

ISSN 2409-9260

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ВСЕУКРАЇНСЬКА АСОЦІАЦІЯ МОЛОДИХ НАУКОВЦІВ

НАУКОВИЙ ВІСНИК

№ 4 (224)

Одеса – 2015

Науковий вісник Одеського національного економічного університету. – Науки: економіка, політологія, історія. – 2015. – № 4 (224). – 228 с. – Мови: укр., рос., англ.

Редакційна колегія

Редакційна колегія затверджена Вченою радою Одеського національного економічного університету. Протокол № 4 від 24 грудня 2013 р.

Головний редактор: Балджи Марина Дмитрівна – д.е.н., професор кафедри економіки та управління національним господарством Одеського національного економічного університету

Заступник головного редактора – Рябіка Володимир Леонідович

Технічний секретар – Богодьорова Анастасія Андріївна

I. Економічні науки: Зверяков М.І. – д.е.н., професор, член-кореспондент НАН України, Ковальов А.І. – д.е.н., професор, Уперенко М.О. – д.е.н., професор, Осипов В.І. – д.е.н., професор, Максимова В.Ф. – д.е.н., професор, Харічков С.К. – д.е.н., професор, Карпов В.А. – к.е.н., доцент

II. Політичні науки: Кармазіна М.С. – д.політ.н., професор, Коваль І.М. – д.політ.н., професор, Мілова М.І. – д.політ.н., професор, Пахарев А.Д. – д.політ.н., професор, Пойченко А.М. – д.політ.н., професор, Попков В.В. – д.філософ.н., професор

III. Історичні науки: Демін О.Б. – д.істор.н., професор, Панчук М.І. – д.істор.н., професор, Солдатенко В.Ф. – д.істор.н., професор, Стьопін А.О. – д.істор.н., професор, Хмарський В.М. – д.істор.н., професор, Щербіна Н.Ф. – к.е.н., доцент

Свідоцтво про Державну реєстрацію друкованого засобу масової інформації – серія КВ № 20991-10791ПР від 18 серпня 2014 р. (перереєстрація)

Збірник наукових праць «Науковий вісник» зареєстрований президією ВАК України від 26 січня 2011 р. № 1-05/1 як наукове видання з економічних наук, від 23 лютого 2011 р. №1-05/2 як наукове видання з політичних наук.

Включено до наукометричної бази даних Російський індекс наукового цитування (РІНЦ) згідно договору № 428-07/2014 від 18.07.2014 р. – http://elibrary.ru/title_about.asp?id=51349

Індексування і реферування: реферативна база даних «Україніка наукова», Український реферативний журнал «Джерело», Національна бібліотека України імені В.І. Вернадського, Наукова електронна бібліотека eLIBRARY.ru,

Google

Scholar

<http://scholar.google.com.ua/citations?user=PEf4fZIAAAAJ&hl=ru>, Польська наукова бібліографія <https://pbn.nauka.gov.pl/journals/48486>, Social Science Open Access Repository <http://www.ssoar.info/en/home.html>, Всеросійська база повнотекстових наукових публікацій «Порталус» http://www.portalus.ru/modules/different/rus_readme.php?archive=&id=1423145002&start_from=&subaction=showfull&ucat=28,

електронний архів Одеського національного економічного університету.

Засновник і видавець збірника наукових праці

тел.: (0487) 32-77-95

E-mail: n.visnik.oneu@ukr.net

© Одеський національний економічний університет

ЗМІСТ

ЕКОНОМІЧНІ НАУКИ

<i>Борісова Олена</i>	
Підходи до визначення поняття «фінансовий результат».....	5
<i>Британська Наталія</i>	
Економічне моделювання ефективності цукробурякового виробництва.....	15
<i>Гейер Елеонора, Штик Юлія</i>	
Винагороди працівникам як об'єкт бухгалтерського обліку: термінологічний аспект та класифікація.....	28
<i>Головко Наталія</i>	
Особливості управління фінансовою стійкістю комерційних банків.....	42
<i>Гончаренко Олена</i>	
Основні етапи формування фінансової стратегії підприємства.....	53
<i>Грінченко Раїса</i>	
Світовий досвід регулювання впливу циклічних коливань на розвиток економіки.....	65
<i>Гуцул Максим</i>	
Особливості фінансового забезпечення стійкого розвитку підприємства в умовах циклічних економічних коливань.....	75
<i>Зінченко Марина</i>	
Фінансовий контроль за управлінням місцевими бюджетами.....	86
<i>Кистенюк Галина</i>	
Управління активами комерційного банку в Україні: методи та проблемні аспекти.....	97
<i>Корж Наталія</i>	
Динамічна компромісна теорія: доцільність та можливість використання у формуванні структури корпоративного капіталу.....	110
<i>Костюченко Наталія</i>	
Еволюція створення монетарних союзів, як прояв глобалізації міжнародних економічних відносин.....	126
<i>Любчик Олексій.</i>	
Деякі аспекти реформування податкової системи України.....	135

