теория не нашла полного подтверждения на практике.

К Транснациональная корпорация (ТНК), капитал ТНК, детерминанты структуры капитала.

EMPIRICAL RESEARCH OF INNER DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF TRANSNATIONAL CORPORATIONS

Sinitsyn O.,

PhD student of the Department of International Finance, SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman"

A The article is devoted to coverage of the most influential innerdeterminants of capital structure, including size, profitability, assets materiality, shortage of own funds, growth potential, importance of business risk, ownership structure, uniqueness of assets and others. Potential impact of these factors is disclosed under modern theories of capital structure and at the same time a number of empirical studies by leading economists are stated to reflect actual evidence of such assumptions.

Summing up the results of studies the author concluded that traditional determinants of capital structure are in general identical for different countries, but their impact varies depending upon various features of the environment. Testing static and dynamic models of capital structure revealed the ambiguity of the results and that no theory has found its full confirmation in practice.

K Transnational corporation (TNC), TNC capital, determinants of capital structure.

Погляд на проблему

Стабільна діяльність та конкурентоздатність корпорації залежить від активного процесу винайдення джерел формування капіталу. Сучасні умови фінансової нестабільності світового господарства призвели до необхідності поглибленого дослідження ендогенних детермінант структури капіталу корпорацій для виявлення можливостей подальшого забезпечення ефективності управління капіталом.

Дослідження детермінант структури капіталу транснаціональних корпорацій особливо актуальні тодішній період, коли формуються післякризові глобальні ринки з новою якістю конкуренції та регулювання.

Проблеми визначення сутності, змісту і детермінант структури капіталу корпорацій розглядалися у науковому доробку видатних учених минулих століть (Ф. Кене, А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, Дж. Б. Кларк), але саме започаткування теорії формування структури капіталу пов'язують із появою робіт М. Міллера і Ф. Модільяні (1958 р.). Подальшого розвитку теорія формування структури капіталу та його оптимізації набула у роботах західних фінансистів, таких як Р. Вернон, Дж. Даннінг, М. Кессон, Г. Марковіц, Ф. Модільяні, М. Міллер, М. Портер, Дж. Сорос, А. Фрідман. Тенденції розвитку ТНК в умовах глобальних трансформацій, проблеми корпоративного стратегічного

фінансового менеджменту ґрунтовно розглядаються в працях вітчизняних вчених Л. Руденко-Сударевої, О. Мозгового, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, С. Мочерного, В. Новицького, Т. Орехової.

Незважаючи на теоретичну і практичну значущість проблеми визначення детермінант структури, адекватних новим завданням, в економічній літературі відсутня концепція, яка б комплексно відобразила оптимальну структуру капіталу з урахуванням сучасних факторів впливу. Зазначені обставини вимагають поглиблення теоретичних досліджень і обґрунтування ефективних методичних критеріїв-підходів, що дозволяють забезпечити оптимізацію структури капіталу на основі традиційних і компромісних теорій.

Для розуміння закономірностей та визначення оптимальної поведінки компанії на фінансовому ринку у процесі формування свого капіталу існує необхідність поглибленого визначення детермінант, що впливають на вибір джерел фінансування.

Виклад основного матеріалу

Однією з найактуальніших завдань міжнародного фінансового менеджменту є формування капіталу корпорацій, активний пошук можливостей приросту та фінансування необхідних обсягів витрат, забезпечення ефективного управління капіталом для стабільної і конкурентоспроможної діяльності підприємства. При цьому формування капіталу відбувається як безперервний процес адаптації до активних змін глобального світового господарства, пристосування до динамічного законодавства окремих країн, своєчасного реагування на проблеми соціальних та фінансових криз, оденочасно із постійним впливом внутрішньокорпоративних детермінант самої корпорації. Обрати рішення про вибір структури капіталу неможливо ізолювати, без урахування усіх показників стратегії фінансування, яка враховує ринкову позицію корпорації, майбутні інвестиційні потреби, прогнозовані грошові потоки, дивідендну політику, потребу у фінансуванні необхідних

витрат, очікування акціонерів, внутрішніх і зовнішніх детермінант структури капіталу та інші показники активної діяльності компанії.

Дослідження структури капіталу можна класифікувати за предметом дослідження. За критеріями дослідження можна поділити на аналіз детермінант структури капіталу та емпіричне тестування наявних теорій структури капіталу (тестування теорії порядку фінансування, статистичної та динамічної компромісних теорій, теорії відстеження ринку, агентських, сигнальних і поведінкових мотивів).

