

щодо цього терміну: соціальний захист населення в Україні неможливо назвати надмірним, у той же час як навіть така соціалізація економіки є надмірною на даному етапі розвитку національної економіки. Відповідно, для стабілізації ситуації, необхідно скорочувати соціальні видатки та створювати умови для розвитку системи недержавного соціального забезпечення. Непопулярні реформи, які необхідні для зниження небезпечно високого рівня соціалізації економіки, призведуть до тимчасового погіршення умов життя, але у перспективі призведуть до сталого розвитку. Необхідно розуміти, що світова соціалізація розвинених ринкових країн – підсумок століття ефективної роботи капіталістичної соціально-економічної формації, яка створила базис для соціалізації. Україна не має такого фінансового базису та запасу міцності для соціальних перетворень. В той же час держава обрала шлях перетворення до ринкових методів ведення господарства, тим самим відмовившись від старих способів організації соціального захисту населення та отримавши відставання від розвинених країн на десятки років. В такій ситуації головна задача національної економіки – використати суттєву «премію за відставання» та досвід розвинених зарубіжних країн. Тому, для ефективної соціалізації економіки України, знадобляться роки сумлінної праці, направленої на утворення матеріально-фінансового базису для подальших перетворення. Крім того, виникає потреба у подальших дослідженнях методології фінансування державних соціальних виплат та пільг, розробленої спеціально для України, з урахуванням особливостей української суспільно-економічної формації.

Джерела та література:

1. Григорян Г. М. Социализация содержания экономической науки – решающая основа ее обновления / Г. М. Григорян // Социальная экономика. – 2008. – № 1. – С. 14-21.
2. Слезингер Г. Э. Социальная экономика : учеб. / Г. Э. Слезингер. – М. : Дело и Сервис, 2009. – 368 с.
3. Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи) / за ред. акад. НАН України В. М. Геєця; Ін-т економічного прогнозування. – К. : Логос, 2007. – 500 с.
4. Гриценко А. А. Социальная экономия как наука / А. А. Гриценко // Социальная экономика. – 2008. – № 1. – С. 7-13.
5. Экономическая теория (политэкономия) : учеб. / под общ. ред.: акад. В. И. Видяпина, акад. Г. П. Журавлевой. – М. : Инфра-М, 1999. – 560 с.
6. Лазня І. В. Відносини власності в умовах формування ринкової економіки в Україні / І. В. Лазня. – К. : Логос, 2006. – 316 с.
7. Рибалкін В. Акціонерна власність – внутрішня основа формування соціального ринкового господарства / В. Рибалкін, Л. Мамічева // Економіка України. – 2008. – № 2. – С. 47-56.
8. Європейський комітет статистики : [Електронний ресурс] : офіційний веб-сайт. – Режим доступу : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database
9. Державний комітет статистики України статистики : [Електронний ресурс] : офіційний веб-сайт. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Корнилюк А.В.

УДК 336

АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ТЕОРІЙ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ

Вступ. Достатній обсяг фінансових ресурсів виступає необхідною умовою інтенсифікації інвестиційно-інноваційного розвитку підприємств. У більшості випадків інвестиційно-інноваційний розвиток підприємств вимагає поєднання власних і запозичених фінансових ресурсів, що зумовлює актуальність вивчення теорій формування структури капіталу.

Питанням дослідження структури капіталу присвятили свої праці вітчизняні і зарубіжні вчені: Л. Зінгалес, І. Івашковська, С. Майерс, Є. Ніворожкін, Н. Пойда-Носик, Л. Петришинець [1], Д. Репін. Однак теоретичні питання формування структури капіталу не набули достатнього висвітлення у вітчизняній науковій літературі.

Метою роботи є дослідження існуючих теорій структури капіталу підприємств. Досягнення поставленої мети передбачає: розкрити характерні риси теорії іррелевантності, неокласичних теорій структури капіталу; визначити можливість їх використання у фінансуванні інвестиційно-інноваційного розвитку вітчизняних підприємств.

