

Ю. С. Рибалко,
асистент кафедри міжнародних фінансів,
Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

ПОВЕДІНКОВІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ РЕСУРСОМ ТНК

Y. Rybalko,
Teacher of Department of international finance, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

BEHAVIORAL ASPECTS OF CORPORATE FINANCE MANAGEMENT

У статті аналізуються теоретичні підходи щодо поведінкових аспектів корпоративних фінансів, досліджується вплив поведінкових аспектів на прийняття фінансових та інвестиційних рішень головними виконавчими директорами, а також деякі питання корпоративного управління та організаційної архітектури. Особлива увага приділяється психологічним, соціологічним та організаційним детермінантам фінансової поведінки корпорацій.

This paper analyses a behavioral theory of corporate finance, the impact of behavioral aspects on financing and investment decisions made by CEOs, as well as some questions of corporate governance and organizational architecture. Author puts special emphasis on psychological, sociological and organizational determinants of behavioral corporate finance.

Ключові слова: поведінкові корпоративні фінанси, ТНК, фінансовий ресурс, структура капіталу, інвестиційні рішення, фінансові рішення, фінансова політика, корпоративна ефективність.

Key words: behavioral corporate finance, TNC, financial resource, capital structure, investment decisions, financing decisions, financial policy, corporate performance.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Розпочаті в кінці ХХ ст. дослідження поведінкових фінансів сьогодні призвели не тільки до зростання наукового інтересу, але й отримали практичну спрямованість в галузі розвитку міждисциплінарних економічних наук і когнітивних досліджень поведінкових аспектів головних виконавчих директорів корпорацій з метою забезпечення ефективного управління сучасними складними транснаціональними корпоративними структурами в умовах невизначеності.

Остання світова економічна криза свідчить про сильні трансформації на глобальному ринку капіталів, що обумовлює необхідність повторно дослідити особливості управління великими ТНК. Враховуючи останні тенденції до "організаційної модальності фінансового капіталу" [1, с. 144] та фінансyalізованого підходу до управління, сьогодні можна простежити домінування фінансової логіки в стратегіях ТНК.

Слід зазначити, що в умовах турбулентності світового фінансового середовища результативність діяльності ТНК,

їх довгостроковий успіх, капіталізація, фінансова стійкість значною мірою визначаються ефективністю фінансової політики, стратегії та, безпосередньо, якістю прийнятих фінансових і інвестиційних рішень.

На нашу думку, сьогодні проблема полягає в тому, що традиційні теорії та моделі управління корпоративними фінансами, які використовуються у вітчизняній практиці, не враховують поведінкові аспекти і, відповідно, не дають можливості розробляти ефективні фінансові й інвестиційні стратегії. Західна фінансова наука вирішує це питання, використовуючи концептуальні положення теорії поведінкових фінансів. Щодо сучасної вітчизняної економічної літератури — питання аналізу та обліку поведінкових факторів при управлінні фінансовим ресурсом ТНК ще не знайшли достатнього відображення.

Таким чином, актуальність дослідження обумовлена необхідністю подальшої розробки теоретичних основ управління фінансовим ресурсом корпорацій в частині викорис-

тання теорії поведінкових фінансів та їх подальшої практичної імплементації.

МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою даного дослідження є аналіз теоретичних підходів й узагальнення практичного досвіду щодо поведінкових аспектів корпоративних фінансів, їх впливу на управління фінансовим ресурсом ТНК, прийняття фінансових та інвестиційних рішень головними виконавчими директорами корпорацій (CEOs).

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Передумовою розвитку наукових досліджень з поведінкових фінансів стала теорія психології прийняття рішень в умовах невизначеності, яка почала активно розвиватися з середини 1950-х років. Якщо перші дослідження були присвячені вивченню впливу психології на ризики пов'язані з прийняттям інвестиційних рішень¹, то у 1970-х роках акценти поступово змістилися в сторону прийняття фінансових рішень. Одним з найважливіших досягнень становлення теорії поведінкових фінансів у 1960-х роках стала розроблена П. Словіком (Slovic, P.) психологічна концепція ризику², відповідно до якої "ризик — не об'єктивне, а завжди суб'єктивне явище" [2, 3]. Тому ризик фінансових інструментів не можливо вичерпно представити за допомогою бета коефіцієнтів або показників волатильності доходності цінних паперів.

Фактично це були перші академічні дослідження присвячені співвідношенню психології і фінансів. Проте, на жаль, вони не викликали відповідного інтересу, тому представники фінансової теорії відійшли від психології та сконцентрувалися на концепції ефективного ринку і нової моделі оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model — CAPM).

Поштовхом для подальшого розвитку теорії поведінкових фінансів стали дослідження психологів Д. Канемана³ (D. Kahneman) та А. Тверські (A. Tversky) присвячені аналізу прийняття рішень в умовах ризику [4; 5]. У розробленій "теорії перспектив" вони показали (в межах когнітивної психології), що індивідуальні очікування інвесторів обумовлені набором психологічних факторів.

Протягом наступних років багато науковців — фахівців з корпоративних фінансів, не в змозі пояснити емпіричні відхилення від традиційних моделей, почали вивчати взаємозв'язок між психологією і проблемами ринкової поведінки інвесторів, що все більше піддавало сумніву неокласичну парадигму ефективного ринку.

Першими ґрунтовними академічними дослідженнями поведінкових концепцій в галузі корпоративних фінансів стали роботи: Р. Шиллера (Shiller R., 1981, 1984), Х. Шефріна (Shefrin H., 1984), М. Статмана (Statman M., 1984), Бондта (De Bondt, 1985), Р. Тейлера (Thaler R., 1985), Вернера (Werner, 1985).

Вважається, що поведінкові фінанси виокремилися в самостійну науку в 1985 р., після публікації результатів досліджень Бондта, Р. Тейлера, Х. Шефріна про вплив психо-

логічних факторів на рух біржових котирувань та розмір доходності інвесторів в журналі "Journal of Finance" [6; 7].

Пік досліджень поведінкових аспектів корпоративного фінансового менеджменту припадає на 1990-ті 2000-ні роки⁴, серед яких слід відзначити роботи Дж. Стейна (Stein J.), М. Бейкера (Baker M.), Дж. Верглера (Wurgler J.), А. Шоара (Schoar A.), М. Бертранда (Bertrand M.), А. Шлейфера⁵ (Shleifer A.), Т. Зеллвегера (Zellweger T.), У. Фрейя (Urs Frey), Ф. Холера (Halter F.), М. Хансена (Hansen M.), М. Дженсена (Jensen M.), Л. Вайса (Weiss L.) та ін. Дослідження в даній галузі ведуться і на пострадянському просторі, серед яких слід відмітити роботи Н. Рудика, Д. Репіна⁶ і А. Лукашева. Нажаль у вітчизняній науці нова доктрина не отримала належного розвитку через незначний інтерес, а також велику складність і вартість подібних досліджень.

