

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА**

На правах рукопису

ЗАЛІСКО Ольга Ігорівна

УДК 339.72.015:339.92

**ВПЛИВ ГЛОБАЛЬНОЇ КОРПОРАТИВНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ
НА ФІНАНСОВИЙ ЛЕВЕРИДЖ СУЧАСНИХ ТНК**

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні
відносини

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Науковий керівник

Циганов Сергій Андрійович,

доктор економічних наук, професор

КИЇВ – 2016

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ.....	4
ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ КОРПОРАТИВНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ.....	13
1.1. Еволюція теоретичних підходів до дослідження корпоративної структури капіталу.....	13
1.2. Взаємозв'язок між фінансовим левєриджем та корпоративною структурою капіталу.....	35
1.3. Методологія ідентифікації структури та джерел формування капіталу сучасних ТНК.....	51
Висновки до розділу 1.....	71
РОЗДІЛ 2. ФОРМУВАННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ КОРПОРАТИВНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ЯК ПЕРЕДУМОВА ВИКОРИСТАННЯ ЕФЕКТУ ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ.....	75
2.1. Країнові чинники формування структури капіталу транснаціональних корпорацій.....	75
2.2. Корпоративні та комбіновані фактори формування глобальної корпоративної структури капіталу.....	94
2.3. Підвищення ефективності фінансового левєриджу ТНК на основі стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів.....	108
2.4. Вплив валютних ризиків на флуктуації глобальної корпоративної структури капіталу.....	125
Висновки до розділу 2.....	135
РОЗДІЛ 3. КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ ТРАНСКОРДОННОГО ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ СУЧАСНИХ ТНК....	139
3.1. Висунення гіпотез та методика формування	

статистичного масиву дослідження.....	139
3.2. Галузевий аналіз ефективності транскордонного фінансового левериджу.....	155
3.3. Економетрична ідентифікація моделей впливу глобальної корпоративної структури капіталу на ефективність фінансового левериджу ТНК.....	173
Висновки до розділу 3.....	191
ВИСНОВКИ.....	195
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	199
ДОДАТКИ.....	225

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ЄС	–	Європейський Союз
ОЕСР	–	Організація економічного співробітництва та розвитку
ПІ	–	прямі іноземні інвестиції
ТНБ	–	транснаціональний банк
ТНК	–	транснаціональна корпорація
ЮНКТАД	–	Конференція ООН з торгівлі та розвитку (від англ.
UNCTAD		– United Nations Conference on Trade and Development)
CFA	–	Дипломований фінансовий аналітик (від англ. Chartered Financial Analysts)
ЕВІТ	–	операційний прибуток (прибуток до сплати податків і відсотків – від англ. Earnings before Interest and Tax)
GAAP	–	загальноприйняті принципи бухгалтерського обліку (від англ. Generally Accepted Accounting Principles)
IFRS	–	міжнародні стандарти фінансової звітності (від англ. International Financial Reporting Standards).
NI	–	чистий прибуток (від англ. net income)
Price	–	поточна ринкова вартість акцій ТНК
ROA	–	дохідність активів (від англ. return on assets)
ROE	–	дохідність акціонерного капіталу (від англ. return on equity)
ROI	–	дохідність інвестицій (від англ. return on investments)
WACC	–	середньозважена вартість капіталу (від англ. weighted average cost of capital)

ВСТУП

Актуальність теми. Однією з головних ознак сучасного етапу розвитку світової економіки є домінування транснаціональних корпорацій. Сучасні ТНК формують систему сталих фінансових зв'язків між структурними підрозділами, країнами базування та країнами-реципієнтами, а також непов'язаними економічними агентами, до яких належать як інвестори у боргові корпоративні папери, так і міноритарні акціонери. Серед найважливіших напрямів розвитку такої системи фінансово-економічних відносин – формування глобальної корпоративної структури капіталу, яка передбачає використання ефекту транскордонного фінансового левериджу. Головною передумовою його виникнення є існування «податкового щита», який уможливорює зменшення бази оподаткування. Зазначене зумовлює важливість та необхідність наукового осмислення поставленої проблеми. Актуальність обраної теми підтверджується також потребою її глибшого дослідження в контексті сучасних реалій розвитку економіки України. Ряд зарубіжних корпорацій розмістили в нашій країні свої філії, які виступають частиною їхніх глобальних корпоративних мереж, у рамках яких відбувається оптимізація структури капіталу.

