

Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics, 2016; 8(185): 45-51

УДК 658.14/.17+336.647/.648

JEL Classification: G32

DOI: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2016/185-8/6>

Д. Черненко, асп.
Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана, Киев

СОВРЕМЕННАЯ ПАРАДИГМА В ИССЛЕДОВАНИЯХ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Эта статья представляет обзор парадигмы исследований структуры капитала, заложенной теоремой Миллера-Модильяни. Исследование включает краткое изложение истоков вопроса структуры капитала, значения теоремы Миллера-Модильяни для современных исследований, и их современного состояния. Статья также предлагает постсоветским (и, прежде всего, отечественным) исследователям более широко использовать теории и методологию, соответствующие современной парадигме.

Ключевые слова: структура капитала; капитал предприятия; источники финансирования; современная теория финансов; исследования корпоративных финансов.

Постановка проблемы. Структура капитала – одно из ключевых стратегических решений фирмы. Она определяет риски банкротства, стоимость капитала, свободные денежные потоки, доходность, и – как результат – стоимость предприятия. Современные исследования структуры капитала развиваются в парадигме, заложенной теоремой Миллера-Модильяни, которую из-за её значения нередко называют "краеугольным камнем корпоративных финансов" [1, с. 76]. На постсоветском пространстве она известна, прежде всего, потому, что авторы получили премии памяти Нобеля по экономике. В тоже время, парадигма исследований, заложенная этой теоремой, осталась малозамеченной: публикации этой тематики немногочисленны, и, как правило, никак не связаны с классическими и современными исследованиями.

Цель статьи – анализ парадигмы исследований структуры капитала, основанной на теореме Миллера-Модильяни, её происхождения, основных теорий, и современного состояния. Эта статья исследует только вопросы структуры капитала: выводы, касающиеся расчета стоимости собственного капитала (теорема II, и её модификация Р. Хамадой для использования в CAPM), а также дивидендной политики (изложенные в статье Миллера-Модильяни 1961 года) здесь не рассматриваются.

Обзор литературы. Появлению современной парадигмы прослужили работы А. Дьюинга [3] и Д. Дюрана [4], а её основы были заложены в ряде работ М. Миллера и Ф. Модильяни [6-8, 10]. Ключевые теории, входящие в парадигму, изложены в классических работах (А. Росс, [14], С. Майерс и Н. Маджлунг [13]), обзорах (М. Харрис и А. Равив [5], С. Майерс [11]), и современных работах (Х. Бейкер и Дж. Мартин [1], Дж. Грехам и М. Лири [16]). Существенные аспекты, относящиеся к развитию парадигмы, изложены в статьях М. Левати, Дж. Киу, и П. Махагаонкара [12], И. Уэлча [18], а также историческом обзоре Дж. Вестона [2].

Результаты исследования. Понимание современной парадигмы, т.е. явных и неявных предпосылок, лежащих в основе научных исследований (Томас Кун, "Структура научных революций"), будет неполным без обзора общего исторического контекста, связанно-

го с вопросом структуры капитала. Дж. Вестон отмечает, что вопрос структуры капитала был впервые поднят на стыке XIX и XX столетий. После волны слияний и поглощений в 1890-1905 гг. рынки США монополизировали 305 крупных промышленных структур [2]. Банкротства входящих в эти структуры компаний становились новостью национального масштаба, а потому привлекли внимание теоретиков. А. Дьюинг, исследуя эти процессы, связал их с чрезмерным уровнем долга [3], заложив основы современной концепции структуры капитала [2]. В дальнейшем в научной литературе сложился консенсус, известный как традиционный подход (*Traditional Approach*) к структуре капитала, или традиционная точка зрения (*Traditional Viewpoint*).

Традиционный подход основан на утверждении, что с ростом долговой нагрузки стоимость капитала сначала уменьшается (до оптимального уровня, максимизирующего стоимость фирмы), а затем растёт (рис. 1). Тем не менее, эта точка зрения не получила научного обоснования, а поэтому не может считаться научной теорией (в строгом смысле слова). Не даёт традиционный подход и чётких рекомендаций по расчету оптимальной структуры, а потому для современного исследователя он представляет скорее исторический интерес.

После появления традиционного подхода вопрос структуры капитала длительное время практически не исследовался. С одной стороны, финансы были не очень популярной сферой исследований вплоть до начала 1960-х гг. С другой стороны, после шока, пережитого во время Великой Депрессии, инвесторы и предприятия заняли очень консервативные позиции, которые сохранялись вплоть до начала послевоенного роста (1950-е гг.). Соответственно, вопрос структуры капитала утратил свою актуальность с практической точки зрения, а потому и в теоретических исследованиях не было необходимости. Похожую ситуацию можно увидеть в постсоветских странах: вопрос структуры капитала не является первоочередным для практиков (рынки капитала малоликвидны, а выбор источников финансирования не очень велик).