Використання поведінкової теорії фінансів в галузі корпоративних фінансів сьогодні привертає увагу все більшого кола науковців. У своїх дослідженнях вони зазначають, що психологічні феномени відіграють значну роль в усіх основних аспектах фінансового менеджменту, зокрема: ціноутворенні на фінансові активи (Baker, 2012), дивідендній політиці (BenDavid, 2010), проведенні IPO (Derrien, 2010), фінансуванні угод злиття та поглинання (Dong, 2010), прийнятті фінансових (Gider and Hackbarth, 2010) та інвестиційних рішень (Gervais, 2010), корпоративному управлінні (Morck, 2010) тощо. Щодо досліджень впливу поведінкових аспектів на формування та управління фінансовими ресурсами корпорацій, аналіз наукових публікацій показав, що вони не знайшли достатнього відображення у західній і вітчизняній літературі.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Теоретичною основою для розробки ефективною корпоративної фінансової політики, стратегії та побудови адекватної моделі поведінки ТНК в умовах турбулентності є сучасна наука управління корпоративними фінансами. Проведений нами аналіз численних, переважно зарубіжних, досліджень та узагальнення зарубіжного досвіду обліку поведінкових аспектів CEOs у процесі прийняття фінансових рішень дають основу вважати, що класичні фінансові теорії та моделі не можуть з достатньою достовірністю прогнозувати поведінку окремих суб'єктів світової економіки, зокрема ТНК, які формують мережеві взаємозв'язки на світовому фінансовому ринку і впливають на зміни ринкової ситуації взагалі. На нашу думку, значною мірою це обумовлено тим, що дії ТНК не відповідають припущенням щодо їх раціональності, які лежать в основі класичних теорій.

Слід зазначити, що в галузі корпоративних фінансів, як і в усіх інших галузях діяльності, управлінські рішення, як правило, узгоджуються і приймаються CEOs в спектрі багатьох корпоративних цінностей, а також в межах формальних та інтуїтивних уявлень, сформованих стереотипів мислення, упереджених думок та інших суб'єктивних поведінкових факторів.

Саме психологічні аспекти прийняття управлінських рішень займають центральне місце в дослідженнях поведін-

¹ У 1951 р. у журналі "The Journal of Finance" О.К. Бурелл опублікував статтю присвячену впливу психологічних аспектів на прийняття інвестиційних рішень. Нажаль дане дослідження не викликало інтересу і фактично було проігноровано у наукових колах.

² Значення даної концепції було підтверджено у 2002 р. Д. Канеманом і В. Смітом, коли вони стали лауреатами Нобелівської премії.

³ У 2002 р. професор психології Пристанського університету Д. Канеман став лауреатом Нобелівської премії за розробку "Теорії поведінки в умовах ризику".

⁴ Огляди розвитку поведінкових фінансів протягом даного періоду можна знайти у працях Hansen (1999), Hirshleifer (2001), Shiller (2002), Barbrtris and Thaler (2003), Baker (2012).

⁵ А. Шлейфер — один із провідних біхевіористів, професор економіки Гарвардського університету у 1999 р. отримав медаль Кларка Американської економічної асоціації за дослідження неефективних ринків "Inefficient Markets. An Introductions to Behavioral Finance" (2000).

⁶ Репін разом з іншими дослідниками провів експеримент, суть якого полягала у скануванні головного мозку трейдерів для вивчення їх поведінки під час торгів. Дана робота стала однією з піонерних і стала основою появи так званих "нейрофінансів" [8].

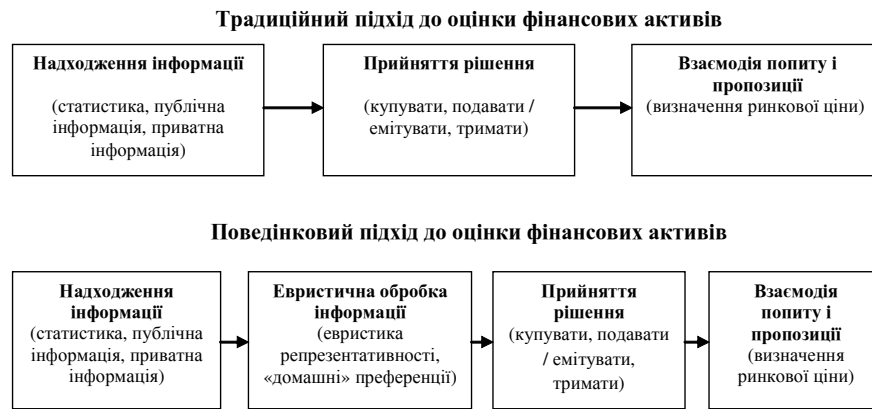


Рис. 1. Традиційний та поведінковий підходи до оцінки активів на фінансовому ринку

Джерело: [15].

нккових корпоративних фінансів і змушують нас переглянути традиційні уявлення щодо корпоративних фінансів. Так, якщо класична практика управління фінансами враховує економічні мотиви і раціональну реакцію на них, тоді як у реальному житті можливі неекономічні мотиви й ірраціональна реакція, концепція "поведінкових фінансів" заснована на тезі багатогранного аналізу типів поведінки з метою прогнозування можливих сценаріїв поведінки і прийняття управлінських рішень за різних економічних умов.

Результати проведених Шефіром Е. (Shafir E.), Даймондом П. (Diamond P.) і Тверскі А. (Tversky A.) [9], Едвардсом У. (Edwards W.) [10], Камерером С. (Camerer C.) і Ловалло Д. (Lovallo D.) [11] досліджень показали, що до найбільш суттєвих проявів психологічної поведінки людини відносяться: ефект визначеності, ефект оформлення, ефект ізоляції, ефект компетентності, ефект інформаційного каскаду, ефект капкану, ефект консерватизму, ілюзія контролю, нелінійність переваг, відраза до втрат, схильність сприймати ситуацію через призму власних бажань і очікувань, схильність ігнорувати події. Умовно всі ці прояви суб'єктивної поведінки можна розділити на чотири групи факторів, які складають каркас поведінкових фінансів:

- евристичні похибки (heuristic-driven biases);
- ефекти пов'язані з залежністю від форми (frame dependence);
- проспектна теорія (prospect theory);
- теорія неефективних фінансових ринків.

Представлені вище психологічні феномени (ефекти) зустрічаються як на розвинутих ринках, так і на ринках що розвиваються [13] і використовуються в тій чи іншій мірі в різних дослідженнях. Наприклад, важливість позитивного іміджу корпорації та висока роль емоційних витрат і блог

може розглядатися науковцями в спектрі ефекту когнітивного дисонансу [14].

На нашу думку, аналізуючи прийняті рішення, слід звертати увагу також на соціокультурні норми, культуру та інші фактори, які впливають на поведінку та формують індивідуальні особливості інвесторів. На рисунку1 показано відмінність традиційного і поведінкового підходу до оцінки фінансових активів.