Варто зазначити, що більшість проаналізованих емпіричних досліджень детермінант структури капіталу ідентичні з методологічного погляду. Вони виглядають як економетричний аналіз лінійних регресій, що різняться між собою сукупністю незалежних і залежних змінних, а також за типом проаналізованої інформації. Альтернативна методологія аналізу структури капіталу може бути представлена нелінійними моделями [1], аналізом нейронних мереж [2], аналізом додаткових випусків акцій, облігацій, викупів акцій і виплат дивідендів, погашення боргу за допомогою створення побудови бінарного вибору [3]. Емпіричні моделі переважно тестуються на панельних даних [4], [5], але також існують визначні роботи економістів, в яких дослідження структури капіталу корпорацій були зроблені за допомогою аналізу перехресних даних (наприклад, 270 компаній Таїланду [6]).

Базова модель (функція лінійної регресії) може бути формально представлена таким чином:

$$L_{it} = \alpha + X_{it} \cdot \beta + \varepsilon_{it}$$

L_{it} – рівень боргового навантаження i -ої компанії в період часу t , α – константа, β – параметри моделі, X_{it} – матриця незалежних змінних, що визначають детермінанти структури капіталу i -ої компанії в період часу t ,

ε_{it} – незалежно розподілені статистичні помилки.

Потенційний теоретичний вплив найпопулярніших детермінант згідно з найвпливовішими теоріями наведено у таблиці 1.

ПОТЕНЦІЙНИЙ ТЕОРЕТИЧНИЙ ВПЛИВ ДЕЯКИХ ДЕТЕРМІНАНТ ВІДПОВІДНО ДО НАЙВПЛИВОВІШИХ ТЕОРІЙ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

Таблиця 1

ДЕТЕРМІНАНТА	ПОКАЗНИК	ОЧІКУВАНА КОРЕЛЯЦІЯ З БОРГОВИМ НАВАНТАЖЕННЯМ
Розмір	Виторг	Теорія компромісу: +; теорія ієрархії: -
Прибутковість	ЕБИТДА / Активи	Теорія компромісу: +; теорія ієрархії: -
Матеріальність активів	Основні засоби / Активи	Теорія компромісу: +; теорія ієрархії: -
Дефіцит внутрішніх засобів	Div + CapEx + ΔW - CF	Теорія ієрархії: +
Потенціал зростання, наявність інвестиційних можливостей	Market-to-bookratio	Теорія ієрархії: -

Вплив **розміру капіталу компанії (size)** на рівень боргового навантаження є неоднозначним. З одного боку, чим більша компанія за однакових умов з іншими, тим нижчий рівень витрат фінансової нестійкості, а отже, за компромісною теорією, існує більше можливостей для нарощування боргового навантаження. Згідно з агентською концепцією, у корпораціях ступінь асиметрії інформації між менеджерами та зовнішніми інвесторами нижчий, що має сприяти зменшенню рівня боргу завдяки збільшенню власного капіталу [6]. На важливості розміру компанії у формуванні політики фінансування наголошували також М. Франк і В. Гойал [7], стверджуючи зворотне, що великі компанії для фінансування дефіциту обирають боргове фінансування, тоді як невеликі компанії воліють випускати акції. Економіст Т. Бек зі співавторами виконав масштабне дослідження, використавши показники корпорацій 48-ми країн, з метою виявлення відмінностей у політиці фінансування компаній різного розміру [8]. Автори з'ясували, що корпорації в країнах з нерозвиненими інститутами, а також невеликі компанії рідше використовують зовнішнє фінансування. Запропонований авторами аналіз засвідчує можливість використання компаніями політики порядку фінансування. Так само, як неоднозначні гіпотези про залежність рівня боргового навантаження від розміру капіталу компанії, результати емпіричних досліджень на ринках, що розвиваються, також не дають безсумнівних результатів. Так, аналізуючи фінансові показники індійських компаній, економіст І. Чакраборті виявив зворотню залежність [9], тоді як аналіз структури капіталу румунських корпорацій засвідчив позитивну залежність [10]. У дослідженнях розмір капіталу компанії визначається натуральним логарифмом виторгу ($\ln(\text{Sales})$) [11] або натуральним логарифмом сукупних активів ($\ln(\text{TotalAssets})$) [12].

Прибутковість сукупного капіталу корпорації (profitability) є значимою детермінантою, про що йдеться в абсолютній більшості досліджень. Однак прибутковість сукупного капіталу має не менш неоднозначний вплив на структури капіталу, ніж розмір компанії. З позиції прихильників теорії порядку фінансування, більш прибуткові корпорації можуть покладатися на внутрішні джерела фінансування, що повинно забезпечити низький рівень боргового навантаження. Протилежну думку мають послідовники компромісної теорії, згідно з якою у прибутковішої корпорації більше можливостей для виходу на ринки позикового капіталу. Окрім того, для прибутковіших компаній податкові вигоди стають більш значущими, і ймовірність реалізації податкового щита збільшується за низької вірогідності