Проблематика корпоративної структури капіталу та фінансового левериджу давно привертає увагу науковців. Значний теоретичний внесок у цю сферу був зроблений такими відомими західними вченими, як М. Дженсен, А. Краус, Т. Літценбергер, С. Маєрс, Н. Мейлаф, В. Меклінг, М. Міллер, Ф. Модильяні, С. Росс та ін. Серед авторів сучасних наукових досліджень, переважно емпіричного характеру, – Р. Аггарвал, Т. Бьоргмен, Т. Бюттнер, Г. Вамзер, Р. Вішни, В. Гонзалез, М. Десаї, Р. Джоїлет, Дж. Доукас, А. Кестерніх, Р. Ла Порта, Д. Мішра, М. Овереш, К. Пантцаліс, С. Парк, Дж. Сорос, Ю. Сух, Д. Танноус, В. Федорович, С. Фолі, Д. Шиндлер, А. Шляйфер, М. Шнітцер, У. Шрайбер, Б. Юнг та ін.

В Україні дослідженням питань корпоративного фінансування та формування структури капіталу займалися В. Андрійчук, І. Бланк,

Л. Бондаренко, І. Бураковський, О. Гребельник, І. Деркач, П. Дзюба, Р. Заблоцька, О. Каніщенко, Л. Кістерський, В. Кочкодан, А. Крисоватий, В. Кудряшов, В. Левківський, З. Луцишин, О. Плотніков, М. Прохорова, О. Рогач, А. Румянцев, Л. Руденко-Сударєва, Н. Рязанова, В. Федосов, А. Філіпенко, С. Циганов, О. Шнирков та ін. Однак у вітчизняній літературі ці проблеми висвітлено усе ж недостатньо, фактично не проводилося емпіричних досліджень, а теоретичний доробок зазвичай обмежувався більш загальними аспектами транснаціоналізації. Зважаючи на це, зазначена тема й була обрана нами для дисертаційної роботи, що й визначило коло теоретичних і практичних питань, що розглядаються.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження виконано на кафедрі міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка згідно з плановими темами наукових робіт кафедри «Стратегія інтеграції України у світову економіку» та «Інтеграційна стратегія України в європейський економічний простір», які є частиною загальної наукової теми Інституту міжнародних відносин «Україна у міжнародних інтеграційних процесах» № 11 БФ048-01 на 2011–2015 роки та комплексної наукової програми Київського національного університету імені Тараса Шевченка «Модернізація суспільного розвитку України в умовах світових процесів глобалізації» (2011 – 2015 рр.). У межах цих тем автором особисто досліджена проблематика формування глобальної корпоративної структури капіталу та розроблені рекомендації щодо вдосконалення системи регулювання цих процесів в Україні.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є виявлення та систематизація основних чинників формування глобальної структури капіталу ТНК у сучасних умовах, визначення та економетрична ідентифікація наявних моделей транскордонного фінансового левериджу.

Досягнення поставленої мети передбачає розв'язання таких **завдань**, які й визначають структуру роботи:

- провести порівняльний аналіз ключових теоретичних підходів до

аналізу корпоративної структури капіталу та класифікувати їх;

- виявити й узагальнити основні методологічні підходи до вивчення глобальної структури капіталу ТНК, головні напрями її формування;
- визначити ключові детермінанти взаємозв'язку глобальної корпоративної структури капіталу із транскордонним фінансовим левериджем;
- проаналізувати основні чинники формування глобальної корпоративної структури капіталу в сучасних умовах та провести на цій основі їх багатокритеріальну класифікацію;
- виокремити серед комплексу чинників структури капіталу ті, які є специфічними для глобальної структури капіталу ТНК;
- дослідити теоретичні та практичні аспекти застосування сучасними ТНК стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів;
- розробити науково обґрунтований підхід до пояснення процесу формування глобальної структури капіталу ТНК із позицій теорії міжнародної диверсифікації інвестицій;
- провести емпіричне тестування і виявити особливості глобальної корпоративної структури капіталу та ефекту транскордонного фінансового левериджу сучасних ТНК у різних галузях;
- здійснити багатокритеріальну кластеризацію ТНК та визначити на цій основі усталені моделі транскордонного фінансового левериджу.