Багато сучасних традиційних моделей корпоративних фінансів базуються на строгих припущеннях таких, як "раціональність" в прийнятті рішень. На відміну від них поведінкові фінанси використовують моделі, в яких рішення приймаються з урахуванням поведінкових / когнітивних факторів. Теорія поведінкових фінансів забезпечує розуміння впливу психології на поведінку інвесторів і CEOs, а також наступні ефекти на ринку, як наслідок прийнятих ними рішень. Так, Х. Шефрін (Shefrin, H.) у своєму дослідженні "Поведінковий підхід до оцінки активів" виявив формальну взаємозалежність між очікуваннями ринку (market sentiment) та ціноутворенням на різні види фінансових активів. Головний висновок зводиться до того, що вартість активів визначається двояко: з одного боку — враховуються фундаментальні принципи неокласики та теорії ефективних ринків, з іншого — в аналізі використовуються стохастичні характеристики поведінки інвесторів [16].

Слід зазначити, що особливо яскраво ірраціональна поведінка проявляється в умовах невизначеності, а суб'єктивні поведінкові фактори впливають абсолютно на всіх CEOs, незалежно від професійної підготовки, сфери діяльності і досвіду роботи. В складних ситуаціях, пов'язаних з невизначеністю і ризиком, всі економічні агенти поводять себе однаково, роблячи одні й ті самі помилки.

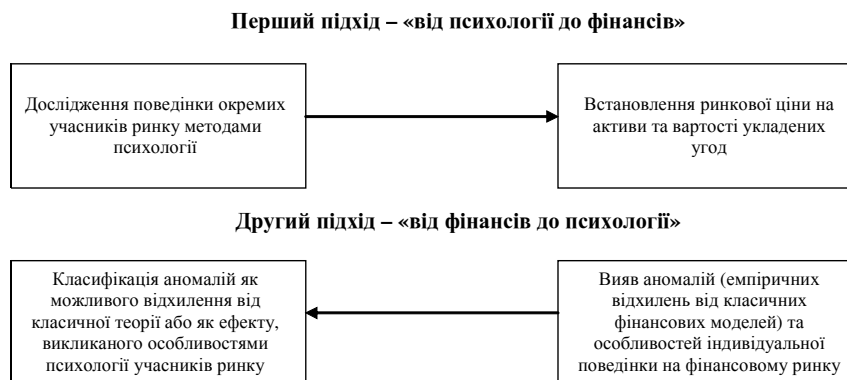


Рис. 2. Підходи до дослідження поведінкових корпоративних фінансів

Джерело: [17].

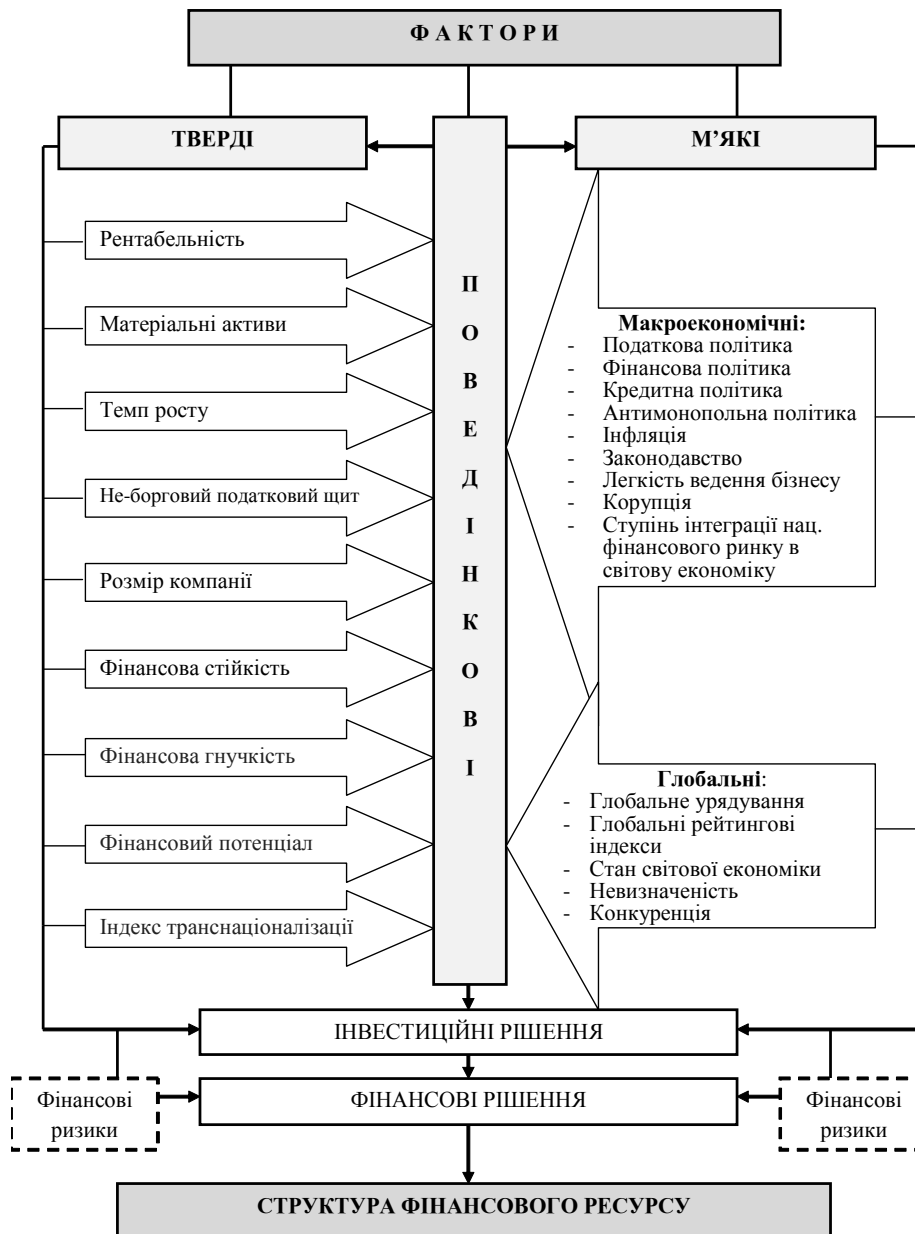


Рис. 3. Класифікація факторів формування та управління фінансовим ресурсом ТНК

Джерело: складено автором.

Підтвердженням цього є проведений нами аналіз численних досліджень, який, не дивлячись на відмінності вибірки компаній, ринків та періодів аналізу, показав однакові результати, які не вкладаються в рамки гіпотези ефективного ринку і протиріччять моделі ціноутворення на довгострокові активи (САРМ). Враховуючи вищезазначене, прихильники біхевіаристичної школи стверджують про необхідність визнання нерациональності або обмеженої раціональності економічних агентів і неефективності ринку капіталів. На нашу думку, головною проблемою поведінкової парадигми залишається відсутність власної моделі ціноутворення на фінансові активи та, відповідно, власної моделі управління фінансовими ресурсами корпорації. Врахування поведінкових факторів дозволить суттєво підвищити ефективність фінансових стратегій ТНК.