виникнення витрат фінансової нестійкості. На практиці зворотна залежність між прибутковістю сукупного капіталу і рівнем боргового навантаження спостерігається на вибірках всіх країн (наприклад, [4], [13], [14]). Прибутковість сукупного капіталу може розраховуватися як відношення прибутку до виплати податків і відсотків до сукупних активів компанії або як відношення операційного прибутку компанії до виторгу від реалізації. У дослідженні економіста І. Чакраборті [9], де була використана інформація про індійські компанії, зворотна залежність між прибутковістю сукупного капіталу і борговим навантаженням вивчена за допомогою двох змінних: відношення прибутку до виплати податків, відсотків і амортизації до сукупних активів ($\text{EBITDA}/\text{TotalAssets}$), а також відношення грошового потоку до сукупних активів ($\text{CashFlow}/\text{TotalAssets}$).

Можливості зростання компанії (Growth opportunities) безпосередньо пов'язані з необхідними компанії фінансовими ресурсами. Що стосується теорії порядку фінансування, для компаній з великими можливостями зростання обсягів інвестицій перевищує нерозподілений прибуток за розміром, що означає необхідність залучення зовнішніх (найчастіше позикових) джерел і, як результат, виникнення високого боргового навантаження. Так, дослідження діяльності 51-ї компанії Словенії, розроблене на основі анкетування керівників низки компаній, наштовхнуло на думку, що менеджмент переважно замислюється про залучення капіталу, коли виникає необхідність інвестувати нові проекти. Тоді серед джерел фінансування менеджмент надає перевагу внутрішнім джерелам [15]. З іншого боку, послідовники компромісної теорії наполягають, що у компаній з високими можливостями росту боргове навантаження буде нижчим через невисокі потенційні витрати фінансової нестійкості. Економіст В. Дробец зазначає, що такі корпорації намагаються не вдаватися до сигналів про можливі проблеми недоінвестування та заміщення активів, зважаючи на більш високі витрати на випуск боргу й акціонерного капіталу [16]. Прихильники агентської концепції підтверджують, що в компаніях зі значними можливостями зростання контролювати дії менеджменту складніше, отже, кредитори неохоче будуть інвестувати в компанії цього типу. Оцінки можливостей зростання можуть розраховуватися як відношення інвестиційних витрат до сукупних активів (CapEx/TA) [17], процентна зміна виторгу або як розмір сукупних активів ($\% \text{ delta TA}$; $\% \text{ delta Sales}$) [9], або за формулою: $G = (1 + \text{Rate})$, де ставка (Rate) береться з регресії натурального логарифма виторгу від реалізації ($\ln \text{Sales}$) за чотири роки [18].

Нерідко саме як змінна для можливостей зростання використовується відношення ринкової

вартості акціонерного капіталу до балансової вартості акціонерного капіталу (*markettobookratio*, МТВ). Чим більші можливості зростання, що відображаються у ринковій вартості акціонерного капіталу щодо балансової вартості, тим вищий показник. З огляду на компромісну теорію, цей показник може використовуватися як оцінка заставної вартості активів компанії. Таким чином, чим вище відношення ринкової вартості до балансової, тим менше можливостей у компанії для використання боргу. Враховуючи такий суперечливий характер інтерпретації показника МТВ, для виявлення потенційної заставної вартості боргу компанії, як правило, використовують показник структури активів компанії (іноді позначається як ступінь матеріальності активів, *tangibility*). Отже, цей фактор може використовуватися як змінна для витрат фінансової нестійкості. Однак, прихильники агентської концепції припускають, що у компаній з великою часткою матеріальних активів менше можливостей неоптимального інвестування з боку менеджменту, що також має призводити до позитивного взаємозв'язку показника з рівнем боргового навантаження. Цей показник розраховується як відношення основних засобів до сукупних активів. Отже, чим вищий показник, тим, згідно з компромісною теорією, компанія матиме більше можливостей збільшувати позиковий капітал. Слід зауважити, що саме як оцінка заставної вартості активів можуть бути використані частки різних типів активів у сукупній вартості активів фірми (наприклад *Property, PlantAndEquipment/TA; Land&Property/TA; Inventories/TA*, С. Бадурі [17]). Однак, як зазначив Є. Ніворожкін [19], перевірений на розвинених ринках позитивний вплив може бути знівельований на ринках країн з перехідною економікою. Так, для китайських компаній економіст У. Киан із співавторами [20] підтвердив пряму залежність боргового навантаження від ступеня матеріальності активів, тоді як завдяки показникам російських компаній вчені С. Поур і Б. Маурі виявили або відсутність залежності, або наявність зворотної залежності між рівнем боргового навантаження і часткою довгострокових матеріальних активів [14]. Що стосується самих залежностей, вони були недостатньо значущими щодо обраних показників боргового навантаження.