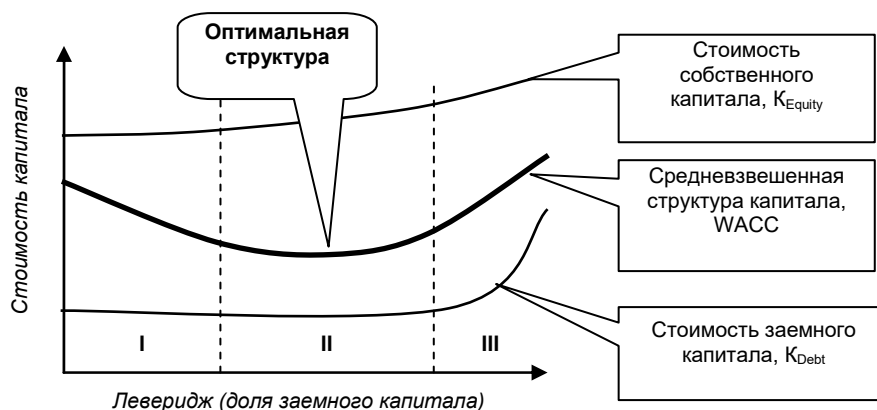


Рис. 1. Оптимальная структура капитала в традиционном подходе

Благодаря росту американской экономики в послевоенный период вопрос структуры капитала вновь стал актуальным. В 1950 году на конференции NBER Д. Дюран предложил два иллюстративных подхода: чистого дохода (*Net Income Approach*, NI) и чистого операционного дохода (*Net Operating Income Approach*, NOI). Позднее тезисы конференции были опубликованы в виде отдельной статьи [4]. Дюран рассматривал своё исследование как обоснование традиционного подхода: он является средним (промежуточным) между радикально противоположными NI и NOI подходами.

Тем не менее, в дальнейшем NOI-подход лёг в основу теоремы Миллера-Модильяни. В ходе полемики все обоснования традиционного подхода (не только Дюрана, но и Э. Соломона и Ф. Вестона) были отвергнуты научным сообществом – они проиграли теореме MM в научной дискуссии. Теорема MM задавала направление исследований структуры капитала [5], т.е. привела к сдвигу парадигмы от традиционного подхода к современному.

Согласно ключевому положению теоремы MM [6, 7], при выполнении ряда предпосылок структура капи-

тала будет несущественной (иррелевантной) для стоимости фирмы, поскольку стоимость капитала остаётся неизменной (рис. 2). При рассмотрении этого утверждения многие авторы совершают две ошибки, одна из которых состоит в буквальном восприятии теоремы (т.е. как абсолютной, предполагающей незначимость структуры капитала на практике). Хотя Миллер предостерегал от подобного прочтения своих работ [8], такое понимание часто встречается среди практиков, далёких от теории корпоративных финансов. Во многом эта ошибка связана с тем, что в оригинальной статье [6] есть и эмпирическая часть. Тем не менее, как отметил С. Майерс, модель MM исключительно трудно проверить на практике [10]. Ни одно исследование не дало убедительного подтверждения модели MM на эмпирических данных – однако и не опровергло её [11]. Можно констатировать, что при текущем развитии эконометрических методик убедительная проверка теоремы MM на практике невозможна.

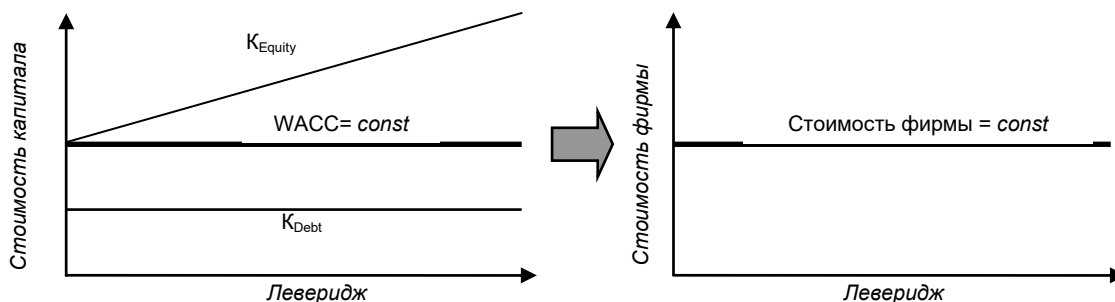


Рис. 2. Графическое изображение теоремы Миллера-Модильяни
(K_{Equity} – стоимость собственного капитала, K_{Debt} – стоимость заёмного капитала, $WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала)

Вторая ошибка при интерпретации теоремы MM заключается в акцентировании на предпосылках теоремы как на ошибочных. С. Росс, Р. Вестерфилд, и Б. Джордан справедливо называют такую критику слепой, связывая её с непониманием действительного смысла теории MM [9, с. 530-531]. Способ доказательства теоремы MM (через арбитражный процесс) не вызывает возражений у исследователей, и стал стандартом для современных корпоративных финансов. В частности, он использован в аргументации теоремы Блэка-Шоулза, и модели оценки капитальных активов (CAPM) Шарпа [1, с. 154].

Большинство экономистов поддерживает теорему MM, считая при этом, что оптимальная структура капитала существует [1, с. 18]. В этом утверждении нет противоречия: знание предпосылок, при которых оптимальной структуры капитала не существует, позволяет выбрать направление дальнейших исследований. Миллер и Модильяни, отвечая на критику, подчеркива-

ли, что описывают только общую тенденцию [12]. Иными словами, модель MM выполняет роль идеальной модели, имеющей исключительно иллюстративную роль. Аналогичные модели можно встретить в истории самых различных наук – как, например, модель "идеального газа" в термодинамике: идеального газа в природе не существует, точно также, как не существует в реальном мире ситуации, описанной в теореме MM.