У сучасній фінансовій літературі виділяють два підходи до вивчення поведінкових корпоративних фінансів. Відповідно до першого підходу вихідним пунктом дослідження

виступають психологічні аспекти поведінки CEOв в конкретних економічних умовах, які в майбутньому використовуються для побудови нових фінансових, інвестиційних моделей. Щодо другого підходу — економісти спочатку характеризують емпіричні відхилення від традиційних моделей і вже потім вивчають психологічні аспекти поведінки CEOв, для пояснення виявлених відхилень. Графічно обидва підходи можна представити у вигляді схеми (рис. 2.)

Окрім вищезазначених підходів у сучасних дослідженнях поведінкових корпоративних фінансів ведеться багато дискусій щодо двох типів (принципів) ірраціональної поведінки учасників ринку: з боку інвестора та зі сторони CEOв (менеджера).

Принцип ірраціональної поведінки інвестора (irrational investors approach) розглядає процес управління фінансами і прийняття інвестиційних рішень як раціональну відповідь на недосконалий ринок цінних паперів⁷. При цьому CEOв залишаються раціональними і їх завдання зводиться до мак-

⁷ Відповідно до даного принципу арбітраж на ринку цінних паперів не є досконалим, тому їх ринкові ціни можуть бути завищені або занижені у порівнянні зі справедливою вартістю.

Таблиця 1. Кореляція левериджу та факторів структури капіталу: окремі емпіричні висновки

Автор (-и) дослідження	Період даних	Країна (-и)	Фактори					
			Матеріальні активи	Не-борговий податковий щит	Темп росту	Розмір	Рентабельність (ROE)	Фінансова стійкість
Rajan & Zingales (1995)	1887-1991	G7	+		-	+	-	-
Harris & Raviv (1991)		США	+	+	+		-	
John K. Wald (1999)	1993	Франція, Німеччина, Великобританія, США	+	-	-	+	-	-
Frank & Goyal (2009)	1950-2003	США	+		-	+	-	
Bevan and Danbolt (2002)	1991-1997	Великобританія	+		+	+	+	+
Sinan Akdal (2010)	2002-2007	Великобританія	+			+	-	
Chang & Dasgupta (2009)	1971-2004	США	+		+	-	-	-
Tong & Green (2005)		Китай	+		-	+	-	
Huang & Song (2006)	1994-2003	Китай	+	-	-	+	-	
Mukherjee & Mahakud (2012)	2005-2010	Індія	+	+	-	+	-	
De Vries & Erasmus (2012)	1995-2008	Південна Африка	+		+		+	
Ramjee & Gwatidzo (2012)	1998-2008	Південна Африка	+		+	+	-	
Vusani Moyo, Hendrik Wolmarans, Leon Brümmer (2013)	2000-2010	Південна Африка	+					
Booth et al (2001)	1980-1991	10 країн, що розвив.	+		-	-	-	+
Sanjay Rajagopal (2002)	1998-2002	Індія	+		+	+	-	-
Husni Ali Khrawish and Ali Husni Ali Khraiwesh (2008)	2001-2005	Йорданія	+			+	-	
Nadeem Ahmed Sheikh, Zongjun Wang (2011)	2003-2007	Пакистан	-			+	-	+

Примітка: (-) відображає негативну кореляцію фактора до левериджу, (+) відображає позитивну кореляцію фактора і левериджу. Порожні клітинки свідчать або про відсутність даних (фактор визначається статистично не важливим і не розглядається у даному дослідженні), або про наявність деяких суперечностей.

Джерело: складено автором.

симізації справедливої вартості та ринкової капіталізації корпорації з урахуванням поточних переваг та ірраціональної поведінки інвесторів на фінансовому ринку.

Принцип ірраціональної поведінки менеджера (irrational managers approach) вивчає вплив нестандартних переваг і навмисних упреджень на прийняття управлінських рішень, але при цьому зберігається раціональність інвесторів, хоча обмеження механізмів управління вони можуть використовувати для стримування менеджерів.

В основі другого підходу лежить самовпевненість та надмірний оптимізм CEOs. Поведінкові аспекти "змушують" CEOs вірити, що корпорація недооцінена та, відповідно, приймати помилкові рішення щодо надмірного інвестування в її розвиток за рахунок внутрішніх ресурсів і віддавати перевагу внутрішнім а не зовнішнім джерелам фінансування (особливо це стосується власного капіталу) [18]. Ми погоджуємося з М. Бейкером та Р. Рубаком, що зазначена взаємозалежність дуже схожа з положеннями агентської теорії та моделі асиметричної інформації.

Отже, поведінкові підходи мають особливе значення у сучасній парадигмі управління фінансами ТНК. Слід зазначити, що до сьогодні не розроблено строгої фінансової теорії, яка б визначала точну оптимальну структуру капіталу корпорації та фактори, які впливають на її зміну протягом життєвого циклу. Крім того, вага цих факторів може сут-

тєво відрізняється залежно від особливостей діяльності корпорації та ринку на якому вона формувалася та розвивається.

Центральною проблемою корпоративних фінансів є максимізація ринкової вартості корпорації та багатства акціонерів. На нашу думку, виявлення детермінант структури капіталу допоможе CEOs приймати більш зважені рішення. Тому з академічної точки зору важливо зрозуміти, які саме фактори впливають на вартість фінансових ресурсів та визначають структуру капіталу корпорації.

Ми пропонуємо наступну класифікацію з виділенням трьох груп факторів впливу на структуру капіталу ТНК з урахуванням особливостей об'єкта дослідження: тверді, м'які і поведінкові. До твердих факторів ми відносимо фінансові характеристики компанії, а до м'яких факторів — характеристики бізнес середовища в якому вона функціонує (рис. 3).

Тверді фактори прямо впливають на поведінку CEOs і можуть призвести до так званих поведінкових втрат, внаслідок прийняття невірних управлінських рішень через обмеженість когнітивних ресурсів або під впливом емоцій, які призводять до зниження ринкової вартості корпорації.

Щодо м'яких факторів — їх визначають когнітивні помилки інвесторів та фінансових аналітиків при аналізі бізнес-середовища ТНК, через які може виникнути розбіжність між

Таблиця 2. Фінансовий леверидж компаній у різних галузях економіки

Галузь	Компанії США	Компанії Південної Африки
Технології	19%	20%
Паливно-енергетична промисловість	30%	31%
Охорона здоров'я	32%	33%
Транспорт	40%	45%
Металургійна, хімічна, лісова промисловість	46%	48%
Машинобудування	46%	56%
Добувна промисловість	54%	32%
Сфера послуг	63%	35%

Джерело: за даними Ehrhardt & Brigham (in De Wet, 2006).