Основними причинами розбіжностей в результатах досліджень можна назвати несформовані системи законодавства, що ускладнюють формування надійних кредитних контрактів, а також неліквідні вторинні ринки для активів компаній. Економісти В. Дробец і Г. Ванзенрід [16] пропонують таке пояснення можливої оберненої залежності частки довгострокових матеріальних активів та боргового навантаження: в компаніях з високою часткою

нематеріальних активів великі витрати моніторингу менеджменту, через що подібні компанії можуть добровільно обирати високі рівні боргового навантаження для обмеження свободи дій менеджменту. Робота Т. Холла [21], де наводяться результати, базовані на показниках 11-ти країн, присвячена глибокому аналізу взаємозв'язку рівня боргового навантаження, а також ступеня його довготривалості та структури активів, що відображає рівень їх заставної вартості. За допомогою зведення лінійних регресій на панельних даних автор засвідчив, що взаємозв'язок між показниками (і боргового навантаження, і ступеня довгостроковості) набагато сильніший у країнах з більш гнучкими обмеженнями заставної вартості.

У своєму дослідженні довгострокових тенденцій структури капіталу, де були використані показники 34-х ринків, що розвиваються, Т. Міттон [28] визначив, що істотне збільшення боргового навантаження у досліджуваній ним період 1980–2004 років на ринках капіталу більшою мірою можна пояснити відповідними змінами фундаментальних детермінант компаній. Серед цих факторів автор виокремив збільшення розміру капіталу компаній, зниження прибутковості сукупного капіталу, збільшення частки матеріальних активів і скорочення можливостей зростання.

У важливості традиційних детермінант переконався також економіст І. Панді [18], аналізуючи вибірку компаній Малайзії: за результатами моделі регресії структура капіталу аналізованих компаній істотно залежить від прибутковості сукупного капіталу, розміру компанії, зростання, структури активів, однак вплив інвестиційних можливостей компанії на структуру капіталу є незначним. Дослідження Е. Ніворожкіна [19], де використані показники компаній Угорщини, засвідчило залежність структури капіталу від частки довгострокових матеріальних активів, розміру капіталу компанії, прибутковості сукупного капіталу.

Однак, традиційними детермінантами список факторів, що впливають на структуру капіталу, не обмежується. Послідовники компромісної теорії підкреслюють **вагу податкового щита (*taxshield*)** як детермінанти вибору співвідношення власного і позикового капіталів. Чим вищий потенційно можливий рівень податкового щита, тим вищий оптимальний для корпорації рівень боргового навантаження. Як правило, податковий щит розраховується як ефективна податкова ставка для всієї корпорації. Однак, отримані результати нерідко протилежні очікувані. Такі протиріччя можна пояснити з погляду теорії порядку фінансування, якщо використовувати ефективну податкову ставку у вигляді змінної для сукупної прибутковості капіталу компанії [4].

Існують і неборгові податкові «щити», до яких, зокрема, належить амортизація. Таким чином, **змінна неборгового податкового щита (*non-debt tax shield*)**, що розраховується як відношення амортизаційних відрахувань до сукупних активів компанії, повинна в процесі свого збільшення відображатися в меншому рівні боргу компанії, беручи на себе роль альтернативи податковим вигодам. Однак, виявлені залежності виглядали суперечливими (наприклад, завдяки показникам індійських компаній була виявлена пряма залежність [9], тоді як для китайських і турецьких компаній – залежність зворотна [20], [29]).

Економіст У. Віваттанакантанг [6] звертає увагу також на **вагу ділового ризику компанії (*business risk*)** під час вибору співвідношення власного і позикового капіталів. Автор обґрунтовує важливість цього чинника тим, що компанії, які більше схильні до ризиків, повинні покладатися на власний капітал, однак таким компаніям складніше залучити додатковий позиковий капітал через високі витрати фінансової нестійкості. Вагу зазначеного чинника для формування структури капіталу малайзійських компаній обґрунтував І. Панді [18]. Вивчаючи досвід польських компаній, К. Мазур [30] використовує в якості оцінки ділового ризику стандартне відхилення процентної зміни операційного прибутку. Змінна ділового ризику може розраховуватися і як стандартне відхилення продажів за останні п'ять років до середнього рівня сукупних активів.