Об'єктом дослідження є процес формування та оптимізації глобальної корпоративної структури капіталу сучасними ТНК.

Предметом дослідження є взаємозв'язки між глобальною корпоративною структурою капіталу ТНК, чинниками її формування та основними напрямками транскордонного фінансового левериджу.

Методи дослідження. У дисертаційній роботі застосовано широкий спектр загальнонаукових та специфічних методів теоретичного й емпіричного дослідження: аналіз і синтез (у підрозділах 1.2 та 1.3 для вивчення економічної природи структури капіталу та фінансового левериджу); абстрагування (у підрозділі 3.3 задля визначення моделей

фінансового левериджу ТНК); історичний метод та метод порівняння (у підрозділі 1.1 для аналізу теорій структури капіталу); формалізація (у розділі 3); вимірювання (у підрозділі 3.1 для формування статистичного масиву); системний підхід та описово-аналітичний метод (у підрозділах 2.1 і 2.2 для дослідження чинників впливу на структуру капіталу ТНК); кореляційний аналіз (у підрозділі 3.2 для виявлення найбільш значущих напрямів фінансового левериджу ТНК); регресійний аналіз (у підрозділі 3.3 для оцінювання ефекту фінансового левериджу); метод статистичної кластеризації k-середніх (у підрозділі 3.3 для ідентифікації моделей транскордонного фінансового левериджу) та ін. Системний підхід як методологічна основа дослідження дав змогу всебічно вивчити процес формування структури капіталу сучасними ТНК та виявити основні передумови її оптимізації та чинники формування. Фактологічною основою дослідження стали зарубіжні та вітчизняні дисертації й автореферати, монографії, наукові статті, публікації міжнародних організацій, органів державного управління та недержавних структур, офіційні звіти ТНК.

Наукова новизна отриманих результатів. Проведені в дисертаційній роботі дослідження дали змогу отримати такі суттєві результати, які визначають особистий внесок автора у розв'язання поставленого завдання й характеризують наукову новизну роботи:

уперше:

- на основі багатокритеріальної кластеризації масиву з 68 ТНК по дев'яти галузях за період із 2000 по 2014 рік ідентифіковано та схарактеризовано дві типові моделі транскордонного фінансового левериджу. По-перше, модель негативного транскордонного фінансового левериджу, що передбачає використання незначних (від 24,31 до 31,6 % у середньому) обсягів позикових коштів; вона є характерною для 36 нафтових, фармацевтичних і видобувних корпорацій – РВ plc., Sanofi, Anglo American plc. та ін.); за рівнем негативності ефекту фінансового левериджу (значний, помірний) ця модель каскадована на дві субмоделі. Отримано емпіричні характеристики цих субмоделей: найнижчий рівень заборгованості – 24,31 %,

прямий ефект фінансового левериджу -0,62, непрямий ефект -3,98 (значний негативний ефект фінансового левериджу); низький рівень заборгованості – близько 31,6 %, прямий ефект -0,20, непрямий ефект -0,73 (помірний негативний ефект фінансового левериджу). По-друге, модель найбільшої глобальної заборгованості, що передбачає використання максимального обсягу позикових коштів; вона є характерною для 27 ТНК оптової торгівлі й переважно для корпорацій комунальної, телекомунікаційної та автобудівної галузей (Sumitomo Corporation, Electricite de France SA, Vodafone Group plc., Toyota Motor Corporation та ін.). Негативний ефект прямого фінансового левериджу для ТНК цієї моделі становить -0,02, а помірний позитивний ефект непрямого фінансового левериджу – 1,72. Коефіцієнт заборгованості складає в середньому 61,64 %;