фундаментальною і ринковою вартістю корпорації. Як результат — CEOs не завжди при управлінні враховують можливі помилки інвесторів (аналітиків) і приймають правильні фінансові рішення. У такій ситуації дії CEOs, спрямовані на підвищення капіталізації корпорації, досить часто призводять до зниження її ринкової ціни. Особливе значення дана проблема має для корпорацій, які використовують в управлінні систему доданої економічної вартості.

Слід зазначити, що протягом останніх десятиліть спостерігається зменшення ролі твердих факторів впливу на структуру капіталу ТНК. Так, якщо в 1950 році їх вага складала 42%, то у 2000 році вона знизилася до 24% (Frank & Goyal 2009).

Враховуючи проведений аналіз, сучасна методика емпіричного вивчення інструментальних чинників структури капіталу повинна враховувати вплив значимих чинників на частку боргу в структурі капіталу, до яких відносяться основні характеристики компанії: розмір компанії, волатильність доходів, частка матеріальних активів, прибутковість, інвестиційні можливості, середнє значення левериджу в галузі, ризик банкрутства, виплати дивідендів, коефіцієнт ринкової вартості до балансової, податковий щит, фінансова стійкість, агентські витрати, інформаційна асиметрія. Зміна цих показників безпосередньо або опосередковано впливає на структуру капіталу. Напряма і силу окремих факторів можливо встановити лише за допомогою адекватних статистичних методів. Результати деяких емпіричних досліджень щодо взаємозв'язку фінансового левериджу з основними характеристиками компанії наведені в таблиці 1.

Слід зазначити, що до вибірки всіх проаналізованих нами емпіричних досліджень структури капіталу не були включені компанії фінансового сектору економіки, бо вони мають специфічну структуру активів і пасивів, а борг для них не є засобом залучення фінансування, а є "сировиною".

При прийнятті фінансових рішень CEOs повинні зробити вибір між зовнішніми та внутрішніми джерелами фінансування. Переважання використання боргового капіталу в структурі капіталу корпорації для фінансування її діяльності призводить до збільшення мінливості напрямків грошових потоків та, відповідно, супроводжує генерування високих ризиків. Як показують результати досліджень, CEOs, упевнені у майбутньому підконтрольних їм корпорацій, віддають перевагу борговому а не дольовому фінансуванню, що може призвести до підвищення ризику банкрутства та зростання вартості обслуговування капіталу [19].

Так, боргове фінансування більше поширене в Японії, Франції, Німеччині ніж у США і Великобританії. Енергетичні та авіаційні корпорації традиційно надають перевагу високому рівню фінансового левериджу (financial leverage), в той час як фармацевтичні та високотехнологічні корпорації навпаки мало використовують боргове фінансування. Навіть різні стадії життєвого циклу корпорації характеризуються

змінами використання фінансового левериджу (важеля) і типова модель цих змін також у значному ступені варіюється в різних країнах. Щодо національних корпорацій, то у більшості з них за останні роки співвідношення боргових і власних коштів суттєво знизилася, що можна пояснити складністю отримання кредитів на внутрішньому банківському ринку та обмеженим доступом до світового ринку капіталів.

Враховуючи те, що більшість емпіричних досліджень рішень CEOs щодо структури капіталу базуються на традиційних фінансових теоріях (теорія компромісу, теорія ієрархії, теорія агентських витрат), а саме на аналізі даних агентських витрат, асиметричної інформації та транзакційних витрат, слід зазначити, що ряд корпорацій, маючи одні й ті самі дані, надають перевагу різним джерелам фінансових ресурсів капіталу як між галузями так і між окремими компаніями в межах однієї галузі (табл. 2).

Таблиця демонструє середню структуру капіталу компаній США та Південної Африки в різних галузях економіки. Як ми бачимо, значення фінансового левериджу (відношення довгострокової заборгованості до балансової вартості активів) для деяких галузей промисловості дуже близькі, а для інших, істотно відрізняються. Це означає, що, не зважаючи на вплив одних і тих самих факторів (подібних економічних ризиків), фінансові левериджі компаній однієї галузі не схожі.

Такі фінансові аномалії намагаються пояснити поведінкові підходи. Тому значний інтерес сьогодні викликають дослідження впливу поведінкової детермінанти на структуру капіталу корпорацій розвинутих країн: Райана та Зінгласа (Rajan and Zingales, 2005) досліджували країни групи G-7, Ахтара (Akhtar, 2005) — Австралію, Ахтара та Олівера (Akhtar and Oliver, 2009) — Японію, Олівера Б. (Oliver B., 2010) — США, Мефтеха С. та Олівера Б. (Meftteh S. and Oliver B., 2010) — Францію. Щодо аналогічних досліджень структури капіталу корпорацій країн, що розвиваються слід відмітити: Чоудхурі М. (Chowdhury M., 2004), Ліма М. (Lima M., 2009) та Саїд М. (Sayed M., 2011), Харуль Алом (Khairul Alom, 2013) — Бангладеш, Томак С. (Serpil Tomak, 2013) — Туреччина, Чеонсік Парк та Хюнсеок Кім (Cheonsik Park and Hyunseok Kim, 2009) — Південна Корея та ін.

Тільки нещодавно до структури капіталу була введена така перемінна, як "довіра менеджеру" (manager confidence). Останні наукові дослідження стверджують, що психологічні аспекти, а саме: "довіра менеджера", є однією із найважливіших детермінант при прийнятті фінансових і інвестиційних рішень CEOs. З точки зору психології впевненість (або самовпевненість) CEOs пов'язана з когнітивними, мотивацийними та психологічними передумовами. Когнітивні упевненості можна резюмувати як схильність до оптимізму й ілюзії контролю. Результати досліджень свідчать, що схильність до самовпевненості приводить до недооцінки ризиків, переоцінки можливостей контролювати всі події й упевненості у точності знань і вірності прийнятих рішень. За таких умов CEOs приймають на себе високі ризики, недооцінюють фінансові наслідки та відмовляються від стандартної теорії прийняття рішення.

Так, на думку Дж. Хетона (Heaton, J.), впевнені у собі CEOs переоцінюють ф'ючерси грошових потоків і, відповідно, чисту теперішню вартість (NPV) нових інвестиційних проектів, що призводить до здійснення інвестицій у неприбуткові проекти [20]. На нашу думку, виділення поведінкової детермінанти структури капіталу допоможе CEOs приймати більш зважені рішення.

У науковій літературі, з метою більш точного визначення ваги поведінкової детермінанти у структурі капіталу, до її складу включають: схильність до самовпевненості (overconfidence bias) і схильність до оптимізму (optimism

bias) [21; 22]. Схильність до оптимізму, або надмірний оптимізм визначається як "тенденція до переоцінки вірогідності настання позитивних подій і недооцінки настання негативних подій". Схильність до самовпевненості визначається як "переоцінка точності чітких-небудь оцінок і прогнозів" [21].