Виклад основного матеріалу. Вивчення економічної літератури свідчить, що фахівцями досліджуються здебільшого три основні теорії структури капіталу підприємств: теорія іррелевантності М. Міллера-Ф. Модільяні [2], компромісна теорія (trade-off theory) (А. Крауз та Р. Літценбергер) [3] та теорія порядку фінансування (pecking order theory) С. Майерса та Н. Майлуфа [4, 5].

Основними постулатами теорії М. Міллера - Ф. Модільяні є: теза про іррелевантність структури капіталу при визначенні оптимального рівня інвестування, тобто однакова маржинальна вартість усіх типів інвестицій (включно з інвестиціями у інновації). При цьому витрачена одиниця грошей повинна приносити однакову очікувану дохідність (після врахування системного ризику).

У вказаній теорії використовуються наступні обмеження: неврахування фактору податкового щита та асиметрії інформації; ігнорування транзакційних витрат, дослідження ідеального ринку, які утруднюють її використання. Вказані обмеження на практиці обумовлюють різницю у вартості власних та позикових джерел фінансування інвестиційної діяльності. А саме вартість капіталу може різнитися через: податкові та неподаткові фактори; типи самих інвестицій (у матеріальні/нематеріальні активи).

Згідно компромісної теорії структури капіталу, з метою максимізації вартості фірми, частка її позикового капіталу повинна бути такою, при якій граничні витрати додаткової одиниці позикового капіталу дорівнюватимуть граничним вигодам від її використання. Під витратами розуміються витрати, пов'язані з втратою фінансової стійкості (зміна контрагентів, санаційні витрати та витрати при банкрутстві). Під вигодами розуміється дія податкового щита. При цьому значення фінансового левеїджу позитивно залежить від податкового щита і негативно від величини витрат, пов'язаних з втратою фінансової стійкості [16, с. 83].

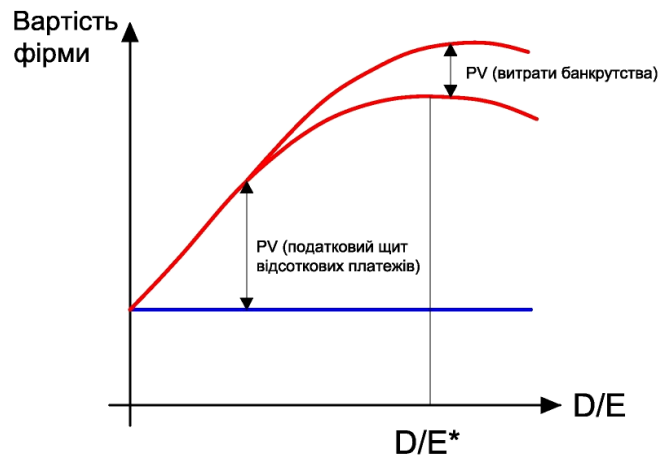


Рис. 1. Визначення оптимальної структури капіталу за компромісною теорією

Вимірювання податкового щита зарубіжними науковцями пропонується здійснювати через ефективну ставку відсотка (А. Тауб [6]), оскільки встановлена номінальна ставка податку на прибуток підприємств може не відображати реальний рівень їх сплати через застосування схем податкової оптимізації, або ж додаткової сплати штрафів та інших санкцій.

Витрати банкрутства (або фінансової нестійкості) поділяються на прямі та непрямі. Дж. Варнер до прямих витрат відносить виплати адвокатам, консультантам та менеджерам під час процесу банкрутства [7, с. 340]. До непрямих: втрата частки ринку, прибутків, неможливість отримати позику або випустити цінні папери, окрім як на не вигідних умовах.