<i>Майстренко Юлія</i>	
Вплив світової економічної кризи на процеси трансформації в країнах Західних Балкан.....	143
<i>Мізгерова Анастасія</i>	
Розвиток молочного скотарства в Україні.....	153
<i>Мокряк Костянтин</i>	
Теоретичні аспекти антикризового фінансового управління в системі фінансового менеджменту підприємства.....	167
<i>Хусайнов Руслан</i>	
Моделі державно-приватного партнерства: закордонний досвід та перспективи для України.....	177
<i>Шатненко Катерина</i>	
Теоретичні підходи до дослідження циклічного розвитку промислового капіталу.....	192

ІСТОРИЧНІ НАУКИ

<i>Волканов Сергей</i>	
Положение коллегии афинских стратегов до 501 г. до н.э.....	209

ПОВІДОМЛЕННЯ

<i>Фролова Юлія</i>	
Чинники формування міжнародної конкурентоспроможності промислової продукції.....	221

<i>НАШІ АВТОРИ</i>	227
---------------------------------	------------

// Ekonomichni nauky`. Ceriya: Oblik i finansy`. - 2013. - Vy`p. 10(5). - S. 104-111. - Rezhym`m dostupu: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ecnof_2013_10\(5\)__16.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/ecnof_2013_10(5)__16.pdf)

Рецензент: Гончаренко О.М., д.е.н., зав. кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету

20.04.2015

УДК 336.647.648

Корж Наталія

ДИНАМІЧНА КОМПРОМІСНА ТЕОРІЯ: ДОЦІЛЬНІСТЬ ТА МОЖЛИВІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ У ФОРМУВАННІ СТРУКТУРИ КОРПОРАТИВНОГО КАПІТАЛУ

Процеси глобалізації, транзитивний характер національної економіки та недосконалість ринку, відсутність єдиного підходу до визначення поняття оптимальної структури капіталу актуалізують проблему пристосування структури капіталу до оптимальної, причин її відхилень від цільових значень фінансового важеля. На основі аналізу результатів основних наукових досліджень щодо формування стратегії зміни структури капіталу узагальнено та класифіковано інституціональні теорії структури капіталу, що в подальшому уможливить ефективне управління ним як складовою капіталу корпорації.

Ключові слова: капітал; структура капіталу; оптимізація структури капіталу, фактори оптимізації, сигнальні теорії, рекапіталізація, граничні витрати, граничні доходи.

Корж Наталія

ДИНАМИЧЕСКАЯ КОМПРОМИССНАЯ ТЕОРИЯ: ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТЬ И ВОЗМОЖНОСТЬ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ В ФОРМИРОВАНИИ СТРУКТУРЫ КОРПОРАТИВНОГО КАПИТАЛА

Процессы глобализации, транзитивный характер национальной экономики и несовершенство рынка, отсутствие единого подхода к определению понятия оптимальной структуры капитала

актуализируют проблему приспособления структуры капитала к оптимальной, причин ее отклонений от целевых значений финансового рычага. На основе анализа результатов основных научных исследований в разрезе формирования стратегии изменения структуры капитала, обобщены и классифицированы институциональные (динамические) теории структуры капитала. В перспективе это будет способствовать эффективному управлению им как элемента капитала корпорации.

Ключевые слова: капитал; структура капитала; оптимизация структуры капитала, факторы оптимизации, сигнальные теории, рекапитализация, предельные издержки, предельные доходы.интересов; динамические и статистические теории структуры капитала.

Korzh Natalia

DYNAMIC THEORY OF COMPROMISE: EXPEDIENCY AND POSSIBLE USE IN DETERMINING THE STRUCTURE OF CORPORATE CAPITAL

The processes of globalization, the transitive nature of the national economy and market imperfections, the lack of a unified approach to the definition of an optimal capital structure actualize the problem of adaptation to the optimal capital structure, the reasons for its deviations from the target values of financial leverage. Based on the analysis of the results of basic research in the context of the formation of strategies to change the capital structure, summarized and categorized institutional (dynamic) theory of capital structure. In the future, it will contribute to the effective management of them as Beams capital corporation.

Keywords: capital; capital structure; optimization of capital structure optimization factors, signal theory, recapitalization, marginal cost, marginal dohody.interesov; dynamic and statistical theory of capital structure

Постановка проблеми. Проблема формування оптимальної структури капіталу обумовлена ускладненням доступу до фінансових ресурсів (скорочення довгострокових банківських кредитів та висока їх ціна), менталітетом власників (висока ступінь капіталізації)

акціонерного капіталу, відсутність довгострокових орієнтирів) та неготовністю підприємств використовувати переваги корпоративної форми бізнесу: залучення фінансових ресурсів шляхом розміщення акцій (IPO), лістингу, використання похідних фінансових інструментів, сек'юритизації активів. Все це активізує проблему пошуку джерел, які задовольняють критеріям строковості, вартості, мінімізації ризику, доходності але й доступності, простоти залучення, можливості збереження прав контролю над бізнесом.