У теоретичній моделі Файєрчілда (Fairchild, 2009) наслідки управлінської самовпевненості при прийнятті фінансових рішень обговорюються в рамках двох напрямків. В першому випадку CEOs переоцінюють себе та недооцінюють можливі фінансові втрати, таким чином, спостерігається позитивний взаємозв'язок між самовпевненістю та боргом, що приводить до переважання боргового фінансування у структурі капіталу. У другому — CEOs надають перевагу вільним грошовим коштам при інвестуванні у нові проекти, тобто зниженню боргового навантаження [23]. Отже, за одних і тих самих умов раціональні менеджери нададуть перевагу борговому фінансуванню, а самовпевнені менеджери знизять рівень боргу для нового проекту.

У своїй моделі Файєрчілд також встановив зв'язок між самовпевненістю менеджера та життєвим циклом боргу. Так, на ранньому етапі фінансування інвестиційного проекту самовпевнений менеджер надає перевагу власним фінансовим ресурсам на відміну від раціонального менеджера. На останньому етапі він навпаки обирає боргове фінансування по причині "дисциплінуючого ефекту" боргу [23].

Теоретичні дослідження Гакбархта (Hackbarth, 2009) щодо впливу схильності CEOs до оптимізму та самовпевненості на інвестиційний менеджмент і фінансові рішення показали, що управлінські упередження можуть мати позитивну роль завдяки балансуєчому ефекту [24]. Так, упереджені CEOs на противагу раціональним, завдяки наданню переваги борговому фінансуванню, підвищують рівень недофінансування проекту і створюють так званий "ефект важеля" (leverage effect). З іншого боку, у порівнянні з раціональними CEOs, упереджені інвестують за інших рівних умов раніше, ніж раціональні використовуючи "ефект синхронізації" (timing effect). Через те, що ефект синхронізації має більшу вагу ніж ефект важеля вигоди від когнітивних упереджень перевищують їх витрати [24].

Такої ж думки притримується й У. Малменді (Malmendie U., 2007), який стверджує, що упереджені CEOs використовують вищий рівень боргу у порівнянні з раціональними. Управління самовпевненістю пояснюється краще, ніж середній ефект від схильності до само-атрибуції та ілюзії контролю [25].

Бен-Давід (Ben-David, 2006) пояснює дії фінансових менеджерів з розкалібруванням⁸. На його думку, фінансовий менеджер і CEO здійснюють розкалібровку при прий-

нятті управлінських, у тому числі і фінансових рішень. Корпорації на чолі з самовпевненими CEOs більше інвестують, виплачують менше дивідендів, більш агресивно використовують боргове фінансування, надають більше управлінських та ринкових прогнозів [23].

У своїх емпіричних дослідженнях А. Шоар (A. Schoar) і М. Берtrand (M. Bertrand) називають поведінкові аспекти керівників корпорацій — "ефектом CEO", і показують його вплив на прийняття рішень щодо структури капіталу. На їх думку, рішення CEO скоріше відображають особистий стиль управління ніж визначений компанією набір критеріїв. Вони виділяють два основних стиля корпоративного управління: консервативний і агресивний. Фінансово агресивні CEOs утримують менше коштів на балансі та більше схильні до ворожих поглинань. Більш консервативні CEOs утримують більше коштів на балансі та забезпечують зростання корпорацій за рахунок внутрішніх інвестицій. Результати досліджень показали, що ці різні стилі управління капіталом впливають на ефективність діяльності ТНК. Так, агресивні CEOs, у порівнянні з консервативними, мають більш високу норму прибутку, за виключенням тих, хто здійснив багато поглинань. Слід зазначити, що на стиль управління впливає і вік CEO — представники старшого покоління, як правило, більш консервативні [26].

Проведений Олівером (Oliver, 2005) аналіз американських компаній за період з 1978 по 2004 роки показав, що компанії, які мають високий рівень довіри також мають і високий рівень заборгованості [27]. Баррос (Barros, 2007) і Сілвейра (Silveira, 2007) також знайшли переконливі докази впливу поведінкових аспектів (самовпевненості та оптимізму) на структуру капіталу бразильських нефінансових компаній, акції яких котирувалися на фондовій біржі в Сан-Паулу (Bovespa) у період з 1998 по 2003 роки [21]. Мефтен (Meftah, 2007) і Олівер (Oliver, 2007) знайшли негативний зв'язок між довірою інвесторів і рівнем боргу, але позитивний зв'язок між впевненістю CEO та рівнем запозичень [28]. Водночас вони відмічають, що на відміну від американської практики у французьких корпораціях довіра до інвесторів стримує управлінську самовпевненість, що пояснюється національними особливостями регулювання діяльності акціонерних товариств та прав інвесторів⁹ або слабшим бізнес-середовищем¹⁰.

Кокмаз (Korkmaz, 2007) та Севіш (Cevik, 2007) проаналізувавши поведінку інвесторів, які укладали угоди на Ірландській фондовій біржі (Irish Stock Exchange), відмічають, що самовпевнені інвестори мають тенденцію до підвищення торговельної активності після повернення ринку і вони більш активні на ринку біків [30].

Враховуючи те, що фінансові рішення CEOs залежать від ситуації на ринку, можна зробити припущення, що ми-

⁸ Від англ. miscalibration — зміщення в оцінці ризиків, коли людина впевнена у ступені та точності своїх знань, що призводить до переоцінки переваг та недооцінки недоліків.

⁹ Права інвесторів краще захищені, коли отримання дивідендів прив'язано до права голосу (наприклад, одна акція надає один голос). Для корпорацій США контрольний пакет акцій складає у середньому не більше 20%, частіше за все 5—10%. Проте існує багато країн, які практикують емісію акцій без права голосу на загальних зборах акціонерів, або акції, які характеризуються більшим або меншим правом голосу. Так, для Франції характерна ситуація, коли "сила" голосу залежить від періоду володіння даною акцією [30].

¹⁰ У серії досліджень Ля Порт, Лопес-де-Сіланес, Шлейфер та Вішні стверджують, що країни в яких правові системи засновані на континентальному праві (особливо країни французької системи права) мають систематично слабше бізнес-середовище у порівнянні з тими країнами, правові системи яких засновані на англо-американському загальному праві [30]. Континентальне право Франції характеризується більш жорстким регулюванням фінансового ринку, що з одного боку сприяє зменшенню ризику виникнення дестабілізації ринку капіталу, а з іншого — призводить до обмеження його розвитку. Англо-американське право характеризується більш вільним регулюванням ринку капіталу, надає більше прав його учасникам, залучає більше інвесторів, що, з одного боку, сприяє підвищенню ліквідності та обсягів ринку, а з іншого — призводить до неправомірної практики зі сторони учасників (інтереси учасників і національного регулятора часто збігаються) і відповідно — збільшує неефективність ринку. Не дивлячись на те, що французький ринок є більш ефективним (інтереси учасників і національного регулятора часто збігаються), у середньому дохідність на ньому менше, ніж на фінансовому ринку країн англо-американської правової системи, що можна пояснити порівняно меншою зарегульованістю і відповідно — більш вільним ринком.