удосконалено:

- обґрунтування системи чинників формування глобальної корпоративної структури капіталу ТНК – виявлено, що в умовах існування валютних ризиків формується схильність до інвестування в акції, котрі стають відносно менш ризиковими порівняно з борговими паперами. Це за інших рівних умов призводить до зміни глобальної структури капіталу ТНК на користь акціонерного капіталу;

- методичний підхід до виявлення найбільш значущих та усталених напрямів аналізу транскордонного фінансового левериджу ТНК. Із розгляду 16 можливих варіантів впливу коефіцієнтів структури капіталу на показники результативності діяльності ТНК випливає, що левериджевий ефект є в цілому негативним та якнайкраще проявляється у процесі впливу коефіцієнта заборгованості на дохідність активів та коефіцієнта короткотермінової заборгованості на ринкову вартість акцій;

набули подальшого розвитку:

- термінологічна ідентифікація поняття «глобальна корпоративна структура капіталу». Вона являє собою співвідношення між власними та позиковими коштами, яке формується у процесі залучення й використання транснаціональними корпораціями фінансових ресурсів на рівні світового

фінансового сектору в умовах їх трансформації у глобальні корпорації, а також охоплює комплекс відповідних управлінських заходів, які забезпечують оптимізацію такого співвідношення;

- визначення поняття «транскордонний фінансовий леверидж» як економічного ефекту, який виникає внаслідок використання міжнародними корпораціями у глобальній структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показників фінансово-господарської діяльності більшою мірою, ніж за відсутності запозичень. Це відбувається внаслідок можливості сплачувати відсотки за позиками до виплати податків і дає змогу ТНК зменшувати базу оподаткування за рахунок збільшення у структурі капіталу обсягу позикових коштів;

- теоретико-емпіричне обґрунтування концепції існування оптимальної структури капіталу, що підтверджено чотирма основними аргументами: доведеним оберненим ефектом фінансового левериджу; сталістю коефіцієнта заборгованості; значно більшою варіацією короткотермінових коефіцієнтів заборгованості порівняно із загальним та довготерміновим коефіцієнтами; низькими позитивними кореляціями.

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що їх можуть використовувати податкові органи держави з метою оптимізації податкових систем та уникнення відпливу коштів, вищі менеджери ТНК для оптимізації структури капіталу та максимізації ефекту фінансового левериджу, а також задля мінімізації витрат корпорації та максимізації прибутків. Окремі висновки роботи можуть бути корисними для місцевих корпорацій, особливо тих, які мають зв'язки із зовнішнім сектором. Матеріали та результати дослідження можуть бути використані у процесі викладання навчальних курсів відповідного спрямування у вищих навчальних закладах економічного профілю.

Основні положення, результати та висновки дисертаційного дослідження впроваджені у практичну діяльність центральних та регіональних органів державної влади, зокрема Верховної Ради України (довідка № 04-20/12-971

від 7.06.2016 р.), Новокодацької районної у місті Дніпропетровську ради (довідка № 218-Ж від 3.06.2016 р.); у великих корпораціях різних галузей, котрі беруть активну участь у міжнародній діяльності, зокрема корпорації УкрАВТО (довідка № 01.1-04/50 від 6.06.2016), ВАТ «Дрогобицький завод автомобільних кранів» (довідка № 018/06-01 від 1.06.2016 р.), ТОВ «Віннком Україна» (довідка № 222 від 8.06.2016 р.), а також зарубіжної компанії «Fintek Development Ltd.», що базується у Великій Британії (довідка № 278/35-14 від 1.06.2016 р.). Висновки дисертації також були використані в навчальному процесі та науковій діяльності Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка, зокрема під час розробки навчальних програм і конспектів лекцій із дисциплін відповідного спрямування (довідка № 048/11-227 від 2.06.2016 р.) та Всеукраїнської громадської організації «Українська асоціація економістів-міжнародників» (довідка № 4/2016 від 2.06.2016 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаним дослідженням. Подані до захисту наукові положення, висновки, статистичні розрахунки та рекомендації дисертант отримав самостійно. Із робіт, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано лише ті матеріали, які є результатом особистих досліджень автора.