Таким образом, для теории структуры капитала оказывается важен не только главный вывод теоремы MM, но и предпосылки, на которых он основан – фундаментальные факторы структуры капитала. На ослаблении этих предпосылок основаны ключевые теории структуры капитала, формирующие современную парадигму (рис. 3). При этом следует отметить, что теория статического компромисса приходит к тем же выводам, что и традиционный подход (U-образная кривая стоимости капитала и соответствующее влияние на стоимость фирмы, см. рис. 1), хотя и руководствуе-

тся совсем другими доводами. Этот аспект отметил и М. Миллер, создав в качестве контраргумента, направленного против неё, свою теорию, изложенную в его

статье 1977 года [8], учитывающую как налог на прибыль, так и подоходный налог.

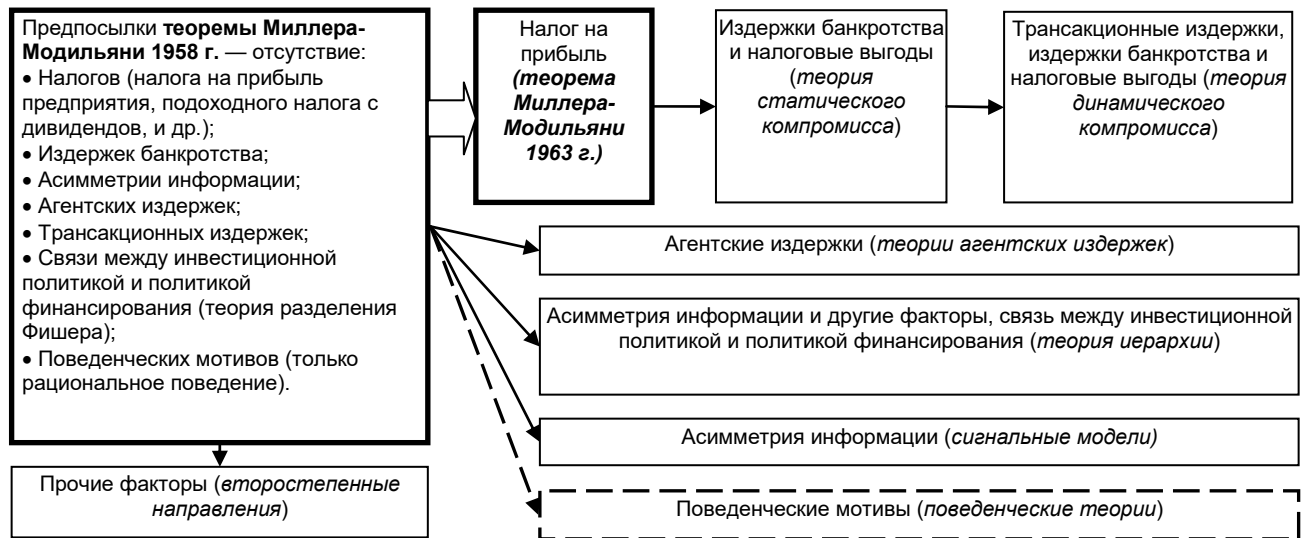


Рис. 3. Значение теории ММ для современных теорий структуры капитала (взаимосвязи между теориями не показаны)

Развитие теории привело к появлению ряда направлений, среди которых можно выделить шесть наиболее значимых (таблица 1). Многие направления, например основанные на теории жизненного цикла компании (*business life cycle*), теории отраслевых рынков (*industrial organization*) не выделяют в отдельные теории. Помимо этого, само разделение на теории довольно условно. Например, агентскую теорию, теории статического и динамического компромисса можно объединить как теории компромисса [1, с. 18]. В тоже время, сигнальные модели, поведенческие теории, динамическая теория компромисса, и теории агентских

издержек являются не единым целым, а скорее группой моделей, следующих одинаковым предпосылкам. Например, сигнальная модель Майерса-Маджлуфа [13] является одним из доказательств теории иерархии, а сигнальная модель Росса [14] ей противоречит. Помимо этого, переплетаются сами факторы структуры капитала: например, агентские издержки, а также издержки связанные с неблагоприятным отбором (возникающим из-за асимметрии информации) можно рассматривать как трансакционные издержки. Из-за такого переплетения факторов теория динамического компромисса может рассматриваться как объединяющая концепция.

Таблица 1. Обзор ключевых современных теорий структуры капитала.