нула оцінка активів впливає на майбутню структуру капіталу компанії. Так, М.Бейкер (M. Baker, 2002) та Дж.Вургле (J. Wurgle, 2002) вважають, що існує негативний зв'язок між середнім значенням минулих базисних пунктів компанії та співвідношенням між позиковим і акціонерним капіталом і пояснюють це тим, що рішення щодо фінансування залежать від пере- та недооцінки запасів [32]. Водночас С. Овакім'ян (S. Novakimian, 2006) вважає, що середнє значення базисних пунктів пояснює зв'язок між боргом та акціонерним капіталом, тому що базисний пункт включає в себе інформацію про перспективи зростання корпорації [33].

ВИСНОВКИ

Теорія поведінкових фінансів знаходиться на тій стадії розвитку, яка характерна для нових наук — формуванні її власної парадигми [34]. Оскільки більшість досліджень були проведені без відповідного врахування проблем бізнесу та фінансів досить часто вони піддаються критиці у наукових колах. Водночас сучасні дослідження поведінкових корпоративних фінансів змушують нас переглянути традиційні уявлення щодо управління корпоративними фінансами та розробки фінансових стратегій ТНК.

У цілому поведінкові підходи допомагають пояснити ряд важливих фінансових і інвестиційних моделей. Тому, не дивлячись на відмінність вищезазначених підходів і принципів ірраціональної поведінки, сьогодні основним завданням теорії поведінкових фінансів є їх поєднання.

Поведінкові фінанси допомагають відповісти на питання ціноутворення на фінансові активи, використовуючи технологію передбачення поведінки різних груп інвесторів. Якщо звичайні моделі фінансового менеджменту допомагають уникнути втрат на 1—5%, то ефективне використання моделей поведінкових фінансів допомагає зберегти цілісний фінансовий стан.

Практичне значення методу поведінкових фінансів як сучасного підходу до управління фінансовим ресурсом ТНК полягає в тому, що його застосування дозволяє контролювати бюджет, формувати оптимальну структуру капіталу ТНК на різних стадіях життєвого циклу, дає можливість не тільки оцінювати, але й прогнозувати інвестиційні переваги ТНК. Водночас даний підхід пояснює багато подій, які відбуваються на ринку капіталів, який є основним джерелом фінансових ресурсів ТНК, дає можливість передбачити поведінку його учасників під впливом різних факторів і зрозуміти та оцінити їх фактичну поведінку.

Окремі результати нашого дослідження можуть бути використані при розробці ефективних фінансових та інвестиційних стратегій, формуванні та управлінні фінансовим ресурсом як великими корпоративними структурами, так і окремими економічними суб'єктами, які інвестують власні або залучені кошти з метою отримання доходу в короткостроковій або довгостроковій перспективі.

Література:

1. Serfati C. Le role actif des groupes a dominante industrielle dans la financiarisation de l'economie / dans F. Chesnais (editeur). — La Mondialisation financiere, Genese, enjeux et couts, Syros. 1996. — P. 143—182.
2. Slovic Paul. Analyzing the Expert Judge: A Study of Stockbroker's Decision Process / Paul Slovic // Journal of Applied Psychology. — 1969. — № 27. — P. 255—263.
3. Slovic Paul. Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making / Paul Slovic // Journal of Finance. — 1972. — № 27. — P. 779—801.

4. Tversky A. and Kahneman D. Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases / A. Tversky and D. Kahneman // Science. — 1974. — № 185. — P. 1124—1131.

5. Tversky A. and Kahneman D. Advances in Prospect Theory: Cumulative Representations of Uncertainty / A. Tversky and D. Kahneman // Journal of Risk and Uncertainty. — 1992. — № 5. — P. 297—323.

6. De Bondt W. and Thaler R. Does the Stock Market Overreact? / W. De Bondt and R. Thaler // Journal of Finance. — 1985. — № 40. — P. 793—808.

7. Shefrin H. and Statman M. Disposition to Sell Winners Too Early and Evidence / H. Shefrin and M. Statman // Journal of Finance. — 1985. — № 40. — P. 777—790.

8. Lo A. and Repin D. The Psychology of Real-Time Financing Risk Processing / A. Lo and D. Repin // Journal of Cognitive Neuroscience. — 2002. — № 14. — P. 323—339.

9. Shafir, E., Diamond, P. and Tversky, A. Money Illusion / E. Shafir, P. Diamond and A. Tversky // Quarterly Journal of Economics. — 1997. — № 2. — P. 341—374.

10. Edwards W. Conservatism in Human Information Processing. — New York: John Wiley & Sons, 1968.

11. Camerer C. and Lovallo D. Overconfidence and Excess Entry: An Experimental approach / C. Camerer and D. Lovallo // American Economic Review. — 1999. — № 89. — P. 306—318.

12. Slovic P., Fischhoff B. and Lichtenstein S. Rating the Risks / P. Slovic, B. Fischhoff and S. Lichtenstein // Environment. — 1979. — № 3 (21). — P. 61—73.

13. Crou B. and Tabak B. Ambiguity Aversion and Illusion of Control: Experimental Evidence in Emerging Market / B. Crou and B. Tabak // The Journal of Behavioral Finance. — 2008. — № 9. № 1. — P. 28.

14. Ackert L.F. and Church B.K. Firm Image and Individual Investment Decisions / L.F. Ackert and B.K. Church // The Journal of Behavioral Finance. — 2006. — Vol. 7. — № 3. — P. 162.

15. Smith D. Moving from an Efficient to a Behavioral Market Hypothesis / D. Smith // The Journal of Behavioral Finance. — 2008. — Vol. 9. — № 2. — P. 51—52.

16. Shefrin H. A Behavioral Approach to Asset Pricing. 2-ed Addition / H. Shefrin. — Oxford: Elsevier, 2008.

17. Glaser M., M. Noth and M. Weber. Behavioral Finance / in: D.J. Koehler, and N. Harvey (ed.). — Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making, Blackwell (Malden), 2004. — P. 527—546.

18. Baker M., Ruback R. and Wurgler J. Behavioral Corporate Finance: A Survey / In Espen Eckbo (Ed.). — Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, 2002. — P. 145—185.

19. Hackbarth D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions. — Working Paper, Finance Department, Kelley School of Business, Indiana University, USA, 2004.

20. Heaton J. Managerial Optimism and Corporate Finance / J. Heaton // Financial Management. — 2002. — № 31 (2). — P. 33—45.

21. Barros, LAB, Silveira, ADM. Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure. — Working Paper, 2007. — P. 1—33.

22. Ben-David I., Graham J.R, Harvey C.R. Managerial Overconfidence and Corporate Policies. — Working Paper, 2006. — P. 1—49.

23. Fairchild R. Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Life-cycle Debt Sensitivity / R. Fairchild // Investment Management and Financial Innovations. — 2009. — № 6 (3). — P. 35—42.

24. Hackbarth D. Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective / D. Hackbarth // Journal of Corporate Finance. — 2009. — № 15. — P. 389—411.

