

Бабіченко В.В.,
к.е.н., заступник Голови Правління,
начальник фінансово-економічного управління
ПАТ «Укртатнафта»

ЕВОЛЮЦІЯ КОНЦЕПТУАЛЬНИХ ПОЛОЖЕНЬ ТЕОРІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ КОРПОРАЦІЙ В УМОВАХ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ

Babichenko V.V.,
cand.sc.(econ.), deputy chairman of the board,
head of finance and economics department
PJSC "UKRTATNAFTA"

EVOLUTION OF CONCEPTUAL PROVISIONS OF THEORY OF STRUCTURE OF CORPORATIONS' CAPITAL IN THE CONDITIONS OF INFORMATION ECONOMY

Постановка проблеми. Вибір структури капіталу й дивідендної політики належить до найскладніших питань у теорії та практиці корпоративних фінансів. На сучасному етапі розвитку фінансової науки існує значна кількість певною мірою протилежних положень, що обґрунтовують ті чи інші аспекти корпоративного фінансування. Така неоднозначність у теоретичних положеннях, безперечно, ускладнює прийняття практичних рішень щодо формування капіталу корпорації та визначення оптимальних пропорцій у його структурі. Разом з тим це свідчить і про актуальність подальшого дослідження даної проблематики, важливість глибокого теоретичного обґрунтування управлінських рішень у цій сфері.

З 80-х рр. ХХ ст. людство вступило у період швидких та незворотних змін, однією з найважливіших ознак яких стала глобалізація та пов'язана з нею інформатизація. Фактично на сучасному етапі глобальна економіка перетворилася у економіку інформаційну. Повною мірою були трансформовані корпоративні стратегії відповідно до змін у конкурентному ландшафті – інформація перетворилася на надзвичайно важливий економічний ресурс, володіння яким дає можливість отримати корпораціям переваги над іншими економічними агентами.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика корпоративного фінансування та структури капіталу аналізувалася в роботах всесвітньовідомих вчених – Ф. Модільяні та М. Міллера [1], Л. Вейса [2], С. Росса, Р. Вестерфілда, Б. Джордана [3], Р. Брейлі [4], Г. Дональдсона [5], С. Майерса та Н. Майжлуфа [6].

Наведений перелік характеризує лише незначну частину науковців, що досліджували вказану проблематику. На цей час сформовано багато наукових шкіл та напрямків, які стосуються питань корпоративного фінансування та структури капіталу. В той же час, посилення ролі інформації суттєво впливає на прагматичну площину фінансових стратегій корпорацій, що вимагає відповідного переосмислення існуючих теоретичних концепцій.

Постановка завдання. Мета статті – визначити напрями трансформації положень сучасної теорії структури капіталу під впливом інформатизації сучасної економіки, обґрунтувати їх ймовірний вплив на корпоративне фінансування.

Виклад основного матеріалу дослідження. Початок створення теорії структури капіталу й дивідендної політики корпорацій більшість науковців цілком слушно пов'язують із «традиційним підходом» і працями американських учених М. Міллера та Ф. Модільяні [1, с. 266].

Виходячи з цього, акцентуємо на основних положення названих теоретичних напрямів. Насамперед зауважимо, що «традиційний підхід» базується на таких постулатах:

1. Ризик суттєво впливає на вартість різних складових капіталу корпорації – борговий капітал є для неї завжди дешевшим порівняно з акціонерним капіталом.

2. Зростання частки боргу корпорації зменшує середньозважену вартість капіталу (WACC) та, відповідно, збільшує ринкову вартість самої корпорації.

3. Вартість боргу залишається незмінною лише до певного рівня, а після досягнення цієї «критичної точки» вартість боргу теж починає зростати, відповідно зростає показник WACC, і переваги використання боргу в структурі капіталу поступово втрачаються.

Незважаючи на чітку логіку «традиційного підходу», він не давав можливості точно розрахувати оптимальну структуру капіталу корпорації та обґрунтувати відповідні управлінські рішення у цій сфері.

В основу підходу до структури капіталу корпорацій М. Міллера та Ф. Модільяні було покладено кілька важливих припущень. Серед них - інформація однаково доступна всім суб'єктам фондового

ринку [1]. З використанням таких припущень було доведено, що вартість капіталу й вартість самої корпорації не залежать від структури капіталу.

Основний недолік підходу М. Міллера та Ф. Модільяні – значна кількість припущень, на яких базується доведення їх гіпотези. Через це автори в подальшому частково видозмінили підхід, увівши до нього спочатку корпоративний прибутковий податок, а далі – податок на доходи фізичних осіб [7]. Основний висновок, який було зроблено після врахування корпоративних податків – що вартість корпорації, яка використовує борговий капітал, перевищує вартість фінансово незалежної фірми на величину податкової економії (яка виникає через те, що платежі за боргом відносяться до витрат корпорації).