Теория	Авторы и годы публикаций	Ключевое положение
Теория статического компромисса (<i>static trade-off theory</i>)	Kraus & Litzenberger (1973), DeAngelo & Masulis (1980), Kim (1982), Bradley, Jarrell, & Kim (1984)	Структура капитала определяется как компромисс между издержками банкротства (растущими вместе с долей долга структуре) и выгодами от налогового щита (экономия налога на прибыль благодаря использованию долга)
Теория динамического компромисса (<i>dynamic trade-off theory</i>)	Brennan & Schwartz (1984), Kane, Marcus, McDonald (1984), Fischer, Heinkel, & Zechner, (1989), и др.	В долгосрочной перспективе структура определяется компромиссом издержек банкротства и выгод налогового щита. В краткосрочной перспективе из-за трансакционных издержек допустимы отклонения от этого уровня, формирующие оптимальный диапазон структуры
Теории агентских издержек (<i>agency costs theory</i>)	Jensen & Meckling (1976), Jensen (1986) – гипотеза свободных денежных потоков, Harris & Raviv (1988) – одна из первых агентских моделей, и др.	Структура капитала определяется как компромисс между агентскими издержками и выгодами, связанными со структурой капитала. Они включают в себя проблему дорогой верификации состояния (издержки контроля), свободных денежных потоков, недо- или чрезмерного инвестирования, а также риски поглощения
Теория иерархии (<i>pecking order theory</i>)	Donaldson (1961), Myers (1984), Myers & Majluf (1984)	Из-за асимметрии информации вследствие неблагоприятного отбора (<i>adverse selection</i>) возникает иерархия финансирования (сначала внутренние источники финансирования, затем заемный капитал, и только в последнюю очередь собственный)
Сигнальная теория (<i>signaling theory</i>)	Ross (1977), Myers & Majluf (1984), Miller & Rock (1985), Krasker (1986), Narayanan (1988), и др.	Сигналы влияют на стоимость компании: позитивные ведут к её росту: выкуп акций и погашение долга боргу (модели Майерса-Маджлуфа, Краскера, Найранана), рост доли долга в структуре до определенного уровня (модель Росса), выплата дивидендов на уровне выше ожидаемого (модель Миллера-Рока)
Поведенческие теории (<i>behavioral theories</i>)	Bikhchandani, Hirshleifer, & Welch (1998) – теория информационных каскадов, Baker & Wurgler (2002) – теория отслеживания рынка, и др.	Фактическая структура связана с иррациональностью решений инвесторов и менеджмента: стремлением выиграть от недо- или переоценки фондовым рынком (<i>теория отслеживания рынка</i>), отслеживанием перспектив инвестиций (<i>теория автономии инвестиций менеджеров</i>), личными качествами менеджеров (<i>теория влияния личных качеств</i>), следованием "стадному поведению" (<i>теория информационных каскадов</i>), и другими

Источник: составлено автором. Включены только наиболее значимые теории и авторы их основополагающих работ. Второстепенные направления исследований не включены.

В существующем массиве теорий прослеживается три связанных между собой два аспекта: *во-первых*, в теоретических размышлениях предприятие рассматривается с точки зрения инвесторов, а капитал – как вложенные инвесторами средства. *Во-вторых*, максимизация стоимости фирмы рассматривается как цель её существования. *В-третьих*, ключевые теории опираются на контрактную теорию фирмы. Два последних аспекта не относятся к поведенческим теориям, которые исследуют аномальные с точки зрения остальных теорий процессы, а потому хуже вписываются в существующую парадигму.

Связь с контрактной теорией фирмы наиболее очевидна: контрактные издержки являются фактором, заложенным в ключевые теории структуры капитала – это транзакционные издержки (теории динамического компромисса, иерархии, сигнальные модели), агентские издержки (теория агентских издержек), а также часть издержек банкротства (теория статического компромисса, теория динамического компромисса).

Менее очевидна точка зрения инвесторов, хотя на ней и основано доказательство теоремы ММ [6]. Она проявляется, прежде всего, в понимании сущности самого понятия капитала: капитал рассматривается как

инвестированный в предприятие капитал (*invested capital*), или "используемый капитал" (*employed capital*, этот термин имеет и более специфические значения). Точка зрения инвесторов имеет существенное практическое значение, поскольку структура капитала (*capital structure*), как правило, рассматривается как долгосрочное соотношение собственного и заемного капитала, а не просто структура пассивов. В тоже время, структуру всех источников финансирования активов часто обозначает понятие финансовой структуры (*financial structure*). Финансовая структура показывает ситуацию в краткосрочном периоде, и включает в себя структуру капитала – отображение долгосрочной стратегии.

Точка зрения инвесторов предполагает возможность различных подходов: далеко не все кредиторы являются инвесторами предприятия, однако не совсем очевидно, кого следует относить к инвесторам, а кого – нет. Соответственно, не всегда очевидно, какие источники финансирования следует считать капиталом, а какие нет. На этот счёт существует три ключевых критерия (см. рис. 4). Базовым является критерий характера финансирования, который может дополняться критерием начисления процентов либо критерием сроков финансирования [1, с. 1].



Рис. 4. Понятие структуры капитала в современных исследованиях

Источник: составлено автором.

Согласно базовому критерию **характера финансирования** капиталом не считаются нефинансовые обязательства (*non-financial liabilities*), т.е. сформированные резервы и обеспечения предстоящих расходов и платежей, а также доходы будущих периодов. Этот критерий тесно связан с другим критерием (**начисление процентов**), ведь все нефинансовые обязательства по определению являются беспроцентными. Однако начисление процентов более узкий критерий, поскольку существует беспроцентный долг (*non interest-bearing debt*), например кредиторская задолженность и текущие обязательства по выплатам. Применение критерия начисления процентов – самый простой способ отделения долгосрочного финансирования от спонтанного (*spontaneous financing*). Спонтанное финансирование – это переменного финансирование, которое обслуживает операционную деятельность, и объемы которого напрямую зависят от объемов реализации. Исключение беспроцентного долга имеет смысл, поскольку позволяет избавиться от переоценки отраслевого эффекта (кредиторская и дебиторская задолженности варьируются от одной отрасли к другой, и это не свя-

зано с долгосрочной структурой капитала выбранной фирмы) [1, с. 30]. Краткосрочные финансовые решения, обслуживающие операционную деятельность, бессмысленно рассматривать вместе с долгосрочными. Гораздо более разумно изучать их в связке с вложениями в оборотные активы – в рамках концепции рабочего капитала (*working capital*).