Гострота зазначених проблем та інтенсивність пошуку методик, які були б адекватні новим завданням недосконалого ринку, не вирішили проблему єдиного підходу до комплексного відображення оптимальної структури джерел фінансування підприємства з урахуванням всіх корпоративних інтересів. Тому формування стратегії зміни структури капіталу, як важливого чинника підвищення ефективності функціонування корпорації, набуває особливої актуальності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам управління динамічною структурою капіталу підприємства присвячені праці таких зарубіжних і вітчизняних вчених: Ross, С., Roy D.George, A.Akerlof, Meyers, S., Stulz R. M. Harris, A. Raviv Majluf, N, Merton, R., Miller, M., Mondher Bellalah and Charles Bouy Welch I. Kathleen M. Eisenhardt Michael C. Jensen, Rudyk, N., Garkusha, N., Рогатенюк Є., Корнилюк А. та інші.

Дослідження ґрунтується на теорії та методології, які викладені в фундаментальних працях вчених з проблем оптимізації структури капіталу та містять еволюційну теорію, інституціональні, мікро- та макроекономічні прийоми аналізу.

Метою статті є узагальнення та класифікація існуючих інституціональних теорій структури капіталу.

Виклад основного матеріалу дослідження. В сучасній економічній науці існує ряд теоретичних концепцій, які частково розкривають підходи до формування оптимальної структури капіталу корпорації. Статичні теорії структури капіталу об'єднують в собі: традиціоналістську теорію, теорію Модільяні-Міллера й компромісну теорію. Щодо динамічних теорій, то тут має місце концепція ієрархій, концепція протиріччя інтересів формування структури капіталу та динамічна компромісна теорія. Розглянемо більш детально зміст

динамічних теорій та з'ясуємо можливості їх використання у процесі формування структури капіталом в корпорації.

Основу концепції протиріччя інтересів складає положення про різні інтереси та рівні інформованості власників (інвесторів), кредиторів та менеджерів в процесі управління капіталом. Автори даної концепції, не змінюючи принципової сутності компромісної концепції, суттєво розширили її практичне використання. Серед теорій, на яких побудована концепція протиріччя інтересів, наступні.

Теорія асиметричної інформації, яка базується на припущенні недосконалості ринку капіталу (M.Bellalah, C. Vouy. (2005)) [1]. Відповідно до цієї теорії ринок надає неадекватну інформацію його учасникам. Асиметричність проявляється у доступному обсязі інформації для менеджменту, власників, кредиторів, інвесторів. При цьому пріоритетність критеріїв оптимізації структури капіталу підприємство визначає самостійно, що передбачає врахування цільової структури капіталу. Теорія протиріччя інтересів характеризує умови підвищення вартості окремих складових частин у структурі капіталу. В основі прийняття рішень щодо структури капіталу покладені інтересів власників і менеджерів, а також рівень інформованості щодо якості управління підприємством та його ефективності.

Сигнальні теорії, які побудовані на припущенні, що ринок капіталу посилає і інвесторам, і кредиторам сигнали щодо можливих варіантів розвитку підприємства, що базуються на поведінці менеджерів [2]. В літературі описані сигнальна модель Росса, сигнальна модель Майєрса-Майлуфа, сигнальна модель Міллера та Рока, сигнальна модель Рока.

Сигнальна модель Росса (S. Ross (1977)) відображає можливість вплинути на сприйняття ризику інвесторами фінансовими рішеннями менеджера. Вибір сигналів обґрунтовується з точки зору менеджерів (їх добробуту). Якщо вигода для менеджера перебиває його витрати у зв'язку з банкрутством, то менеджери віддадуть перевагу поданню помилкового сигналу.

Винагорода менеджеру складе:

- якщо компанія стане банкрутом

$$M = (1 + k) * V_0 * f_0 + f_1 (V - C) \quad (1)$$

- якщо компанія функціонує на ринку нормально

$$M = (1 + k) * V_0 * f_0 + f_1 * V \quad (2)$$

де M - винагорода менеджера;

V - оцінка компанії в кінці періоду;

V_0 - оцінка компанії на початку періоду;

f_0 - частка менеджера на початку періоду ($V \cdot f_0$ – поточні виплати);

f_1 - частка менеджера в кінці періоду (залежить від ситуації наближеності банкрутства);

D - номінальне значення позикового капіталу (банкрутство, якщо $V < D$);

C - виплати при визнання компанії банкрутом;

k - ставка відсотку на ринку за період, що дозволяє дисконтувати потік [2].