У 1976 р. М. Міллер увів до початкових моделей податки на доходи фізичних осіб [8]. Головний висновок моделі Міллера майже не відрізняється від зробленого ще у 1958 р.: «У стані рівноваги вартість окремої фірми не повинна залежати від її капітальної структури незалежно від того, вираховуються чи ні платежі за позичковими процентами з оподаткованого податком доходу фірми» [8].

Незважаючи на численні припущення, що суттєво відрізняли економічне середовище, у якому діяли корпорації в моделях М. Міллера та Ф. Модільяні, від умов реальної економіки, не можна не визнати визначального внеску названих учених у становлення теорії структури капіталу. Більшість подальших досліджень у цій сфері базувалися або на запереченні окремих постулатів американських учених, або на їх підтвердженні.

Саме в цьому контексті слід розглядати так званий компромісний підхід, відображений у працях багатьох учених, які досліджували питання оптимального співвідношення у структурі капіталу корпорації через порівняння вигід боргового фінансування та витрат, що виникають у зв'язку зі збільшенням ризику банкрутства [2; 9].

Так, провідні американські економісти С. Росс, Р. Вестерфілд та Б. Джордан розділили витрати, пов'язані з банкрутством, на дві групи: перша – прямі витрати банкрутства (зокрема, юридичні й адміністративні витрати, пов'язані з реалізацією цієї процедури); друга група – непрямі витрати банкрутства (витрати, пов'язані зі спробами менеджерів уникнути подання офіційного повідомлення про банкрутство) [3, с. 470-471].

У подальшому «компромісний підхід» було модифіковано. Зокрема, у процесі досліджень було виділено окремий напрям, який дістав назву «динамічна модель теорії компромісу». Його прихильники вважають, що в корпорації є оптимальний рівень боргового навантаження, який оптимізує вигоди від «податкового ефекту» й витрати, пов'язані з банкрутством, проте за умов мінливого фінансового середовища не існує можливості швидко та абсолютно точно сформувати таку структуру капіталу, яка точно відповідала б оптимуму [10, с. 225]. Тому виникла потреба враховувати не тільки оптимальну структуру капіталу корпорації, а й можливість і швидкість її досягнення.

У праці Г. Дональдсона були розроблені засади концепції субординації джерел [5], яка пізніше знайшла відображення і в працях інших учених [6, с. 190; 11, с. 31-32]. В основі концепції ієрархії джерел – заперечення припущення М. Міллера та Ф. Модільяні стосовно симетрії інформації між учасниками корпоративного управління.

Прихильники цього підходу вважають, що більшість корпорацій віддають перевагу внутрішнім джерелам фінансування, а на їх дивідендну політику впливають очікування щодо майбутніх доходів. Корпорації вкрай рідко змінюють дивіденди, тому в певні періоди виникає потреба в залученні фінансових ресурсів із зовнішніх джерел.

Зазначимо, що базові теорії структури капіталу, які набули розвитку в 50–70-ті роки минулого століття, значно модифікувалися під впливом змін, які насамперед стосуються ринків капіталу.

Зокрема, такі зміни відбулися і в теорії «ієрархії джерел». Окремі дослідники, які вивчали питання структури капіталу в умовах слабо розвинених фондових ринків, дійшли висновку, що ця теорія релевантна для даного типу ринків, але видозмінюється – корпорації передусім орієнтуються на використання внутрішніх джерел фінансування, але в разі виникнення дефіциту капіталу вони використовують додатковий випуск акцій, оскільки ринки облігацій слабо розвинені [12, с. 20-22].

Окреме місце в теоретичній концепції сучасної фінансової науки займають праці, присвячені ролі інформації. Низка досліджень щодо інформаційного забезпечення економічних процесів були відзначені Нобелівською премією в галузі економіки. Саме вони стали основою для поширення інформаційної парадигми в економічній науці.

На наш погляд, у цьому контексті насамперед необхідно звернути увагу на праці американського вченого Дж. Акерлофа, які вважаються класикою інформаційного напрямку в сучасній науці [16, с. 190]. Учений підкреслив необхідність розвитку поведінкової мікроекономіки, яка використовувала б уявлення, засновані на психологічних та соціологічних дослідженнях.