По **критерию сроков** финансирования капиталом не считаются все краткосрочные обязательства (*short-term liabilities*). Тем не менее, этот критерий плохо отображает практику постсоветских стран – использование краткосрочного финансирования в качестве субститута долгосрочного. Соответственно, в постсоветских странах в определении структуры капитала имеет смысл применять только критерий начисления процентов. В этом случае структура капитала будет определяться как соотношение собственного капитала и процентных долговых обязательств (долга).

Ещё один ключевой аспект сложившейся парадигмы – это ориентация на максимизацию стоимости фирмы как на цель предприятия. Как в самой теореме ММ [6], так и всех теориях (кроме поведенческих, в которых

вопрос оптимизации отсутствует) заложена именно цель максимизации стоимости. Эта цель имеет ряд преимуществ в сравнении с максимизацией прибыли (долгосрочность, учет стоимости денег во времени, неопределенности и риска, а также ликвидности). Однако некоторые методики, основанные на критерии прибыли могут применяться параллельно с теориями современной парадигмы: EBIT-EPS подход, оценка,

эффекта финансового левериджа, и метод Дюпон (таблица 2), а также метод финансовых коэффициентов. Все эти методики основаны на предположении о фирме как "чёрном ящике" (неоклассическая теория фирмы), данные о которой доступны из бухгалтерской отчетности. Соответственно, они могут быть только дополнением, а не полноценной альтернативой теориям структуры капитала.

Таблица 2. Бухгалтерские методики анализа влияния структуры капитала на рентабельность.

Метод	Методика расчета	Содержание метода
EBIT-EPS подход	$EPS = \frac{(1 - Tax) * (EBIT - Interest) - Div}{Shares}$ • Где EBIT – прибыль до налогов и процентов, Div – Дивиденды на привилегированные акции, Interest – сумма процентов за период, Tax – налог на прибыль, Shares – Количество обыкновенных акций в обращении.	Расчет прибыли на одну акцию (Earnings per Share, EPS) при заданных уровнях EBIT и возможных уровнях финансового левериджа. Необходимо выбрать такой леверидж, при которой EPS максимален.
Оценка эффекта финансового рычага (Degree of Financial Leverage, DFL)	Американский подход (влияние на прибыльность собственного капитала): $DFL = \frac{EBIT}{(EBIT - Interest)}$ • Где EBIT – прибыль до процентов и налогов, Interest – сумма процентов за период.	Оценка процентного изменения чистой прибыли на одну акцию (EPS) при изменении на одну единицу операционной прибыли. Эффект финансового левериджа (DFL) показывает чувствительность рентабельности собственного капитала к возможному изменению структуры капитала.
	Европейский подход (влияние на прибыльность активов): $DFL = (1 - Tax) * (ROA - i) * \frac{ЗК}{СК}$ • Где Tax –налог на прибыль, ROA –рентабельность активов, i – процент за заемный капитал, ЗК – среднегодовой заемный капитал, СК – среднегодовой собственный капитал.	Оценка прироста рентабельности активов за счет использования заемных средств. Эффект финансового левериджа (DFL) показывает рост рентабельности активов при возможном изменении структуры капитала.
Метод Дюпон (DuPont)	$ROE = \frac{ЧП}{EBT} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{EBIT}{OP} * \frac{OP}{A} * \frac{A}{СК}$ • Где ЧП – Чистая прибыль, EBT – прибыль до налогов, EBIT – Прибыль до процентов и налогов, OP – среднегодовой объем продаж (реализации), A – среднегодовые активы, СК – среднегодовой собственный капитал.	Разложение формулы рентабельности собственного капитала (Return on Equity, ROE) на факторы (5-ти факторная модель), включая показатель левериджа (выраженный в коэффициенте капитализации – отношении активов и собственного капитала), и их анализ.

Источник: составлено автором.

Примечание: В некоторых источниках метод Дюпон называют "методом Дюпона", что некорректно, поскольку он назван в честь компании DuPont, а не её основателя Дюпона (который умер за столетие до разработки этой методики).

Следует отметить, что в некоторых современных источниках предлагается альтернативная цель – максимизации стоимости стейкхолдеров (*stakeholder value added*), т.е. есть работников, клиентов, поставщиков, правительства, и других заинтересованных лиц (под "заинтересованностью" здесь подразумевается интерес в существовании фирмы в долгосрочном периоде). По мнению М. Дженсена стейкхолдерская теория (*stakeholder theory*) происходит не из корпоративных финансов, а из социологии [15]. Подобные идеи также прослеживаются в модели "рейнского капитализма", характерной многим фирмам современной Германии, где в процессе принятия решений могут участвовать многочисленные стейкхолдеры, а не только менеджеры и акционеры. Тем не менее, реальная (а не декларативная) применимость подобной модели за пределами Германии вызывает значительные сомнения.