25. Malmendier U., Tate G. and Yan J. Corporate Financial Policies with Overconfident Managers / U. Malmendier, G. Tate and J. Yan // NBER Working Paper Series — 2007. — P. 1—44.
26. Adler D.E. A Behavioral Theory of Corporate Finance / D.E. Adler // Strategy + Business, Issue 34. — 2004 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.strategy-business.com/article/04113?gko=78b39>
27. Oliver B.R. The Impact of Management Confidence on Capital Structure. — Working Paper, 2005. — P. 1—23.
28. Meffteh S. and Oliver B.R. Capital Structure Choice: The Influence of Confidence in France. — Working Paper, 2007. — P. 1—28.
29. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. Law and Finance. — National Bureau of Economic Research 1996. — P. 16.
30. Korkmaz T. and Cevik E. The validity of overconfidence hypothesis in behavioral finance models: An application on ISE / T. Korkmaz and E. Cevik // Iktisat, Isletme ve Finans. — 2007. — № 22 (261). — P. 137—154.
31. Baker M. and Wurgler J. Market timing and capital structure / M. Baker and J. Wurgler // Journal of Finance. — 2002. — № 57. — P. 1—32 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
32. Hovakimian S. Are observed capital structures determined by equity market timing? / S. Hovakimian // Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 2006. — № 36. — P. 1—24 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://dx.doi.org/10.2307/2676195>
33. Olsen R.F. Behavioral Finance as Science: Implication from the Research of Paul Slovic / R.F. Olsen // The Journal of Psychology and Financial Markets. — 2001. — Vol. 2. — № 3. — P. 158.
- Reference:
1. Serfati, C. (1996), Le role actif des groupes a dominante industrielle dans la financiarisation de l'economie, dans F. Chesnais (ed.), La Mondialisation financiere, Genese, enjeux et couts, Syros, 143—182.
 2. Slovic, Paul (1969), "Analyzing the Expert Judge: A Study of Stockbroker's Decision Process", Journal of Applied Psychology, vol. 27, pp.255—263.
 3. Slovic, Paul (1972), "Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making", Journal of Finance, vol. 27, pp. 779—801.
 4. Tversky, A. and Kahneman, D. (1974), Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases", Science, vol.185, pp. 1124—1131.
 5. Tversky, A. and Kahneman, D. (1992), "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representations of Uncertainty", Journal of Risk and Uncertainty, vol. 5, pp. 297—323.
 6. De Bondt, W. and Thaler, R. (1985), "Does the Stock Market Overreact?", Journal of Finance, vol. 40, pp. 793—808.
 7. Shefrin, H. and Statman, M. (1985), "Disposition to Sell Winners Too Early and Evidence", Journal of Finance, vol. 40, pp. 777—790.
 8. Lo, A. and Repin, D. (2002), "The Psychology of Real-Time Financing Risk Processing. Journal of Cognitive Neuroscience, vol. 14, pp. 323—339.
 9. Shafir, E., Diamond, P. And Tversky, A. (1997), "Money Illusion", Quarterly Journal of Economics, vol. 2, pp. 341—374.
 10. Edwards, W. (1968). Conservatism in Human Information Processing. New York: John Wiley & Sons.
 11. Camerer, C. and Lovallo, D. (1999), "Overconfidence and Excess Entry: An Experimental approach", American Economic Review, Vol. 89, pp. 306—318.
 12. Slovic, P. Fischhoff, B. and Lichtenstein, S. (1979), "Rating the Risks" Environment, vol. 3 (21), pp. 61—73.
 13. Crou, B. And Tabak, B.M. (2008), "Ambiguity Aversion and Illusion of Control: Experimental Evidence in Emerging Market", The Journal of Behavioral Finance, vol. 9. № 1, pp. 28.
 14. Ackert, L.F. and Church, B.K. (2006), "Firm Image and Individual Investment Decisions", The Journal of Behavioral Finance. Vol. 7. № 3, pp. 162.
 15. Smith, D. (2008), "Moving from an Efficient to a Behavioral Market Hypothesis", The Journal of Behavioral Finance, vol. 9, № 2, pp. 51—52.
 16. Shefrin, H. (2008), A Behavioral Approach to Asset Pricing. 2-ed Addition. Oxford: Elsevier.
 17. Glaser, M., M. Noth, and M. Weber (2004), "Behavioral Finance", in: D.J. Koehler, and N. Harvey (ed.), Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making, Blackwell (Malden), pp. 527—546.
 18. Baker, M. Ruback, R. and Wurgler, J. (2004). Behavioral Corporate Finance: A Survey. In Espen Eckbo (Ed.), Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, pp. 145—185.
 19. Hackbarth, D. (2004). "Managerial Traits and Capital Structure Decisions", Working Paper, Finance Department, Kelley School of Business, Indiana University, USA.
 20. Heaton, J. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", Financial Management, vol.31(2), pp. 33—45.
 21. Barros, LAB, Silveira, ADM (2007), "Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure", Working Paper, pp. 1—33.
 22. Ben-David, I. Graham, JR, Harvey, CR (2006), "Managerial Overconfidence and Corporate Policies", Working Paper, pp. 1—49.
 23. Fairchild, R. (2009), "Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Life-cycle Debt Sensitivity", Investment Management and Financial Innovations, vol. 6 (3), pp. 35—42.
 24. Hackbarth, D. (2009), "Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective", Journal of Corporate Finance, vol.15, pp. 389—411.
 25. Malmendier, U. Tate, G. and Yan, J. (2007), "Corporate Financial Policies with Overconfident Managers", NBER Working Paper Series, pp. 1—44.
 26. Adler, D.E. (2004), A Behavioral Theory of Corporate Finance. Strategy + Business, Issue 34, [Electronic resource]. Available from: <http://www.strategy-business.com/article/04113?gko=78b39>
 27. Oliver, B.R. (2005), "The Impact of Management Confidence on Capital Structure", Working Paper, pp. 1—23.
 28. Meffteh, S. and Oliver, B.R. (2007), "Capital Structure Choice: The Influence of Confidence in France", Working Paper, pp. 1—28.
 29. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. Law and Finance. — National Bureau of Economic Research 1996. — P. 16.
 30. Korkmaz, T. and Cevik, E. (2007), The validity of overconfidence hypothesis in behavioral finance models: An application on ISE / T. Korkmaz and E. Cevik // Iktisat, Isletme ve Finans, № 22 (261). pp. 137—154.
 31. Baker, M. P. and Wurgler, J. (2002), "Market timing and capital structure". Journal of Finance, Vol. 57, pp. 1—32 [Electronic resource]. Available from: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
 32. Hovakimian, S. (2006), "Are observed capital structures determined by equity market timing?", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 36, pp. 1—24. Available from: <http://dx.doi.org/10.2307/2676195>
 33. Olsen, R.F. (2001), "Behavioral Finance as Science: Implication from the Research of Paul Slovic", The Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 2, № 3, p. 158.

Стаття надійшла до редакції 29.09.2014 р.