В свою чергу Дж. Стігліц ставив під сумнів висновки теорії Міллера–Модільяні щодо відсутності різниці у виборі між акціонерним та борговим капіталом під час прийняття рішень стосовно корпоративного фінансування. Зокрема, будь-який випуск цінних паперів на ринку він вважав сигналом для інвесторів, який впливає на їхню поведінку [17, с. 340].

Внаслідок розвитку теоретичних концепцій з'явилися сигнальні моделі структури капіталу, що ґрунтуються на положеннях про асиметрію інформації. В цьому контексті насамперед звернемо увагу на модель С. Росса [11, с. 35]. Її автор доводить, що за допомогою різноманітних фінансових рішень (використовуючи їх як сигнали) менеджери корпорації можуть певною мірою впливати на поведінку інших суб'єктів ринку. Більше того, менеджери зацікавлені у зростанні вартості корпорації, оскільки в такому разі вони отримують додаткову винагороду.

Виходячи з цього, збільшення боргового фінансування можна вважати позитивним ринковим сигналом, який свідчить про те, що менеджери передбачають високі прибутки у корпорації, тому й використовують борговий капітал. Відповідно після оголошення про залучення додаткового боргу капіталізація корпорації зростає, що збільшить її економічні вигоди, які будуть отримані менеджером.

Утім не виключений і випадок, коли менеджери своїми діями надаватимуть ринку неправдивий сигнал. Це може відбуватися, якщо в разі неправдивого сигналу їхні вигоди переважатимуть над вигодами за умов істинного сигналу.

Своєрідною з погляду обґрунтування фінансових рішень є модель, запропонована С. Маєрсом і Н. Майжлуфом [6; с. 190]. Зауважимо, що ця модель – одна з найпопулярніших теорій структури капіталу, заснованих на асиметрії інформації та сигнальному ефекті в корпоративних фінансах.

У цій моделі припускається, що менеджери діють в інтересах уже існуючих на момент прийняття рішень акціонерів. Об'єктивно інвестори проінформовані гірше, ніж менеджери, особливо стосовно інвестиційної політики корпорації. У таких умовах можлива значна недооцінка випуску акцій, що зробить навіть привабливий проект неприбутковим, оскільки в цьому разі значно зростає вартість капіталу.

Діючи в інтересах «старих» акціонерів, менеджери можуть взагалі відмовитися від випуску акцій. Отже, можна зробити висновок, що найпривабливішим є фінансування з внутрішніх джерел, потім – за рахунок боргу, а фінансування за рахунок емісії звичайних акцій можливе у виняткових випадках. Рекомендації, обґрунтовані в моделі С. Маєрса та Н. Майжлуфа, значною мірою повторюють висновки концепції «ієрархії джерел», описані вище.

Модель Гроссмана–Харта відображає структуру акціонерного капіталу корпорації та її вплив на можливість отримання контролю з боку двох домінуючих груп менеджерів [13, с. 120-122]. Перша група націлена на максимізацію прибутку, тобто фактично діє раціонально з погляду самої корпорації та її акціонерів («справедливі» менеджери). Друга група намагається використовувати корпорацію для задоволення власних потреб (менеджери з «приватними» інтересами).

Автори цієї теорії стверджують, що структура акціонерного капіталу корпорації повинна сприяти діяльності менеджерів з першої групи. Для цього доцільно використовувати пайові фінансові інструменти з різними правами голосу та різними дивідендними правами.

Група менеджерів із «приватними» інтересами пропонуватиме більшу ціну за акції з правами голосу, тоді як «справедливі» менеджери будуть боротися за акції з високими дивідендними правами. Тому в акціонерному капіталі доцільно виділити два класи акцій – з високими дивідендними правами та з високими правами голосу, що дасть можливість чітко визначити різні групи менеджерів.

Незважаючи на свою логічність і послідовність, зазначена модель значною мірою є абстракцією, оскільки вона не враховує, зокрема, законодавчих обмежень, що накладаються законодавством на випуск пайових цінних паперів із різними голосуючими та дивідендними правами.

Модель Уелша базується на тому, що всі інвестори володіють однаковою інформацією, яка, проте, відрізняється від інформації менеджерів [14, с. 115]. У свою чергу, на фондовому ринку можна виділити дві групи корпорацій:

- перспективні;
- неперспективні.

Виходячи з асиметрії інформації, інвестор не може достатньо точно визначити характер кожної корпорації та віднести її до однієї з груп. Тобто можлива ситуація, коли за акції перспективних компаній інвестор сплачуватиме «звичайну» ціну.

Основне завдання менеджерів перспективної корпорації – подати сигнал про свій статус, який має бути оцінений інвесторами. Такий сигнал – величина недооцінки акцій під час первинного розміщення. Для неперспективних компаній недооцінка їх первинних випусків згубна, оскільки надалі вони не мають можливості виправити ситуацію.