Во-первых, из-за многочисленности стейкхолдеров эта теория не в состоянии дать конкретную цель – она предполагает многочисленные цели вместо одной. "Стоимость стейкхолдеров компании" является абстракцией, которую невозможно четко определить и измерить, а поэтому применение этого подхода требует составления системы сбалансированных показателей. При этом неясным остается вопрос установления приоритетности этих целей и их согласования между собой. Он не является праздным: во многих (если не в большинстве) случаев стейкхолдеры преследуют противоположные цели, поэтому попытка

достижения консенсуса может привести к разрушению бизнес-процессов компании.

Во-вторых, истоки теории стейкхолдеров связаны с критикой "эгоистичных" целей фирм, противостоящих целям общества. Этот вопрос является скорее этическим, чем финансовым, а потому такие аргументы не могут рассматриваться всерьез. Более того, можно встретить и противоположные мнения: например М. Дженсен утверждает, что максимизация стоимости предприятия и так служит общественным целям, поскольку максимизирует выгоды всех стейкхолдеров (за исключением случаев фирм-монополий) [15]. Этот аргумент может быть сведён к принципу "разумного эгоизма" Адама Смита – общественное благо достигается за счет эгоистических устремлений отдельных индивидов.

В современных исследованиях, в отличие от более ранних (50-80-е гг.) ослабление предположений Миллера-Модильяни уступило место развитию уже созданных теорий. В терминологии Т. Куна ("Структура научных революций") это переход к нормальной науке, основанной на росте знания в рамках единой парадигмы. При этом ни одна из существующих теорий не является полным ответом на вопрос структуры капитала, хотя вместе взятые они объясняют большую часть известных фактов [16]. Существующие теории могут подвергаться критике как с чисто теоретических позиций, так и с эмпирических (соответствие теоретических ожиданий реальной практике и значимость заложенного в теории фактора).

Основная причина, из-за которой вопрос структуры капитала всё ещё остаётся нерешённым – это невозмож-

жность точно измерить ни один фундаментальный фактор структуры капитала (кроме налоговых выгод). На практике приходится использовать методы исследования, которые можно условно разделить на три крупные группы. К *первой группе* относятся чисто теоретические работы, многие из которых направлены на теоретическое моделирование структуры капитала; их результаты могут быть проверены при помощи симуляций (как правило, на основе метода Монте-Карло). Ко *второй группе* относятся исследования, направленные на анализ детерминант структуры капитала, которые связаны с фундаментальными факторами, но могут быть прямо измерены (размер фирмы, рентабельность, возможности роста, отраслевая принадлежность, и другие прокси-переменные). *Третья группа* работ объединяет более специфические исследования, проверяющие соответствие предположений различных теорий наблюдаемой практике (тестирование теорий структуры капитала).

Значимость третьей группы исследований может быть неочевидной, ведь в большинстве случаев речь идёт о теориях, основанных на рациональном поведении. Предметом исследования становится реальная практика предприятий, в которой большинство решений принимается интуитивно, или на основе простых эмпирических правил. Миллер отмечает, что этот "... *подход основан на уверенности, что в ходе эволюции наибольшую вероятность выживания имеют те интуитивные и эвристические приемы, которые совместимы с концепциями рыночного равновесия*" [8, с. 272-273]. Иными словами, рыночная конкуренция заставляет бизнес интуитивно находить наиболее верные практики, и если определенная практика работает, ей можно найти рациональное объяснение и теоретическое обоснование.

На современном этапе можно выделить ряд характеристик, присущих парадигме современных исследований структуры капитала. **Во-первых**, в отличие от более ранних периодов (с конца 50-х до середины 90-х гг.) объектом исследования становятся и развивающиеся страны, тогда как ранее исследователи ограничивались изучением исключительно развитых стран. Однако работы, исследующие страны Запада и Японию все ещё абсолютно преобладают [1, с. 111]. Это связано, с одной стороны, с отсутствием данных (данные по фирмам развивающихся стран в базах вроде Compustat Global или Orbis практически отсутствуют), их ограниченностью (только за очень короткие периоды), или ненадёжностью. С другой стороны, большинство исследователей проживает в развитых странах; а ученые из развивающихся, как правило, не знакомы с современными теориями и методологией исследований, а потому не могут провести достаточно релевантные исследования своих стран.

Во-вторых, наблюдается расширение охвата исследований. Новые исследования касаются и тех сегментов, которые игнорировались ранее (фирмы в организационно-правовой форме партнерства, фирмы с нулевым долгом, малый и средний бизнес, семейные фирмы, и др.). Потенциально существенным вопросом для развития теории в целом является исследование фирм с нулевым долгом [1, с. 35], само существование которых является вызовом для большинства существующих теорий.

В-третьих, ранее наиболее распространенные теории (иерархии и статического компромисса) начиная с середины 2000-х гг. утратили свою популярность. По предположению С. Майерса, это связано с неудачной методологией их тестирования, применяемой большинством авторов [17]. Дж. Грехам и М. Лири выделя-

ют и другие причины: недостаточный учёт в этих теориях эффектов предложения капитала, влияния нефинансовых стейкхолдеров, а также условий финансовых контрактов. Однако, несмотря на утрату популярности, теория статического компромисса и теория иерархии остаются базовыми для исследований [16] и современной парадигмы в целом.