Апробація результатів дисертації. Наукові положення й результати дослідження доповідалися та обговорювалися на кафедрі міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка; шести міжнародних конференціях: Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів і молодих вчених «Шевченківська весна» (3.04.2014 р., м. Київ); III міжнародній науковій конференції «Alternative Economic System: Solidarity Economy for Ukraine» (2-3.07.2015 р., м. Київ); II міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми і перспективи розвитку світової економіки і міжнародних економічних відносин» (8.10.2015 р., м. Київ); Міжнародній науково-практичній конференції «Актуальні питання соціально-економічного розвитку держави, регіону та підприємства» (27-

28.11.2015 р., м. Львів); XIX міжнародній науково-практичній конференції студентів і молодих вчених «Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки» (16.12.2015 р., м. Дніпропетровськ); Міжнародній науково-практичній конференції «Проблеми та перспективи розвитку національних економік: від мікро- до макрорівня» (8.04.2015 р., м. Одеса); чотирьох конференціях та круглих столах, зокрема Круглому столі «Інноваційні виміри розвитку світової економіки» (28.03.2014 р., м. Київ); Науковій конференції «Сучасні тенденції розвитку світових фінансів» (28.05.2015 р., м. Київ); Науковій конференції «Геостратегічні пріоритети України в політичній, економічній, правовій та інформаційній сферах» (15.10.2015 р., м. Київ) та II науково-практичному круглому столі «Глобальні соціально-економічні трансформації в XXI столітті» (22.10.2015 р., м. Київ).

Публікації. Основні положення та результати дисертаційного дослідження викладені автором у 19 наукових працях, із яких – 9 наукових статей у наукових фахових виданнях загальним обсягом 8,72 д.а., у тому числі три статті в іноземних фахових виданнях (2,44 д.а.), та в 10 тезах доповідей на конференціях і круглих столах (загальний обсяг 1,73 д.а.).

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається з переліку умовних позначень, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та 15 додатків. Основний текст дисертації викладено на 198 сторінках, що містять 18 таблиць і 9 рисунків. Список використаних джерел містить 217 найменувань та поданий на 26 сторінках. Додатки займають 52 сторінки, на яких розміщено, крім текстового матеріалу, 24 таблиці, два рисунки та 12 формул.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ КОРПОРАТИВНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

1.1. Еволюція теоретичних підходів до дослідження корпоративної структури капіталу

Залучення фінансових ресурсів та формування глобальної структури капіталу є надзвичайно важливим завданням фінансового менеджменту сучасних ТНК. Функціонування бізнесу в умовах обмеженості ресурсів зумовлює необхідність їх постійної оптимізації та раціонального використання [51]. Правильне бюджетування сприяє досягненню корпораціями їхніх стратегічних та фінансових цілей, формуванню ефективної конкурентної політики, назагал – подальшому розвитку та зростанню [59]. Для транснаціональних корпорацій це завдання ускладнюється їх функціонуванням у різних податкових юрисдикціях і необхідністю залучення фінансування на міжнародних ринках у глобальному масштабі.

Сучасна теорія знає низку теоретичних концепцій, котрі пояснюють, якою має бути корпоративна структура капіталу, та вивчають різні аспекти її формування та взаємозв'язку з іншими показниками діяльності корпорацій. Для адекватного аналізу самої структури капіталу, зокрема в частині її емпіричного тестування, важливим та необхідним є всебічне дослідження цих концепцій, їх порівняльний аналіз, визначення переваг та недоліків, з'ясування особливостей їхнього еволюційного розвитку. Проведений нами аналіз цих концепцій дає можливість виокремити дев'ять головних напрямів розвитку теорії корпоративної структури капіталу: теорія чистого операційного прибутку, теорія чистого прибутку, теорія Модильяні–Міллера, традиційний підхід, компромісна теорія, теорія агентських витрат, сигнальна теорія, теорія ієрархій і теорія корпоративного контролю.