Модель Харріса–Равіва базується на тому, що менеджери корпорації вибирають розмір боргу так, щоб максимізувати і свої власні вигоди [15, с. 314-315]. Економічні вигоди менеджерів формуються двома способами – через доходи за акціями (дивіденди та курсові різниці) та через доходи від контролю. Менеджери можуть вкласти в компанію певну суму, яка обмежена наявними у них власними ресурсами. Тобто інвестиції менеджерів у корпорацію обмежені.

Чим більше боргів, тим менша частина капіталу фінансується за допомогою випуску акцій. Отже, менеджери можуть у цьому разі зберегти або збільшити свою частку в компанії. Чим більша частка акцій у розпорядженні менеджерів, тим менша можливість поглинання. Навіть у разі поглинання екс-менеджери зберігатимуть свої доходи від акцій. Таким чином, менеджери корпорацій вибирають частку боргового фінансування залежно від того, як вони ставляться до поглинання, і від можливостей отримання доходів із кожного джерела.

Слід згадати також і про теорії дивідендної політики, які є одним із напрямів теорії структури капіталу. На наш погляд, можна стверджувати про існування в західній фінансовій науці на початок 80-х років ХХ ст. різних напрямів щодо дивідендної політики корпорації, сутність яких полягає в такому:

- по-перше, дивіденди взагалі не відіграють жодної ролі у фінансовій стратегії;
- по-друге, корпорації для максимізації своєї вартості мусять платити високі дивіденди;
- по-третє, корпорації для максимізації своєї вартості повинні платити низькі дивіденди.

Загалом жоден із напрямів не здобув статусу домінуючого, а дискусія щодо їх практичної значимості триває й нині.

Останні десятиліття ХХ ст. та початок ХХІ ст. характеризуються стрімким розвитком фондових ринків. Поява нових технологій торгівлі, принципово нових інструментів та інститутів суттєво змінила принципи діяльності корпорацій у сфері фінансування. Такі процеси, з одного боку, значно розширили можливості використання фінансових інструментів у процесі управління корпоративними фінансами; з другого – визначили появу нових факторів у фінансовій діяльності корпорацій, зокрема, пов'язаних з інформацією.

Висновки з проведеного дослідження. Узагальнюючи аналіз теоретичних концепцій управління структурою капіталу корпорацій та дивідендної політики, зазначимо таке:

1. Дослідження питань, пов'язаних з корпоративним фінансуванням, має надзвичайно велике значення з погляду розвитку сучасного корпоративного сектору. Незважаючи на існування вагомих наукових розробок, які пояснюють причини вибору між різними джерелами фінансування, стосовно цих проблем триває гостра наукова дискусія. Зауважимо, що загалом не можна навести прикладу жодної теорії чи моделі, яка була б повною мірою адаптована до прагматичних рішень і не піддавалася б критиці. Аналогічний висновок можна зробити і стосовно теорій дивідендної політики.

2. Політика сучасних корпорацій щодо управління структурою капіталу та дивідендною політикою значною мірою буде формуватися під впливом уявлень та стереотипів менеджерів щодо вибору співвідношення між акціонерним та борговим капіталом, а також щодо розподілу прибутку. Окрім того, в прагматичній площині все більшої ролі набуватиме інформація, як економічний ресурс.

3. Разом з тим можна прогнозувати суттєві зміни в теоретичній концепції структури капіталу корпорації у відповідь на посилення турбулентності зовнішнього фінансового середовища, у яких вони функціонують. Уже на сучасному етапі з'явилися праці, які визнають об'єктивну неможливість сформувати структуру капіталу, яка повною мірою відповідала б розрахунковому оптимальному значенню.

Сучасна теоретична концепція структури капіталу та дивідендної політики, по суті, включає цілу низку наукових напрямів, які часто обґрунтовують зовсім протилежні рекомендації. Водночас існування «білих плям» показує, що зазначений напрям фінансової теорії буде активно розвиватися, а результати досліджень значною мірою змінюватимуть фінансування сучасних корпорацій.