Агентські та поведінкові фактори найбільш складні для апроксимування, зважаючи на їх неочевидний характер. Вони також цікавлять дослідників, адже їх припущення справляють значний вплив на формування політики фінансування корпорації. У. Віваттанакантанга [6] аналізує цілу низку фіктивних змінних, які визначають ступінь асиметрії інформації і, переважно, відображають **структуру власності** компанії. Аналіз змінних надав можливість отримати відповіді на такі запитання: чи перебуває контролюючий пакет акцій компанії сім'ї (*family ownership*), у менеджменту (*management owned*) або в іноземних інвесторів (*foreign-owned*), чи висока ступінь концентрації власності в компанії (*degree of owner ship concentration*), чи входить компанія до складу великого холдингу (*conglomerate group*), чи володіє компанія репутацією, що, на думку автора, має стосуватися тривалого терміну її існування (*reputation*), чи чисельний склад ради директорів (*size of the board of directors*). Всі перераховані змінні можуть мати різноманітний вплив на рівень боргу в компанії залежно від способу їх інтерпретації. Наприклад, компанії, керовані сім'єю, зазвичай,

невеликі, що перешкоджає залученню боргового фінансування. З іншого боку, в таких компаніях асиметрія інформації мінімальна, отже, залучення боргу має бути простішим. І, навпаки, коли йдеться про компанію, що входить до складу великого холдингу, залучення позикового капіталу пов'язане з меншими труднощами, зважаючи на асоціювання її з великим холдингом, який є в цій ситуації гарантом боргу. Але висока асиметрія інформації в складних структурах заважає залученню боргового фінансування. Досліджуючи тайські компанії, У. Віваттанакантанг [6] зробив висновок, що на їхню структуру капіталу впливає структура власності компанії, однак ступінь впливу факторів, пов'язаних з корпоративним управлінням, доволі низький.

Дослідження впливу змінних на структуру капіталу, що відображають структуру власності, продовжив Е. Ніворожкін [19], засвідчивши наявність більшої частки боргу в структурі капіталу корпорацій, серед основних акціонерів яких є держава. Аналіз детермінант російських корпорацій розширив І. Іванов [31], врахувавши наявність олігархів у структурі власників. Згідно з отриманими результатами, таким компаніям властиво залучити більше довгострокових кредитів. Завдяки аналізу детермінант структури капіталу польських компаній з'ясувалося, що компанії, мажоритарними акціонерами яких є іноземні інвестори, мають більше боргове навантаження [32].

Дж. Анг зі співавторами, використавши інформацію про корпорації США як один із показників, що здатний врахувати агентські витрати, враховує коефіцієнт **використання активів**, який розраховується як відношення виторгу від продажів до сукупних активів [33]. Згодом цей коефіцієнт став використовуватися в роботах авторів, які вивчають особливості ринків капіталу країн, що розвиваються. Зазвичай, за таких самих умов у компаніях з високими агентськими витратами поширена некоректна поведінка менеджменту, що не докладає достатньо зусиль на роботі, ухвалює неефективні інвестиційні рішення, здійснює придбання зайвих представницьких активів тощо, що позначається на низькому коефіцієнті використання активів. Загалом, результати дослідження засвідчили, що агентські витрати вищі у компаній з меншою часткою власності менеджменту; з чисельним складом акціонерів, які не є менеджментом; при меншому зовнішньому моніторингу з боку банків.

Якщо Віваттанакантанг використовував **вік** як змінну, що відповідає за рівень репутації компанії, то С. Бадурі вдається до цього показника через те, що він позначається на ступені асиметрії інформації [17], вважаючи, що чим більший вік компанії,

тим вона інформаційно відкритіша. Автор запроваджує ще одну детермінанту – коефіцієнт виплати дивідендів, маючи на меті розширення сигнальних інструментів боргової політики. Згідно із сигнальною концепцією, компанія, що сплачує дивіденди, володіє достатніми власними джерелами фінансування і не потребує додаткового залучення капіталу. До того ж, виплачуючи дивіденди, компанія надає сигнал про свій стійкий фінансовий стан.

У деяких дослідженнях розглядаються **чинники унікальності активів** корпорацій, а саме частка витрат на НДДКР (R&D) в продажах і витрат на рекламу в продажах [17]. Згідно з компромісною теорією, корпораціям із високими рівнями даних показників складно залучити позиковий капітал через високу ймовірність виникнення витрат фінансової нестійкості. З огляду на агентську концепцію, високий ступінь унікальності активів сприяє зростанню можливості «окопуванню» менеджменту (management entrenchment), тобто менеджмент буде прагнути вибрати менший рівень боргу [34]. Загалом, використавши показники індійських корпорацій, дослідження С. Бадурі обґрунтувало вагу таких факторів, як можливість росту, розмір сукупного капіталу і ступінь унікальності активів корпорації.

Необхідно зазначити, що є низка інших факторів, значенням яких науковці цікавляться рідше. Йдеться, наприклад, про наявність у компанії кредитного рейтингу, стадію життєвого циклу, розташування головного офісу компанії, стандарт фінансової звітності [31].

Як детермінанти структури капіталу можуть розглядатися і лагові змінні. Зокрема це стосується змінних, що визначають прибутковість сукупного капіталу корпорації та її інвестиційні можливості. Так, згідно з дослідженням економіста І. Панді [18], корпорація може залучати позиковий капітал, якщо в попередніх роках її показники прибутковості сукупного капіталу були високими, тому що саме на підставі фактичних даних кредитні інспектори роблять висновок про задовільний фінансовий стан корпорації.