У даному випадку ринок не бачить перспектив компанії й орієнтується на залучений капітал, як сигнал стійкості. Якщо компанія залучає капітал у більшому розмірі, ніж той обсяг, який приведе її до банкрутства (D^*), то ринок сигналізує про стійке становище компанії, при малій кількості залученого капіталу, і навпаки. При цьому сигнали ринку не змінюються: $D^* < D$ – позитивна ситуація, $D^* > D$ – негативна ситуація.

Сигнальна модель Майерса-Майлуфа (Myers S.C., Majluf N. (1984)) базується на твердженні, що менеджери діють в інтересах основних акціонерів на момент прийняття рішення щодо залучення інвестицій.

У моделі Майерса–Майлуфа використовується підхід, побудований на тому, що менеджери діють в інтересах акціонерів, які існували в корпорації на момент прийняття рішень (в інтересах так званих «старих» акціонерів). У моделі показується, що у разі, коли інвестори на ринку мають помилкову інформацію про оцінку компанії, тоді фінансування вигідних для компанії інвестиційних проектів за допомогою емісії акцій зробить ці проекти не вигідними для «старих» акціонерів. Інші джерела фінансування, ціна яких менше залежить від приватної інформації про компанію (наприклад, боргові зобов'язання), дозволять прийняти позитивне рішення по проекту [2, с. 165-166].

Сигнальна модель (Merton H. Miller, Kevin Rock (1985), pp. 1031-1051) [10]. Модель будується на припущенні, що виплати власникам капіталу у будь-якому вигляді (дивіденди, викуп акцій, погашення боргів) демонструють, що компанія в змозі генерувати

значні грошові потоки. В цьому разі оголошення про виплату дивідендів на рівні вище звичайного, викуп акцій, погашення боргів розглядаються як позитивна інформація, що призводить до зростання ціни. Натомість емісія цінних паперів (акцій або облігацій) характеризуються як негативні сигнали.

У (Merton H. Miller, Kevin Rock (1985), pp. 1047-1048) зазначається, що фахівці з фінансів давно визнали нездатність стандартної повної інформаційної дивідендної моделі інвестиційного рішення фірми при розміщенні акцій. В результаті досліджень з'явилися ретельно документовані свідчення оголошення дивідендів, які явно мають на увазі асиметрію інформації між інвесторами та особами, які приймають рішення (менеджментом). При відсутності альтернативи використовуються положення інформаційної моделі, яка побудована на повному доступі до інформації, особливо, що стосується критеріїв інвестиційної оптимальності, в надії, що будь-які «маніпуляції» ефектів оголошення будуть виявлятися ефемерними і будуть скасовані, як тільки правда стане відома [10].

Непослідовна політика імовірно буде усунена, і це може відбутись будь-яким із ряду різних способів. Однією із можливостей є збереження допущення щодо асиметричної інформації при торгівлі акціями. Тому необхідно шукати послідовні альтернативні правила прийняття рішень щодо дивідендів на інвестиції.

Сигнальна модель – Модель Рока (Kevin Rock (1986)). Модель побудована на припущенні недооцінки первинного розміщення акцій. Вибір методу первинного розміщення сигналізує про ризик емісії. Середня доходність акцій, придбаних при проведенні первісної емісії, нижча, ніж очікувалось не інформованими інвесторами, у зв'язку із тим, що доходність акцій переоцінена [3].

В моделі висувається припущення, що замовлення на придбання акцій приходять не в один день, а протягом певного періоду часу і заповнені повністю. Це характерно для «кращих зусиль андеррайтингу». В той же час, якщо емітент закриває пропозицію, як тільки певна частка акцій підписана, нормування невидиме, тому що невиконані замовлення не можуть бути видимими попри те, що існують невиконані. Частина інвесторів належить до розчарованих покупців. Невідоме нормування

здійснює понижуючий тиск на ціни розміщення на противагу більш відкритого виду розміщення. З метою забезпечення повного розміщення акцій для залучення додаткових інвесторів акції повинні бути оцінені з дисконтом, щоб привернути увагу необізнаних покупців (Kevin Rock (1986) P. 187-212, P.206) [3]

Сигнальна модель Іво Уелша (Welch I., (1989)). За цією теорією розмір недооцінки при первісному розміщенні – сигнал інвесторам на ринку. Перспективні компанії дають сигнал, який недоступний неперспективним компаніям внаслідок високої вартості. Якщо перша емісія суттєво недооцінена, то ймовірність уходу з ринку неперспективних компаній як результату прямих та непрямих витрат розміщення. В цьому разі первісна розміщення акцій не покриває всю потребу у фінансуванні, а коштів, що не вистачає, вони акумулюються через додаткові емісії [5].