Заслуговує на увагу те, що наявні теорії структури капіталу є здебільшого універсальними, тобто застосованими для пояснення цих процесів у будь-яких корпораціях, у тому числі транснаціональних. Однак із урахуванням транскордонної специфіки діяльності останніх деякі теорії навіть краще пояснюють структуру капіталу саме ТНК, а не місцевих корпорацій. За офіційним визначенням ЮНКТАД [206, с. 243], транснаціональна корпорація – це підприємство акціонерної або неакціонерної форми володіння (інкорпороване чи неінкорпороване), до складу якого входять батьківське підприємство та іноземні філії (Додаток А).

Історично першою теорією, як удалося з'ясувати в рамках нашого дослідження, є теорія чистого операційного прибутку¹ Д. Дюрана. Її основні положення із доведенням були викладені автором на конференції, присвяченій дослідженням у сфері фінансів, під егідою Національного бюро економічних досліджень США у 1952 році [111]. Дюранові належить також теорія чистого прибутку; іноді ці дві теорії називають двома підходами в рамках однієї теорії, хоча в сучасній літературі їх переважно розділяють. Утім, деякі дослідники зазначають, що схожі ідеї виникали й раніше, приміром у відомій монографії Вільямса «Теорія інвестиційної вартості» 1938 року [213].

Головна ідея теорії чистого операційного прибутку полягає в тому, що рівень заборгованості не впливає на вартість фінансування та ринкову вартість корпорації. Натомість ринкова вартість визначається передусім рівнем чистого операційного прибутку. У цій та інших теоріях використовують таке поняття, як середньозважена вартість капіталу:

$$WACC = \frac{D_T}{A_T} \cdot r_D + \frac{E}{A_T} \cdot r_E, \quad (1.1)$$

де $WACC$ – середньозважена вартість капіталу,

D_T – сукупний борг,

¹ Net operating income approach.

r_D – середня вартість боргового фінансування,
 E – акціонерний капітал,
 r_E – середня вартість акціонерного фінансування.

За цим підходом загальна норма дохідності та дохідність позикового капіталу не змінюються зі зростанням рівня заборгованості, а дохідність акціонерного капіталу зростає. Це впливає із методології визначення вартості фірми, за якою визначення загальної ринкової вартості корпорації відбувається без урахування рівня заборгованості (рис. 1.1).

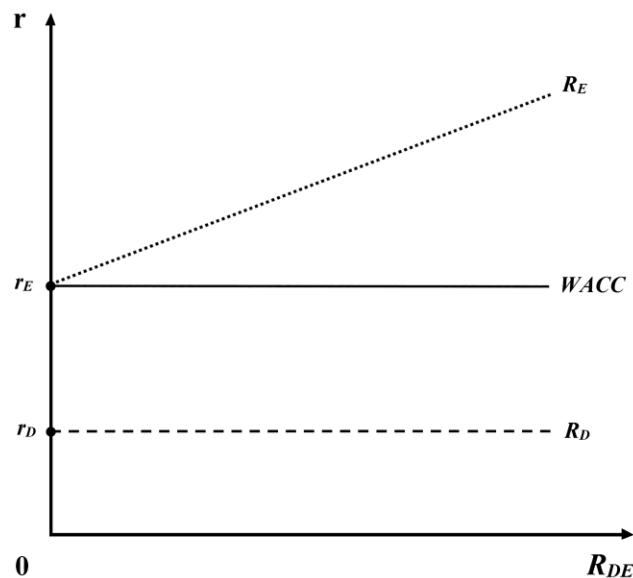


Рис. 1.1. Вартість капіталу за теорією чистого операційного прибутку

Примітка: модифіковано автором на основі джерела [209, с. 454].

Теорія чистого прибутку¹ виходить із припущення про те, що норма дохідності акціонерного капіталу не залежить від рівня заборгованості, тобто вона не зростає зі зростанням обсягу позикового капіталу фірми. Тому WACC має знижуватися зі зростанням рівня заборгованості, оскільки вартість позикового фінансування лишається незмінною. Це означає, що коли корпорація цілком фінансується за рахунок власного капіталу, її WACC

¹ Net income approach.