Г. Раджан та Л. Зінгалес вважають, що факторами, що впливають на величину боргу компанії є наступні [8, с. 1428]:

- Частка матеріальних активів у структурі капіталу, яка негативно корелює з фінансовим левеїджем. Вчені також довели, що в економіках, орієнтованих на фінансування за рахунок банківських кредитів, цей зв'язок слабшає. З іншого боку висока частка матеріальних активів полегшує отримання кредиту (через наявність застави). Натомість Т. Оплер та С. Тітман [9] зазначають, що фірми з високою часткою нематеріальних активів та інвестицій в інноваційні розробки часто втрачають ринкову долю при збільшенні боргового навантаження;

- відношення ринкової вартості акцій до балансової, яке також негативно корелює з рівнем фінансового левеїджу. На думку вчених, це пояснюється схильністю фірм проводити емісію акцій при високій ринковій вартості компанії;

- існування прямого зв'язку між розміром фірми та її борговим навантаженням;

- прибутковість компанії негативно корелює з рівнем фінансового левеїджу.

Теорія порядку (ієрархії фінансування) ґрунтується на дії асиметрії інформації. Розробниками вказаної теорії є економісти С. Майєрс та Н. Майлуф [4,5]

Згідно зазначеної теорії фірми застосовують певний порядок відбору джерел фінансування у разі необхідності залучення нового капіталу: надаючи перевагу внутрішнім джерелам фінансування, а з зовнішніх джерел – борговому фінансуванню перед емісією акцій (що може пояснюватися небажаним витоком інформації – кредитні договори зазвичай конфіденційні, тоді як негативні результати випуску акцій миттєво стають відомі ринку і негативно впливають на настрої інвесторів). Причина полягає в асиметрії інформації та ефекті негативного відбору (витіснення з ринку гіршими агентами кращих) між менеджерами та потенційними інвесторами, які можуть вимагати невиправдано високу ставку доходності.

Ефект негативного відбору вперше описаний Нобелівським лауреатом Дж. Акерлофом у роботі «Ринок «лимонів»: невизначеність якості та ринковий механізм» [10]. Ефект негативного відбору на кредитному ринку полягає у тому, що високі відсоткові ставки кредитних установ збільшують кількість ризикових позичальників, що змушує підвищувати відсоткові ставки та обмежує доступ до кредитів іншим підприємствам. Існує залежність між «якістю» агента та рівнем встановлюваної винагороди за надані послуги (в даному випадку кредит). Якщо кредитор не в змозі виявити «якість» позичальника до укладання контракту, ефект негативного відбору на ринку буде зростати. Згідно Дж. Акерлофа, для фірм-позичальників можливі два варіанти формування фінансових ресурсів: 1) мати позитивну репутацію та гарантувати виконання зобов'язань; 2) використовувати капітал, наявний в межах корпорацій. Таким

чином, прибуткові фірми можуть забезпечувати більшість своїх інвестицій за рахунок нерозподіленого прибутку, тоді як менш прибуткові чи збиткові – за рахунок зовнішнього фінансування. Таким чином, більш прибуткові фірми очікувано матимуть менший рівень левериджу, ніж у менш прибуткових чи збиткових.

Через асиметрію інформації внутрішні джерела фінансування мають декілька переваг перед зовнішніми джерелами з точки зору фірми:

- менеджери не мають необхідності розкривати конфіденційну інформацію про вартість активів або вартість нових інвестицій;
- фірма може уникати зовнішнього фінансування через його значну вартість, оскільки буде занадто дорого чи навіть неможливо для фірми достовірно інформувати потенційних інвесторів, які можуть вважати надану інформацію не вартою довіри, нецілювою та викривленою;
- фірма може уникнути агентських витрат, які є результатом конфлікту інтересів менеджерів та постачальників зовнішніх фондів.

Перевагу боргу над емісією можна також пояснити через теорію ієрархії фінансування та інформаційної асиметрії. Асиметрія інформації значно сильніше проявляється на ринку акцій, ніж борговий через наступні причини:

- позичальники детально аналізуються банками до та після надання кредиту. Банк вимагає заставу, якщо фірма буде не в змозі погасити свої зобов'язання. Відсотки виплачуються регулярно на контрактній основі та незалежно від прибутковості діяльності. У разі банкрутства фірми, кредитори мають переважне право на задоволення своїх вимог;
- емісія акцій може бути сприйнята як неможливість отримання коштів з інших джерел (винятком може слугувати IPO, яке має також певну іміджеву функцію), тому інвестори можуть дійти висновку, що вкладати кошти в ці цінні папери надто ризиковано або фірма вже досягла граничного рівня боргового навантаження.