Теорія моніторингових витрат («теорія витрат на здійснення контролю») (Kathleen M. Eisenhardt. (1989); Michael C. Jensen. (1986)), яка побудована на розумінні того, що власники і кредитори мають різні інтереси та різний рівень інформованості [6]. Для забезпечення ефективності використання позикового капіталу кредитори вимагають посилення контролю за ефективністю використання наданих коштів. Підвищення питомої ваги позикового капіталу спричиняє зростання середньозваженої вартості капіталу, що, в свою чергу, викликає зниження ринкової вартості підприємства. Таким чином при визначенні питомої ваги позикових коштів у загальній структурі капіталу необхідно враховувати моніторингові витрати, адже вони можуть значно знизити позитивний ефект від використання кредитних коштів.

Інтереси і стимули менеджерів і акціонерів знаходяться в конфлікті через такі питання, як оптимальний розмір фірми і виплата грошових коштів акціонерам. Ці конфлікти особливо гостро стоять у фірмах з великими вільними грошовими потоками, коли у компанії більше грошей, ніж прибуткових інвестиційних можливостей.

Розвинена теорія (Michael C. Jensen. (1986), пояснює наступне:

- 1) переваги боргу в скороченні агентських витрат вільних потоків коштів;
- 2) як борг може замінити дивіденди;

3) чому диверсифікація програми більш ймовірно, призведе до витрат, ніж поглинання або розширення в тому ж товарному ряді бізнесу або ліквідації на ґрунті поглинання;

4) чому чинники, що породжують діяльність поглинання у таких різних напрямках, як радіомовлення та тютюн схожі на ті, що відбуваються в олії;

5) чому претенденти і деякі цілі, як правило, працювали з порушеннями задовго до поглинання [7].

Теорія моніторингових витрат пропонує унікальну можливість врахувати:

- стан системи, що є результатом невизначеності, стимули і ризики;

- це емпірично діє в перспективі, особливо в поєднанні з взаємодоповнюючими перспективами.

Основною рекомендацією з використання запропонованої теорії є можливість включення її результатів у дослідження багатьох проблем, що мають спільні структури (Michael C. Jensen).

Теорія корпоративних витрат. Дослідження структури капіталу в напрямі корпоративного контролю набули бурхливого розвитку у 1988 р. В цей період були опубліковані дві фундаментальні роботи:

1. Рене Шульца «Управлінський контроль право голосу: Фінансування політики та ринку корпоративного контролю» (Stulz R. (1988)) [8];

2. Мілтона Харріса та Артура Равіва «Теорія структури капіталу» (Milton Harris, Artur Raviv. (1991), в якій на основі теорії структури капіталу, теорій агентських витрат, асиметричності інформація та відслідковування ринку представлені висновки щодо впливу корпоративного контролю на процеси злиттів та поглинань [9]. Проте в цій статті не враховано теорію впливу податку.

Розвиток теорії корпоративних витрат і в подальшому розглядався цими авторами (Harris M., Raviv A. (2010). В роботах М. Харріса, А. Равіва, Р. Шульца доведено, що структура капіталу корпорації здійснює опосередкований вплив на результат поглинання. І від структури капіталу залежить успіх або невдача проведення угоди.

Модель М. Харріса і А. Равіва визначає яким чином структура капіталу корпорації може використовуватися менеджментом для

блокування ворожих поглинань, при цьому ними зроблено наступні висновки [13]:

- ціна звичайних голосуючих акцій корпорації-цілі в середньому збільшується у момент ініціації успішної тендерної пропозиції. У момент ініціації неуспішного тендерної пропозиції ціна акцій корпорації-цілі в середньому залишається на колишньому рівні;

- зростання ціни завжди спостерігається в момент ініціації боротьби за голоси пасивних акціонерів. При чому зростання ціни вище у випадку, коли ініціюється успішна боротьба за голоси пасивних акціонерів, тобто виграє корпорація-покупець;

- угоди, пов'язані з перерозподілом контролю над корпорацією, супроводжуються збільшенням боргового навантаження в структурі її капіталу;

- збільшення боргового навантаження в корпораціях-цілях, які виявляються успішно поглинутими, відбувається у значно меншому обсязі, порівняно зі збільшенням ліверіджу в компаніях, поглинання в яких пройшло неуспішно, або які були залучені до боротьби за голоси пасивних акціонерів.

На думку М. Харріса і А. Равіва, зменшення ймовірності поглинання корпорації можливе зі зростанням її боргового навантаження.

Рене Шульц у своїй роботі «Управлінський контроль право голосу: Фінансування політики та ринку корпоративного контролю» також розглядає проблему впливу структури капіталу на результат її поглинання. Він довів, що при збільшенні частки акцій компанії, які перебувають у власності менеджменту, який зараз працює в компанії, розміри премії, яку пропонує корпорація-покупець, зростають, але при цьому ймовірність успішного завершення поглинання та придбання акціонерами цієї премії знижується [8]

Шульц прийшов до висновку, що компанії, які є цільовими для поглинання, прагнуть до нарощування боргового навантаження до такого рівня, коли максимізується вартість акцій, що належать акціонерам компанії. Точка досягнення максимуму буде відповідати оптимальній структурі капіталу, а ймовірність поглинання негативно пов'язана із коефіцієнтом борг / власний капітал, натомість премія поглинання – позитивно.