В-четвертых, в исследованиях используются всё более сложные эконометрические методики и модели. Так, в эмпирических исследованиях доминирующей методикой является регрессионный анализ панельных данных. В теоретических исследованиях широкое распространение получили динамические модели структуры капитала; и, хотя такие модели подвергаются критике [18], они заняли существенное место в современной литературе. Во многом именно сложная методология исследований препятствует более широкому использованию идей и концепций современной парадигмы на постсоветском пространстве.

Выводы. Теория Миллера-Модильяни показала, что при выполнении ряда предпосылок структура капитала не будет влиять на стоимость фирмы. Ослабление этих предпосылок – или фундаментальных факторов структуры капитала – позволило создать ряд теорий, формирующих современную парадигму (теория статического компромисса, динамического компромисса, иерархии, агентских издержек, сигнальные модели, поведенческие теории). Совокупность теорий, в одних аспектах тесно связанных между собой, а в других противоположных друг другу, образует современную парадигму. Существующая парадигма использует, в том числе, общую терминологию: структура капитала (*capital structure*), как правило, обозначает соотношение собственного капитала и (*процентного*) *долга*. Часто используется и более узкое определение: соотношение собственного капитала и *долгосрочного процентного долга*. В отличие от этого, финансовая структура (*financial structure*) обозначает соотношение всех источников финансирования активов, т.е. собственного капитала и *всех обязательств*.

Современные исследования, в отличие от более ранних, развивают уже созданные теории, а не изобретают новые. Текущее состояние исследовательской парадигмы можно описать рядом характеристик: (1) доминирование исследований, посвященных развитым странам, с одновременным появлением интереса к развивающимся странам; (2) расширение охвата исследований (включая фирмы с нулевым долгом, малый и средний бизнес, семейные фирмы и др.); (3) спад популярности теорий иерархии и статического компромисса, но сохранение их как базовых; (4) использование всё более сложных эконометрических методик и моделей для исследования структуры капитала (в теоретических исследованиях наиболее широкое распространение получили динамические модели, а в эмпирических – регрессионный анализ панельных данных).

Можно предложить постсоветским (и прежде всего, отечественным) исследователям более активно использовать теории и методики, соответствующие сложившейся парадигме.

Список использованной литературы

1. Baker H.K. Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice / Baker H.K., Martin G.S.; John Wiley & Sons, 2011. – 504 p. – ISBN 978-0-470-56952-8.
2. Weston J.F. A (relatively) brief history of finance ideas / J.F. Weston // Financial Practice and Education. – 1994. – Vol. 4. – №. 1. – P. 7-26.
3. Dewing A.S. Corporate promotions and reorganizations. – Harvard University Press, 1914. – Vol. 10. – Available at: <https://archive.org/details/corporatepromot00dewigoog>
4. Durand, D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement / D. Durand // Conference on Research in

Business Finance. – 1952. – P. 216-262. – Available at: <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>

5. Harris M. The theory of capital structure / M. Harris, A. Raviv // *The Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46. – №. 1. – P. 297-355. – doi:10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x

6. Modigliani F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment / F. Modigliani, M.H. Miller // *The American economic review*. – 1958. – Vol. 48. – №. 3. – P. 261-297.

7. Modigliani F. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction / F. Modigliani, M. H. Miller // *The American economic review*. – 1963. – Vol. 53. – №. 3. – P. 433-443.

8. Miller M.H. Debt and taxes / M. H. Miller // *The Journal of Finance*. – 1977. – Vol. 32. – №. 2. – P. 261-275. – doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x

9. Ross S. Fundamentals of Corporate Finance: Standard Edition / Stephen A. Ross, Bradford Jordan, Randolph W. Westerfield, Bradford D Jordan; McGraw Hill Create, 2010. – 9th Edition. – 708 p. – ISBN 9780073382395.

10. Myers S.C. Capital Structure / S.C. Myers // *Journal of Economic Perspectives*. – 2001. – Vol. 15. – №2. – P.81-102. doi:10.1257/jep.15.2.81

11. Levati M.V., Qiu J., Mahagaonkar P. Testing the Modigliani-Miller theorem directly in the lab / M.V. Levati, J. Qiu, P. Mahagaonkar // *Experimental Economics*. – 2012. – Vol. 15. – №. 4. – P. 693-716. – doi:10.1007/s10683-012-9322-z

12. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply // *The American Economic Review*. – 1959. – Vol. 49. – №. 4. – P. 655-669.

13. Myers S.C. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S.C. Myers, N.S. Majluf // *Journal of financial economics*. – 1984. – Vol. 13. – №. 2. – P. 187-221. – doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0

14. Ross S.A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach / Stephen A. Ross. // *Bell Journal of Economics*. – 1977. – Vol. 8. – №. 1. – P. 23-40. – doi:10.2469/dig.v27.n1.2

15. Jensen M.C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function / M.C. Jensen // *Journal of applied corporate finance*. – 2001. – Vol. 14. – №. 3. – P. 8-21. – doi:10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x

16. Graham J.R. A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future / J. R. Graham, M. T. Leary // *Annual Review of Financial Economics*. – 2011. – Vol. 3. – P. 309-345.