дорівнюватиме нормі дохідності акціонерного капіталу. Якщо ж вона цілком фінансуватиметься за рахунок позикових коштів, то WACC дорівнюватиме середній вартості боргового фінансування (рис. 1.2).

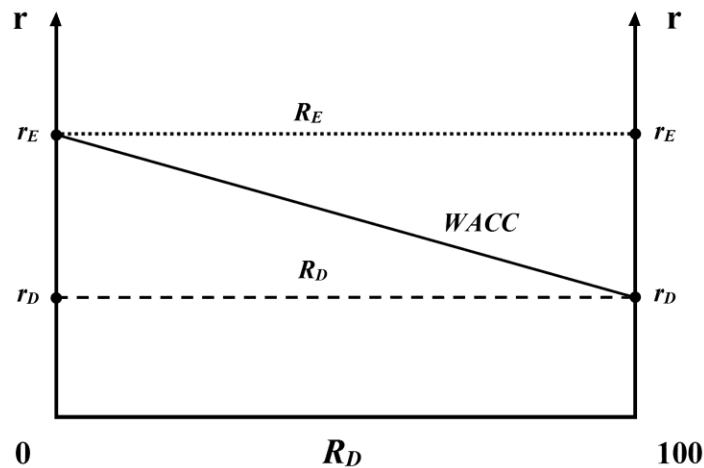


Рис. 1.2. Вартість капіталу за теорією чистого прибутку

Примітка: модифіковано автором на основі джерела [88, с. 478].

Аналізуючи графік на рис. 1.2, слід зазначити, що, на відміну від теорії чистого операційного прибутку, за віссю абсцис доцільно використати інший показник – коефіцієнт заборгованості. У разі повного фінансування за рахунок позикових коштів він набуває значення «1» та є математично адекватним. Тому в цій теорії краще використовувати саме коефіцієнт заборгованості. Функція WACC є перманентно спадною. За повного боргового фінансування вартість капіталу становить r_D , а за повного фінансування за рахунок власного капіталу – r_E .

Ситуація повного позикового фінансування, очевидно, є малоімовірною в реальному житті. У такому разі корпорація мусить збанкрутувати. І, як зазначають Р. Брейлі та С. Маєрс, якщо за повного боргового фінансування компанії вдалося не збанкрутувати, тоді її акції все ж зберігають певну вартість, і вона не може бути реально фінансованою позиковими коштами на

100 % [88, с. 477–478]¹. Така теоретична ситуація є унікальною в тому розумінні, що за банкрутства компанії її кредитори автоматично стають її власниками, а отже, вона знову стає на 100 % фінансованою за рахунок власних коштів. При цьому нові акціонери не погоджуються на норму дохідності акціонерного капіталу, меншу від тієї, яку мали попередні акціонери. Тому цей підхід, власне, й отримав назву «чистого прибутку», оскільки акціонери нормують чистий прибуток за однаковою ставкою, яка не залежить від рівня заборгованості.

Теорія Модильяні–Міллера вважається в сучасних умовах домінуючою. Це – нобелівська теорія². У цілому вона підтримує концепцію теорії чистого операційного прибутку та являє собою комплекс припущень, висновків та узагальнень стосовно залежності між структурою капіталу корпорації, її ринковою вартістю та вартістю її капіталу [12]. Теорія складається із трьох частин.

Базова версія теорії була викладена авторами у спільній публікації 1958 року [165] та базується на двох теоремах Модильяні–Міллера. Теорема 1 [165, с. 268–269] стверджує, що ринкова вартість корпорації не залежить від структури її капіталу, а визначається нормою капіталізації очікуваного доходу у фірмах її класу. Теорема 2 виводиться з теореми 1 і стосується дохідності акцій корпорації із позиковим капіталом [165, с. 271]. Її формулюють так: очікувана дохідність i акцій корпорації j у класі k є лінійною функцією від рівня її заборгованості:

$$i_j = p_k + (p_k - r) \frac{D_j}{S_j}. \quad (1.2)$$

де i_j – очікувана дохідність акцій,

r – відсоткова ставка за позиковим капіталом.