Моделі корпоративного контролю дозволяють зробити наступні висновки:

- структура капіталу значно впливає на вартість компанії в момент виникнення загрози її поглинання (саме тому всі моделі корпоративного контролю пояснюють зміни структури капіталу лише в короткостроковому періоді і нічого не говорять про те, що буде відбуватися зі структурою капіталу в довгостроковому періоді);

- ставши метою ворожого поглинання, корпорація одразу починає нарощувати обсяги боргового навантаження і одночасно викупувати звичайні голосуючі акції у своїх акціонерів. Іншими словами, компанія скорочує власний капітал і нарощує обсяги запозичень. При цьому викуп акцій здійснюється за рахунок коштів, отриманих компанією від продажу боргових зобов'язань;

- поточний менеджмент корпорації прагне маніпулювати результатом ворожого поглинання компанії, змінюючи частку звичайних голосуючих акцій, що перебувають у його власності.

- частка звичайних голосуючих акцій, що перебуває у власності поточного менеджменту корпорації, негативно впливає на ймовірність поглинання компанії, тобто, чим вище частка акцій, що перебуває у власності поточного менеджменту, тим менше ймовірність поглинання корпорації.

- поточний менеджмент використовує структуру капіталу, як інструмент маніпулювання часткою звичайних, голосуючих акцій, що перебувають у його власності. Зокрема, для збільшення цієї частки менеджмент може почати нарощувати боргове навантаження на свою корпорацію.

- збільшення частки звичайних голосуючих акцій, що знаходиться у власності поточного менеджменту корпорації, призводить до зростання премії поглинання і одночасно знижує ймовірність його успішного завершення [8].

Теорія пристосування до ринку (відстеження ринку, market timing) (Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler (2002); Robert C. Merton. (1981); Roy D. Henriksson, Robert C. Merton. (1981), стверджує, що компанії не мають цільової структури капіталу і його фактична структура визначається внаслідок низки дій менеджерів, пов'язаних із пристосуванням до існуючих ринкових умов. Роберт Мертон здійснив аналіз, по результатах якого було показано, що характер

доходів залежить від обраного часу виведення акцій на ринок, від дотримання певних інвестиційних стратегій.

Для дотримання рівноваги між справедливою та ринковою ціною необхідно використовувати теорію вартості та прогнозувати час виходу на ринок. Аналізуючи, як інвестори будуть використовувати прогнозування ринкового часу, змінити їх уявлення про ймовірну прибутковість акцій. Ця теорія визначає необхідні та достатні умови для здійснення такого прогнозу. Таким чином, поведінка менеджменту буде залежати від стану фондового ринку. Зокрема, у період, коли ціни на фондовому ринку будуть підніматись, менеджери будуть проводити емісію акцій своєї компанії, а у періоди зниження цін – дії будуть спрямовуватись на їх викуп. Це дозволить отримати вигоду від ринкових коливань курсу акцій [15].

Таблиця 1

Особливості формування оптимальної структури капіталу на основі динамічних (інституціональних) теоретичних концепцій

Теорія	Критерій оптимальності	Переваги і особливості використання	Недоліки та обмеження
1	2	3	4
1. Теорії протиріччя інтересів			
1.1. Теорія асиметрії інформації М. Беллах, Ч. Боуй	Пріоритетність критеріїв оптимізації структури капіталу підприємства визначає самостійно при врахуванні цільової структури капіталу	- враховує реальну обмеженість фінансової інформації, її асиметричність; - враховує обмежену раціональність економічних агентів; - не ідеалізує ефективність ринкового середовища; - пояснює наявні емпіричні дані; - характеризує умови підвищення вартості окремих складових частин у структурі капіталу	- має описовий (не нормативний) характер, неможливість застосування у кількісних моделях оптимізації капіталу; - максимізація «позитивних» сигналів ринку та мінімізація інформаційних витрат;
1.2. Теорія агентських витрат (моніторингових витрат) К. Ейсенхардт, М. Дженсен	Підвищення питомої ваги позикового капіталу спричиняє зростання середньозваженої вартості капіталу, що призводить до зниження ринкової вартості підприємства	- враховує стан системи, що є результатом невизначеності, стимули та ризики; - враховує вартість агентських витрат через конфлікт інтересів власників, менеджерів і кредиторів; - мінімізація приведеної вартості агентських витрат	- обмежується випадком наявності значних агентських витрат; - необхідність визначення тієї частки усіх агентських витрат, які стосуються лише формування капіталу; - складність визначення непрямих агентських витрат; - складність виділення агентських витрат через їх унікальність, динамічність; - складність одночасного