Серед багатьох досліджень на тему детермінантів структури капіталу в розвинених країнах хотілося б наголосити на дослідженнях із США [35], країн Великої Сімки (Великобританія, Німеччина, Італія, Канада, США, Франція і Японія) [36] і Великобританії [37]. Найважливіші висновки авторів цих робіт наводяться в таблиці 2.

Завдяки наведеній таблиці можна виокремити певні закономірності в детермінантах структури капіталу для розвинених країн. По-перше, характер активів і розмір компанії позитивно впливають на показник фінансового важеля у всіх роботах, де

була обґрунтована їх статистична вага. По-друге, прибутковість і не борговий податковий щит компанії мають негативну кореляцію з показниками фінансового важеля. Нарешті, інвестиційні можливості, або можливості зростання, мають двоїстий вплив на показники фінансового важеля, що можна пояснити з погляду різних теорій структури капіталу.

Беручися до огляду емпіричних досліджень, проведених у країнах, що розвиваються, хотілося б зазначити, що більшість подібних досліджень було зроблено для країн азійського континенту. А от країни африканського континенту або острівні держави практично не розглядалися.

Яскравим прикладом досліджень ринків, що зростають, є дослідження Малайзії [18], Китаю [38], Росії [39], країн Перської затоки і Єгипту [40]. Найважливіші результати цих робіт наводяться у таблиці 3.

Наведена таблиця дає можливість виділити певні закономірності в детермінантах структури капіталу для країн, що розвиваються. У більшості досліджень розмір компанії, рівень ризику і характер активів мають позитивний вплив на показники фінансового важеля, а от прибутковість і рівень дивідендів мають негативний вплив на залежні змінні. Інвестиційні можливості, як і щодо розвинених країн, мають двоїстий вплив на фінансовий важіль.

Слід звернути увагу на певні недоліки цих досліджень, які могли призвести до деяких неточностей у тестуванні моделей.

По-перше, емпіричні дослідження теорій структури капіталу ґрунтуються на відомому твердженні з теорії корпоративних фінансів про незалежність інвестиційних та фінансових рішень. Мається на увазі, що величина прибутку від основної діяльності (ЕВІТ), яку здатна генерувати компанія, не змінюється при модифікації рівня боргового навантаження. На практиці інвестиційні та фінансові рішення взаємопов'язані.

По-друге, для розрахунку фінансового важеля з використанням балансових даних потрібно надати звітності однакового вигляду. Вона також повинна бути консолідована, інакше фінансовий важіль буде занижений: компанії можуть здійснювати запозичення через дочірні компанії, що не буде зафіксовано в неконсолідованому балансі.

По-третє, результати регресій можуть постраждати від мультиколінеарності (наприклад, прибутковість і перспективи зростання компанії, як правило, позитивно корельовані). Внаслідок цього фактори, які за результатами регресії виглядають незначущими, насправді є значущими. І, навпаки, можуть спостерігатися уявні залежності між даними, які не відображають ухвалення

ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕТЕРМІНАНТ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В РОЗВИНЕНИХ КРАЇНАХ

Таблиця 2

АВТОР (РІК)	TITMAN, WESSLES (1988) [35]	RAJAN, ZINGALES (1995) [36]	ADEDEJI (2002) [37]
Країна	США	Велика Сімка	Великобританія
Незалежні змінні	Отримані знаки детермінантів		
Характер активів	немає статистичної значущості	+	+
Неборговий податковий щит	немає статистичної значущості		-
Можливості зростання	немає статистичної значущості	-	+
Унікальність продукції	-		
Розмір компанії	+	+	+
Прибутковість	-	-	

практичних фінансових рішень у компаніях (наприклад, залежність між ринковим фінансовим важелем і Q Тобіна).

По-четверте, вибірка компаній для тестування може бути зміщеною. Щоб вирішити проблему відкритих даних, дослідники обирають найбільш відомі і стабільні компанії. Це посуває вибірку в бік більш великих компаній і компаній з більш низьким значенням фінансового важеля. Діє так зване «зміщення в бік уцілілих» (survivorbias): компанії, які набрали надто багато боргів, збанкрутували, внаслідок чого більшість дослідників не залучає їх до вибірки через брак даних.

По-п'яте, незважаючи на поширення статичного критерію до тестування теорій компромісу і порядку фінансування, до його результатів потрібно ставитися вельми обережно. На практиці

відбуваються транзакційні витрати, що перешкоджають пристосуванню фактичного значення боргу до оптимального, однак для компаній ринків, що розвиваються, вони можуть бути дуже значимими. Тому до результатів, які заперечують теорію компромісу на користь теорії порядку фінансування, потрібно ставитися з великою обережністю.