Представники теорії порядку фінансування величину фінансового левериджу визначають через дефіцит власних коштів компанії. Л. Шіам-Сандер та С. Майерс [11, с. 224] розробили наступну формулу визначення дефіциту власних коштів:

$$DEF_{it} = DIV_{it} + X_{it} + \Delta W_i + R_t - C_t,$$

Де DEF_{it} – дефіцит власних коштів компанії;

DIV_{it} – величина дивідендних виплат;

X_{it} – капітальні витрати;

ΔW_i – приріст оборотного капіталу;

R_t – частина довгострокового боргу, що має бути погашена у поточному періоді;

C_t – операційний потік підприємства (ЕВІТ)

Таким чином, фінансовий дефіцит визначається як різниця операційного грошового потоку та всіх виплат, що з нього здійснюються.

Окремою темою досліджень є вибір структури капіталу фірм в економіках, що розвиваються. Так, Є. Ніворожкін [12, с. 38] зазначає, що «час досягнення оптимальної структури капіталу поряд з характеристиками фірми залежить від макроекономічної ситуації та політики фінансових посередників» - швидкість руху фірми від фактичної до оптимальної структури капіталу прямо залежить від розвитку фінансового ринку та обернено від рівня асиметрії інформації. Аналогічної позиції дотримуються Т. Бас, вказуючи, що великі фірми, які мають доступ до закордонних фінансових ринків, менше залежать від економічної ситуації в країні, яка впливає лише на короткостроковий горизонт планування. Також більшість вчених, що досліджували процеси формування структури капіталу на ринках, що розвиваються надають перевагу теорії ієрархії (або порядку фінансування). Проте вказана теорія може мати деякі варіації. Так, Дж. Чен та А. Бут [13, 14] в рамках теорії ієрархії виокремлюють «нову теорію порядку фінансування», характерну для країн, що розвиваються. Згідно цієї теорії, джерела фінансування мають такий склад: нерозподілений прибуток, емісія акцій і тільки тоді борг. Зміна місцями боргового фінансування та емісії акцій пояснюється нерозвиненістю банківського сектору. Структура капіталу українських підприємств свідчить, що перевага надається саме фінансуванню за рахунок позикового капіталу (частка в балансі промислових підприємств складала 59% і 63% відповідно) [15].

Висновки. Вважаємо, що концепція ієрархії фінансування є актуальною для української економіки в умовах нерозвиненого фінансового ринку та, зокрема, спекулятивного характеру фондового ринку. Теорія компромісу не здатна пояснити формування структури капіталу підприємства через неврахування об'єму транзакційних витрат, які в умовах нерозвиненого фінансового ринку є вагомими. Також слід зазначити, що «нова теорія порядку фінансування» не є характерною для вітчизняної економіки через високу залежність суб'єктів підприємництва від банківського фінансування, що підтверджується статистичними даними, та низькими обсягами емісії пайових цінних паперів. Розрахунок розміру співвідношення боргового та власного капіталу через показник фінансових дефіцитів є актуальним для вітчизняних підприємств в умовах браку короткострокового капіталу для забезпечення поточної діяльності та довгострокового – для інноваційного розвитку.

Джерела та література:

1. Пойда-Носик Н. Н. Управління вартістю і структурою капіталу підприємства як елемент фінансової безпеки / Н. Н. Пойда-Носик, Л. В. Петришинець // Фінанси України. – 2010. – № 6. – С. 117-124.
2. Franco Modigliani, Miller The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / Franco Modigliani, H. Merton // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48. – No. 3. – P. 261-297.
3. Kraus A. Skewness preference and the valuation of risky assets / A. Kraus, R. Litzenberger // Journal of Finance. – 1976. – Vol. 31 (4). – P. 1085-1100.
4. Myers S. Still searching for optimal capital structure / S. Myers // Journal of Applied Corporate Finance. – 1993. – Vol. 6. – P. 4-14.
5. 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.
6. Taub A. J. Determinants of the Firm's Capital Structure / A. J. Taub // The Review of Economics and Statistics. – 1975. – Vol. 57 (4). – P. 410-416.
7. Warner Jerold B. Bankruptcy costs : Some evidence / Jerold B. Warner // Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32. – P. 337-347.
8. Rajan G. R. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data / G. R. Rajan, L. Zingales // The Journal of Finance. – 1995. – Vol. 50 (5). – P. 1421-1460.
9. Opler T. The debt-equity choice : an analysis of issuing firms / T. Opler, S. Titman // Working paper. – Boston : Boston college.
10. George A. Akerlof. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism / George A. Akerlof // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – V. 84. – P. 488-500.
11. 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.
12. Nivorozhkin E. The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies / E. Nivorozhkin // Economics of Planning. – 2004. – Vol. 37. – P. 25-45.
13. 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.
14. Booth L. Capital Structures in Developing Countries / L. Booth, A. Aivazian, A. Demircuc-Kunt, V. Maksimovic // Journal of Finance. – 2001. – Vol. 3. – P. 87-130.
15. Державний комітет статистики України : [Електронний ресурс] : офіційний сайт. – Режим доступу : www.ukrstat.gov.ua.
16. Зинкевич Н. В. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала : модели, направления, результаты / Н. В. Зинкевич, Е. А. Олеванова // Корпоративные финансы. – 2008. – № 1 (5). – С. 82-101.

Котенко Т.Ю.**УДК 336****ЕКОНОМІЧНЕ МОДЕЛЮВАННЯ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ОПЕРАЦІЙНИХ ВИТРАТ ТА ФІНАНСОВОГО РЕЗУЛЬТАТУ*****Постановка проблеми та її зв'язок з найважливішими науковими та практичними завданнями***

Глобалізаційні процеси проявляються у всіх сферах (правового регулювання, соціального устрою, економіки тощо), на всіх рівнях (мікро- та макрорівень) та галузях економіки. Для підприємства розширення меж господарювання виявляється у потребі знаходити нові шляхи управління, більш ефективних методів розрахунку економічних показників та вивчення і передбачення майбутніх тенденцій. Не дивлячись на гуманітарну теоретичну спрямованість економічної вітчизняної науки, все більше виникає потреба у використанні методів, які включають математичні розрахунки. Управління операційними витратами посідає важливе місце у визначенні ефективності діяльності компанії, а отже у покращенні фінансового результату. Важливою науковою та практичною задачею є використання нових математичних методів для розв'язання економічних задач.

Аналіз основних досліджень і публікацій

Розвитку економічного моделювання та статистичних методів присвятили свої праці відомі українські та зарубіжні вчені: Вітлінський В. В., Наконечний С. І., Терещенко Т. О., Водзянова Н. К., Роскач О. С., Айвазян С. А., Бухштабер В. М., Енюков И. С., Мешалкин Л. Д., Бальмер М. Безпосередньо метод головних компонент досліджували Єріна А. М., Френк Вуд, Тіммерман М., Джоліфі І., Jing Li та інші [1-10].

Невирішені проблеми, яким присвячується стаття

Відкритим питанням залишається ідентифікація отриманих у результаті розрахунків компонент та їх економічне пояснення, виходячи із поставленої мети.

Високий рівень зв'язку між регресорами підвищує мультиколінеарність, робить оцінки неточними. Інтуїтивно, якщо регресія включає в себе два корельованих показника, не можливо точно пояснити ефект від якого з них є значимим. Отже, жоден з коефіцієнтів корельованих показників не може бути точно оцінений. Замість того, щоби використовувати усі наявні фінансові коефіцієнти, ми можемо використати лише один, два або три компоненти коефіцієнтів. Спочатку ми проводимо аналіз головних компонент, а потім використовуємо перетворені дані, компоненти у якості регресорів.