1	2	3	4
			„власники-кредитори”
1.3. Теорія корпоративного контролю М. Харріс, А. Равів, Р. Шульц	Структура капіталу корпорації може використовуватися менеджментом для блокування ворожих поглинань	- описує збільшення зростання вартості простих акцій при ініціації боротьби за голоси пасивних акціонерів	- обмежується специфічними умовами ворожого поглинання і короткостроковим періодом
2. Сигнальні теорії			
2.1. Сигнальна теорія С. Росс, С.Майерс, Н.Майлуф	Визначає можливі варіанти оптимізації структури на підставі поведінки менеджерів	- врахування можливості впливу менеджерів на інформаційні потоки	- менеджери виступають монополістами на інформацію щодо майбутніх грошових потоків; - можливість фінансовими рішеннями впливати на сприйняття ризику інвесторами; - обґрунтування вибору сигналів з точки зору добробуту менеджерів
2.2. Сигнальна модель С. Майерс, Н. Майлуф		- при використанні джерел фінансування, які меншою мірою залежать від приватної інформації про компанію, дозволяють приймати позитивні рішення по проектах	- менеджери діють в інтересах основних акціонерів на момент прийняття рішення щодо залучення інвестицій
2.3. Сигнальна модель М.Міллер, К.Рок		- виплати власникам капіталу у будь-якому вигляді демонструють, що компанія може генерувати значні грошові потоки; - визнання асиметричності інформації, яка виходить від різних зацікавлених осіб	- неможливість забезпечення повного доступу до інформації щодо критеріїв інвестиційної оптимальності для уникнення маніпуляцій ефектами оголошення емісії
2.4. Сигнальна модель К.Рок		- вибір методу первинного розміщення акцій сигналізує про ризик емісії; - невизначеність та обмеженість інформації здійснює понижуючий	- необхідність проведення оцінювання акцій з дисконтом при первинному розміщенні акцій

1	2	3	4
		тиск на ціну розміщення акцій	
2.5. Сигнальна модель І. Уелш		- рівень недооцінювання вартості акцій при первісному розміщенні виступає сигналом для ринку	- необхідність забезпечення ефективного інформування менеджерами інвесторів
3. Поведінкові теорії			
3.1. Теорія ієрархії (порядку фінансування, субординації джерел) С.Майєрс, Н. Майлуф, Г.Доналдсон	Мінімізація вартості і ризиків фінансування	- враховує значущість фінансового резерву; - при виборі джерел фінансування підприємство орієнтується на збереження фінансової стійкості; - підтверджує зв'язок між коефіцієнтом рентабельності та борговою структурою	- є більш ефективною для великих компаній, для яких доступне облігаційне фінансування; - визначає агентські ризики, динаміку структури капіталу на короткострокову перспективу на підставі прогнозу прибутковості; - використовує не кількісний, а якісний аналіз альтернатив
3.2. Теорія пристосування до ринку М.Бейкер, Дж. Вурглер, Р.Мертон	Використання можливостей поточної ринкової ситуації для дотримання рівноваги між справедливою і ринковою ціною	- пояснює дії фінансових менеджерів в умовах відсутності прогнозних даних, необхідних для оптимізації структури капіталу; - може використовуватись при поточному плануванні структури капіталу; - дозволяє визначити час виведення акцій на ринок з урахуванням стану фондового ринку	- розглядає ефективний ринок з розвинутою інфраструктурою, стабільну ринкову ситуацію; - розглядає ефективний менеджмент, спроможний використати наявні ринкові можливості; - структура розглядається через можливість використання поточних можливостей фондового ринку
3.3. Динамічна компромісна теорія	Максимізація швидкості пристосування структури капіталу до оптимальної	- не суперечить статичній компромісній теорії; - досліджує динаміку фактичної структури капіталу, її зміну та швидкість пристосування до цільової (оптимальної); - досліджує динаміку структури капіталу у	- досягнення оптимальної структури капіталу може не бути серед пріоритетних цілей компанії; - використання теорії стає більш доцільним в умовах зростання відсоткових ставок; - важко врахувати всі детермінанти, які впливають на швидкість пристосування та ширину діапазону зміни

1	2	3	4
3.3. Динамічна компромісна теорія	Максимізація швидкості пристосування структури капіталу до оптимальної	у довгостроковій перспективі; - враховує транзакційні витрати зміни фінансового важеля	структури капіталу

Згідно з даною теорією взагалі не розглядається поняття оптимальної структури капіталу, оскільки ця структура формується не внаслідок стратегічного планування, а в результаті короткострокових стимулів, що дозволяють скористатися поточними можливостями на фондовому ринку.

Крім того, класифікацію динамічних теорій структури капіталу можна представити наступним чином:

- сигнальні: Росса, Майерса-Майлуфа, Міллера і Рока, Уелша;
- теорії протиріччя інтересів: агентських витрат, корпоративного контролю та моніторингу витрат; теорія стейкхолдерів;
- поведінкові теорії: відслідковування ринку; автономії інвестицій менеджерів; інформаційних каскадів [17].