Висновки

У запропонованій роботі наведений короткий огляд сучасних досліджень структури капіталу: еволюція критеріїв, а також їх тестування. Незважаючи на існування великого об'єму робіт, присвячених тестуванню теорій структури капіталу, ні теорія компромісу, ні теорія порядку фінансування досі не отримали цілковитого підтвердження на практиці.

ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕТЕРМІНАНТ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ НА РИНКАХ, ЩО ЗРОСТАЮТЬ

Таблиця 3

АВТОР (РІК)	PANDEY (2001) [18]	HUANG, RITTER(2002) [38]	IVASHKOVSKAY, SOLNTSEVA (2007) [39]	AL-BAHSH, SENTIS (2009)[40]
Країна	Малайзія	Китай	Росія	Єгипет, країни Перської Затоки
Незалежні змінні	Отримані знаки детермінантів			
Можливості зростання	немає статистичної значущості	±	+	
Прибутковість	-	-	-	-
Розмір компанії	+	+	±	немає статистичної значущості
Рівень ризику	±	+		+
Характер активів	-	+	+	+
Не борговий податковий щит		-	+	-
Рівень дивідендів			-	

Підсумовуючи результати досліджень, по-перше, можна зробити висновок, що традиційні детермінанти, що впливають на структуру капіталу корпорацій, загалом ідентичні для різних країн, відрізняється тільки їхній вплив. Однак для ринків капіталу, що розвиваються, суттєвими є чинники, які посилюють або знижують ступінь асиметрії інформації. По-друге, виявлені напрями впливу детермінант здебільшого співвідносяться з передумовами компромісної динамічної концепції, що дає підставу зробити висновки щодо можливого використання цієї концепції для пояснення формування структури капіталу на ринках, що розвиваються. Агентські та поведінкові фактори, макроекономічні параметри, виявлені у дослідженнях, також можуть бути запроваджені в модель формування структури капіталу в межах динамічної концепції. По-третє, виявлені розбіжності в результатах емпіричних досліджень даних ринків капіталу багато в чому викликані відмінностями в агрегованих фундаментальних показниках корпорацій на рівні країн (середні розміри капіталу, прибутковості сукупного капіталу, можливостей зростання в окремих країнах, структури активів компанії), а також інституційними і макроекономічними відмінностями між країнами.

Проведене дослідження і тестування статичних та динамічних моделей структури капіталу виявили неоднозначність отриманих результатів. У деяких проаналізованих роботах відмінності в значеннях фінансового важеля між компаніями не пояснюються ні з допомогою теорії компромісу, ні за сприяння теорії порядку фінансування. В інших роботах дія факторів на структуру капіталу інтерпретується на користь різних теорій, що змушує замислитися про необхідність вироблення більш інтегрованого критерію для аналізу детермінант впливу на структуру капіталу.

Наведені автором емпіричні дослідження теорій структури капіталу дозволяють прийти до висновку, що статичні та динамічні теорії фінансування не застосовуються в реальних компаніях у чистому вигляді, а фінансові директори керуються теоретичними принципами формування цільової структури капіталу лише частково. Це дає змогу говорити про необхідність розроблення і моделювання більш складної концепції фінансової архітектури компанії, яка поєднувала б у собі не тільки структуру капіталу, але і структуру власності, організаційну форму і якість корпоративного управління як системи стимулів для стейкхолдерів компанії.