17. Myers S.C. Finance, Theoretical and Applied / S.C. Myers // *Annual Review of Financial Economics*. – 2015. – Vol. 7. – P. 1-34. – doi:10.1146/annurev-financial-111914-042056

18. Welch I.A. Critique of Recent Quantitative and Deep-Structure Modeling in Capital Structure Research and Beyond / I. Welch // *Critical Finance Review*. – 2013. – Vol. 2. – №. 1. – P. 131-172. – doi:10.1561/104.000000006

Надійшла до редколегії 26.07.16

Date of editorial approval 26.08.16

Author's declaration on the sources of funding of research presented in the scientific article or of the preparation of the scientific article: budget of university's scientific project

Д. Черненко, асп.

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ, Україна

СУЧАСНА ПАРАДИГМА У ДОСЛІДЖЕННЯХ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

Ця стаття представляє огляд парадигми досліджень структури капіталу, закладеної теоремою Міллера-Моділіані. Дослідження включає короткий виклад висновків питання структури капіталу, значення теореми Міллера-Моділіані для сучасних досліджень, та їх сучасного стану. Стаття також пропонує пострадянським (і, перш за все, вітчизняним) дослідникам більш широко використовувати теорії та методології, що відповідають сучасній парадигмі.

Ключові слова: структура капіталу; капітал підприємства; джерела фінансування, сучасна теорія фінансів; дослідження корпоративних фінансів

D. Chernenko, PhD Student

Kyiv National Economics University named after Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine

MODERN PARADIGM IN CAPITAL STRUCTURE STUDIES

This article presents a review of capital structure studies paradigm, founded by the Miller- Modigliani theorem. The research includes a brief view on origins of capital structure issue, importance of the Miller- Modigliani theorem for modern research, and current agenda of modern studies. The article also suggests post-soviet scholars to adopt and use modern theories and methodology.

Keywords: capital structure; firm capital; financing sources; modern finance theory; corporate finance studies

References (in Latin): Translation / Transliteration/ Transcription

1. Baker, H.K. & Martin, G.S., 2011. *Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice*, John Wiley & Sons. ISBN 9780470569528.

2. Weston, J.F., 1994. 'A (relatively) brief history of finance ideas', *Financial Practice and Education*, vol. 4, no. 1, pp. 7-26.

3. Dewing, A.S., 1914. 'Corporate promotions and reorganizations', *Harvard University Press*, vol. 10. Available at: <https://archive.org/details/corporatepromot00dewigoog>

4. Durand, D., 1952. 'Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement', *Conference on Research in Business Finance*, pp. 216-262. Available at: <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>

5. Harris, M. & Raviv, A., 1991. 'The theory of capital structure', *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 1, pp. 297-355. doi:10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x

6. Modigliani, F. & Miller, M.H., 1958. 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American economic review*, vol. 48, no. 3, pp. 261-297.

7. Modigliani, F. & Miller, M.H., 1963. 'Corporate income taxes and the cost of capital: a correction', *The American economic review*, vol. 53, no. 3, pp. 433-443.

8. Miller, M.H., 1977. 'Debt and taxes', *The Journal of Finance*, vol. 32, no. 2, pp. 261-275. doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x

9. Ross, S.A., Westerfield, R. & Jordan, B.D., 2010. *Fundamentals of corporate finance*, Standard Edition, 9th Edition, McGraw-Hill Create. ISBN 9780073382395.

10. Myers, S.C., 2001. 'Capital structure', *Journal of Economic perspectives*, vol. 15, no.2, 81-102. doi:10.1257/jep.15.2.81

11. Levati, M.V., Qiu, J. & Mahagaonkar, P., 2012. 'Testing the Modigliani-Miller theorem directly in the lab', *Experimental Economics*, vol. 15, no. 4, pp. 693-716. doi: 10.1007/s10683-012-9322-z

12. Modigliani, F. & Miller, M.H., 1959. 'The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply', *The American Economic Review*, vol. 49, no. 4, pp. 655-669.

13. Myers, S.C., & Majluf, N.S. 1984. 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of financial economics*, vol. 13 no. 2, pp. 187-221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0

14. Ross, S.A., 1977. 'The determination of financial structure: the incentive-signalling approach', *The bell journal of economics*, vol. 8, no. 1, pp. 23-40. doi:10.2469/dig.v27.n1.2

15. Jensen, M.C., 2001. 'Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function', *Journal of applied corporate finance*, vol. 14, no. 3, pp. 8-21. doi:10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x

16. Graham, J.R. & Leary, M.T., 2011. 'A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future', *Annual Review of Financial Economics*, vol. 3, pp. 309-345.

17. Myers, S.C., 2015. 'Finance, Theoretical and Applied', *Annual Review of Financial Economics*, vol. 7, pp. 1-34. doi: 10.1146/annurev-financial-111914-042056

18. Welch, I., 2013. 'A Critique of Recent Quantitative and Deep-Structure Modeling in Capital Structure Research and Beyond', *Critical Finance Review*, vol. 2, no. 1, pp. 131-172. doi:10.1561/104.000000006