Висновки. Підбиваючи підсумки, необхідно зазначити, що оптимальна структура капіталу компанії та її схильність до запозичення складається під впливом низки чинників, які можна об'єднати у дві групи: мікрочинники, які визначаються на рівні конкретного підприємства, та макрочинники, які впливають на рівні економіки чи галузі. Таким чином, динамічна компромісна теорія є першою теорією, котра розширила коло досліджуваних питань і окрім оптимальної структури капіталу підприємства сфокусувалася в більшій мірі на динаміці фактичної структури капіталу в часі, спробувала дослідити детермінанти самого процесу пристосування структури капіталу до оптимальної, зокрема швидкість цього пристосування.

Література

1. Mondher Bellalah and Charles Bouy. On Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance with Incomplete Information // International Journal Of Business, 10(2), 2005. – P. 134-150

[Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.craig.csufresno.edu/ijb/Volumes/Volume% 2010 /V102-2.pdf](http://www.craig.csufresno.edu/ijb/Volumes/Volume%2010/V102-2.pdf)

2. Гаркуша Н.М. Моделі і методи прийняття рішень в аналізі та аудиті: навч. посіб. / Н.М.Гаркуша, О.В.Цуканова, О.О. Горошанська. – К.: Знання, 2011. – 582 с.

3. Ross S.A. The Determination of Financial Structure. The Incentive–Signalling Approach // *Bell Journal of Economics*, 1977. Spring. P.23-40.

4. Kevin Rock. Why New Issues are Underpriced // *Journal of Financial Economics* 15 (1986) 187-212. North-Holland. P. 187-212, P.206. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/rock% 201986.pdf](https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/rock%201986.pdf)].

5. Welch I. Seasoned Offering, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offering // *Journal of Finance*, V. 44, Issue 2 (June 1989), P. 421-449 [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.ivo-welch.info/research/journalcopy/1989-jf.pdf>

6. Kathleen M. Eisenhardt. Agency Theory: An Assessment and Review // *The Academy of Management Review*. Vol. 14, No. 1 (Jan., 1989), pp. 57-74/[http://www.jstor.org/stable/pdfplus/ 258191.pdf?acceptTC=true](http://www.jstor.org/stable/pdfplus/258191.pdf?acceptTC=true);

7. Michael C. Jensen. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *American Economic Review*, Vol. 76, 2, May, 1986, Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=99580>

8. Stulz R. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control / R. Stulz // *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, issue 1-2, pages 25-54 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a20_3ay_3a1988_3ai_3a_3ap_3a25-54.htm]

9. Milton Harris, Artur Raviv. The Theory of Capital Structure / Н. Milton, А. Raviv // *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1. (Mar., 1991), pp. 297-355. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ecsocman.hse.ru/data/958/126/1231/harris_raviv_-_cs_1991.pdf]

10. Merton H. Miller, Kevin Rock. Dividend Policy under Asymmetric Information. // *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4. (Sep., 1985), pp. 1031-1051.

11. Myers S.C., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have // *Journal of Financial Economics*/ 1984. June. P/187-221.

12. Harris M., Raviv A. Control of Corporate Decisions: Shareholders vs. Management. / M. Harris, A. Raviv // *Review of Financial Studies*, 2010, 23(11), pp. 4115-47. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rfs.oxfordjournals.org/content/23/11/4115.abstract>.

13. Harris M., Raviv A. A Theory of Board Control and Size. / M. Harris, A. Raviv // *Review of Financial Studies*, 2008, 21(4), pp. 1797-832. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rfs.oxfordjournals.org/cgi/content/abstract/21/4/1797> та ін.].

14. Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler. Market Timing and Capital Structure // *The Journal of Finance*. Vol. LVII, №1 Feb. 2002 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.kellogg.northwestern.edu/researchcomputing/workshops/papers/Baker_Wurgler_CapitalStructure_JF_Feb2002.pdf .

15. Robert C. Merton. On Market Timing and Investment Performance/ I. An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts // *Journal of Business*, Volume 54, Issue 3 (Jul., 1981), P. 363-406 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.people.hbs.edu/rmerton/Simple%20model%20of%20Capital%20Market.pdf>.

16. Roy D. Henriksson, Robert C. Merton. On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills // *Journal of Business*, Volume 54, Issue 4 (Oct, 1981), P. 513-533. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.people.hbs.edu/rmerton/onmarkettimingpart2.pdf>]

17. Рогатенюк Э.В. Концептуальные подходы к оптимизации финансовой структуры капитала предприятий / Э.В. Рогатенюк, О.Н. Зеленская // *Экономика и управление*. – №5. – 2013. – С.121-127.

Рецензент *Левицька І.В., д.е.н., професор, завідувач кафедри туризму та готельно-ресторанної справи Вінницького торговельно-економічного інституту КНТЕУ*

15.04.2015