- Sabiwalsky R. Nonlinear modeling of target leverage with latent determinants variables – new evidence on the trade-off theory. *Review of Financial Economics*, 19, 2010, pp. 137–150.
- Pao H. T. A comparison of neural network and multiple regression analysis in modeling capital structure. *Expert Systems with Applications*, 35, 2008, p. 720–727.
- Gaud P., Hoesli M., Bender A. Debt-equity choice in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 16, 2007, pp. 201–222.
- Céspedes J., Gonzalez M., Molina C. A. Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63, 2010, pp. 248–254.
- Lemmon M. L., Roberts M. R., Zender J. F. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, No. 4, August 2008, p. 1575–1600.
- Wiwattanakantang Y. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1999, 7, pp. 371–403.
- Frank M. Z., Goyal V. K. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. *Empirical Corporate Finance*, Volume 2 Edited by B. Espen Eckbo, 2008, p. 135–202.
- Beck T. Financing patterns around the world: Are small firms different? / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic. // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – № 89. – pp. 467–487.
- Chakraborty I. Capital Structure in an emerging stock market: The case of India. / I. Chakraborty. // *Research in International Business and Finance*. – 2010. – № 24. – pp. 295–314.
- Mihalca G., Antal R. An empirical investigation of the trade-off and pecking order hypotheses on Romanian market. *The XIII International Conference "Applied Stochastic Models and Data Analysis" 2009*.
- Booth L. Capital Structures in Developing Countries. / L. Booth, A. Varouj, A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic. // *The Journal of Finance*. – 2001. – № 56. – pp. 87–130.
- Clark B. Dofirms. [Електронний ресурс] / B. Clark. – 2009. – Режим доступу до ресурсу: <http://ssm.com/abstract=1364095>.
- Delcours N. The determinants of capital structure in transition economies / N. Delcours // *International Review of Economics and Finance*. – 2007. – № 16. – pp. 400–415.
- Poynry S., Maury B. Influential Ownership and Capital Structure. *Managerial and Decision Economics*, 31, 2010, p. 311–324.
- Mramor D., Valenticic. When Maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice. *Eastern European Economics*, Vol. 39, No. 6, November-December 2001, pp. 64–93.
- Drobtz W., Wanzenried G. What determines the speed of adjustment to the target capital structure? *Applied Financial Economics*, 2006, 16, 941–958.
- Bhaduri S. N. Determinants of Capital Structure Choice: a Study of the Indian Sector. / S. N. Bhaduri, E. Ofek. // *Applied Financial Economics*. – 2002. – № 4. – pp. 655–665.
- Pandey I. M. Capital Structure and the firm characteristics: Evidence from an emerging market. (October 2001). IIMA Working Paper No. 2001–10–04. Available at SSRN: <http://ssm.com/abstract=300221> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssm.300221>.
- Nivorozhkin. E. Capital Structures in Emerging Stock Markets: The case of Hungary. *The Developing Economies*, 2002, XL-2, pp. 166–87.
- Qian Y., Tian Y., Wirjanto T. S. Do Chinese publicly listed companies adjust their capital structure toward a target level? *China Economic Review*, 20, 2009, pp. 662–676.
- Hall T. W. The collateral channel: Evidence on leverage and asset tangibility. *Journal of Corporate Finance*, 18, 2012, pp. 570–583.
- Frank M. Z. and V. K. Goyal, Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 2009, 38, 1–37.
- Flannery M. J. Partial adjustment toward target capital structures / M. J. Flannery, K. P. Rangan // *Journal of Financial Economics*. – 2006. – № 79. – pp. 469–506.
- Gilson S. C. Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financial Distressed Firms. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, 1997, pp. 161–196.
- Hovakimian A., Opler T., Titman S. The Debt-Equity Choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, № 1, 2001, pp. 1–24.
- De Haas R. The Dynamic Adjustment Towards Target Capital Structures of Firms in Transition Economies / R. De Haas, M. Peeters // *Economics of Transition*. – 2006. – №14. – pp. 133–169.
- Nivorozhkin E. Financing choices of firms in EU accession countries. *Emerging Markets Review*, 6, 2005, pp. 138–169.
- Mitton T. Why Have Debt Ratios Increased for Firms in Emerging Markets? *European Financial Management*, Vol. 14, Issue 1, pp. 127–151, 2008.
- Selim A., Alpkın L., Sezen B., Guncu Z. A. Drivers of firms' debt ratios: evidence from Taiwanese and Turkish firms. *Journal of Business Economics and Management*. Volume 13 (1), pp. 53–70, 2012.
- Mazur K. The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies. *International Advances in Economic Research*, 2007, 13, pp. 495–514.
- Ivanov I. Capital Structure determinants of Russian public companies. *Корпоративные финансы*, 1 (13) 2010, с. 5–38.
- Hussain Q., Nivorozhkin E. The Capital Structure of Listed Companies in Poland. (December 1997). IMF Working Paper, pp. 1–27, 1997. Available at SSRN: <http://ssm.com/abstract=883923>.
- Ang J. Agency costs and ownership structure / J. Ang, R. Cole, J. Lin. // *The Journal of Finance*. – 2000. – №55. – pp. 81–106.
- Berger P. G. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. / P. G. Berger, E. Ofek, D. L. Yermack. // *The Journal of Finance*. – 1997. – № 4. – pp. 1411–1438.
- Titman S., Wessels R. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1 (Mar., 1988), pp. 1–19.
- Rajan R., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 1995, 50, pp. 1421–1460.
- Adedeji A. A cross-sectional test of Pecking Order Hypothesis against Static Trade-off Theory on UK data [Електронний ресурс] / A. Adedeji. – 2002. – Режим доступу: <http://ssm.com/abstract=302827>.
- Huang R., Ritter J.R. Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44, No. 2, Apr. 2009, pp. 237–271.
- Ivashkovskaya I. V., Solntseva M. S. The Capital Structure of Russian Companies: Testing Trade-off Theory versus Pecking Order Theory. *Корпоративные финансы*, № 2, 2007, с. 17–31.
- Al-Bahsh R., Sentis P. (2008) Determinants of Capital Structure in Gulf Region States and Egypt. Working Paper, University of Montpellier.