Література

1. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M.H. Miller // American Economic Review. – 1958. – June. – P. 261–297.
2. Weiss L.A. Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims / L. A. Weiss // Journal of Financial Economics. – 1990. – Vol. 27. – P. 255–311.
3. Росс С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан ; пер. с англ. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2000. – 566 с.
4. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов : учеб. / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.
5. Donaldson G. Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity / G. Donaldson. – Boston : Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.
6. Myers S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S. Myers, N. Majluf // Journal of financial economics. – 1984. – Vol. 13. – P. 187–221.
7. Modigliani F. Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M.H. Miller // American Economic Review. – 1963. – June. – P. 433–443.
8. Miller M.H. Debt and Taxes / M.H. Miller // The Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32, No. 2.
9. Andrade G. How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed / G. Andrade, S. N. Kaplan // NBER Working Paper 6145, 1997.
10. Shyam-Sander L. Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure / L. Shyam-Sander, S.C. Myers // Journal of Financial Economics. – 1999. – Vol. 51. – P. 219–244.
11. Ross S. The determinants of financial structure: the incentive signaling approach / S. Ross // Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol. 8. – P. 23–40.
12. Chen J.J. Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies / J.J. Chen // Economic Change and Restructuring. – 2004. – Vol. 38 (1). – P. 1–35.
13. Grossman S. Corporate financial structure and managerial incentives / S. Grossman, O. Hart. – Chicago : University of Chicago Press, 1982. – 224 p.
14. Welch I. Capital Structure and Stock Returns / I. Welch // Journal of Political Economy. – 2004. – Vol. 112. – P. 106–131.

15. Harris M. The Theory of Capital Structure / Milton Harris, Artur Raviv // The Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46, No. 1. – P. 297–355.
16. Akerlof G. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism / George Akerlof // Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84 (3). – P. 488–500.
17. Stiglitz J.F. Equilibrium in product markets with imperfect information / J.F. Stiglitz // The American economic review. – 1979. – Vol. 69. – P. 339–345.

References

1. Modigliani, F. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 6, pp. 261–297.
2. Weiss, L. (1990), "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 255–311.
3. Ross, S. Vesterfield, B. and Jordan, B. (2000), *Osnovy korporativnykh finansov* "Fundamentals of Corporate Finance", *Laboratoria Bazovih Znaniy*, Moscow, Russia.
4. Brejli, R. and Mayyers, S. (1997), *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance], *Olimp-Bizness*, Moscow, Russia.
5. Donaldson, G. (1996), "Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity", *Harvard Graduate School of Business Administration*, Boston, USA.
6. Myers, S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of financial economics*, vol. 13, pp. 187–221.
7. Modigliani, F. and Miller, M. (1963), "Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, June, pp. 433–443.
8. Miller, M. (1977), "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, vol. 32, no. 2.
9. Andrade, G. and Kaplan, S. (1977), "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed", *NBER Working Paper*, 6145.
10. Shyam-Sander, L. and Myers, S. (1999), "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 219–244.
11. Ross, S. (1977) "The determinants of financial structure: the incentive signaling approach", *Bell Journal of Economics*, vol. 8, pp. 23–40.
12. Chen, J. (2004) "Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies", *Economic Change and Restructuring*, vol. 38 (1), pp. 1–35.
13. Grossman, S. and Hart, O. (1982), "Corporate financial structure and managerial incentives", *University of Chicago Press*, Chicago, USA.
14. Welch, I. (2004), "Capital Structure and Stock Returns", *Journal of Political Economy*, vol. 112, pp. 106–131.
15. Harris, M. and Raviv, M. (1991), "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 1, pp. 297–355.
16. Akerlof, G. (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84 (3), pp. 488–500.
17. Stiglitz, J. (1979), "Equilibrium in product markets with imperfect information", *The American economic review*, vol. 69., pp. 339–345.

УДК [334.7:331.105-057.16](477)

Матвійчук Н.М.,
к.е.н., доцент кафедри економіки природокористування
та економічної теорії
Східноєвропейський національний університет ім. Лесі Українки

АУТСТАФІНГ: СТАН ТА ПРОБЛЕМИ ВПРОВАДЖЕННЯ В УКРАЇНІ

Matviichuk N.M.,
can.d.sc.(econ.), associate professor of the department
of environmental economics and economic theory,
Lesya Ukrainka Eastern European National University

OUTSTAFFING: CONDITION AND PROBLEMS OF IMPLEMENTATION IN UKRAINE

Постановка проблеми. Динамічність бізнесу вимагає постійних змін у виробництві, маркетингових стратегіях та кадровій політиці підприємств. Особливо актуальними є питання впровадження нових технологій управління персоналом та мінімізації адміністративних витрат, серед яких важлива роль належить аутстафінгу. Послуга аутстафінгу як нетипова форма зайнятості є особливо актуальною сьогодні як альтернатива неофіційної зайнятості, що дає можливість роботодавцю залишити працівника офіційно працевлаштованим, хоча й в штаті іншої компанії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням проблем аутстафінгу займалися такі