¹ За умови, що всі вартості розглядаються у ринкових цінах.

² Ф. Модильяні отримав Нобелівську премію в галузі економіки 1985 року, а М. Міллер – 1990-го (разом із Г. Марковцем та В. Шарпом). Формулювання, однак, не стосуються теорії структури капіталу. У Ф. Модильяні – «за новаторський аналіз заощаджень та фінансових ринків», а у М. Міллера – «за новаторські розробки в теорії фінансової економіки».

Це означає, що очікувана дохідність акцій дорівнює сумі норми капіталізації акціонерного потоку капіталу в даному класі та премії за фінансовий ризик, що визначається як добуток різниці між p_k і r та коефіцієнта «позиковий капітал – власний капітал» [82, с. 56].

Друга частина теорії Модильяні–Міллера стосується структури капіталу в умовах наявності корпоративних податків. Її основні положення були вперше викладені авторами у вже названій праці 1958 року, однак у публікації 1963 року вони виправили деякі попередні помилки [163]. Із урахуванням існування корпоративних податків дві вищенаведені теореми Модильяні–Міллера видозмінюються. Головною причиною зміни політики структури капіталу є так званий «податковий щит», який дає можливість мінімізувати обсяг податкового навантаження [39]. Це пов'язано зі специфікою податкового законодавства багатьох країн, яке дозволяє віднімати відсоткові виплати з операційного прибутку до сплати податку. Дивіденди ж виплачуються лише після сплати податку на прибуток корпорацій. Подібна логіка веде до того, що політика структури капіталу сприяє, за інших рівних умов, зменшенню податкового навантаження шляхом збільшення частки позикового капіталу.

Отже, теорему 1 тепер можна сформулювати так: структура капіталу впливає на ринкову вартість фірми, оскільки у випадку залучення позикових коштів додатково створює так званий «податковий щит». Вартість корпорації із позиковим капіталом є більшою від вартості корпорації, що фінансується лише власним коштом, на величину цього «податкового щита» [163, с. 436]:

$$V_L = V_U + \tau \cdot D_L, \quad (1.3)$$

де V_L – ринкова вартість корпорації, що використовує позикові кошти,

V_U – ринкова вартість корпорації, що не використовує позикові кошти,

τ – ставка корпоративного податку,

D_L – постійний обсяг заборгованості у структурі капіталу.

Теорема 2 із урахуванням ставки корпоративного податку також підлягає модифікації. У цьому випадку структура капіталу впливає на середньозважену вартість капіталу корпорації – зі збільшенням обсягу позикових коштів вартість капіталу знижується, а її оптимальний рівень досягається фактично при стовідсотковому борговому фінансуванні [163, с. 439]:

$$\frac{\pi^r}{S} = \rho^r + (1 - \tau)[\rho^r - r] \frac{D}{S}, \quad (1.4)$$

де π^r – очікуваний чистий прибуток після сплати податків,

ρ^r – вартість акціонерного капіталу корпорації, яка не використовує позикові кошти,

r – вартість позикового капіталу.

Остання частина теорії Модильяні–Міллера, яка, власне, була розроблена лише М. Міллером, стосується аналізу проблем формування структури капіталу в умовах наявності корпоративних та особистих податків. Результати цього аналізу були опубліковані автором у 1977 році [158]. Міллер установив, що головним джерелом доходу за облігаціями є відсотки, а за акціями – дивіденди та приріст капіталу (різниця між цінами купівлі й продажу у випадку, власне, продажу акції). Він емпірично показав, що відсоткові доходи від облігацій оподатковуються в середньому за ставкою 38,6 %, тоді як довготерміновий прибуток від приросту капіталу за акціями – за ставкою лише 20 %, при тому що сам податок відтермінується та сплачується лише тоді, коли акцію продають. З погляду індивіда-власника ця різниця – на користь акцій. Поведінковий характер фінансової стратегії

індивіда передбачає, що за рівних ставок оподаткування він повинен вимагати більш високу дохідність за акціями (оскільки вони у принципі є більш ризиковими цінними паперами), ніж за облігаціями, але через сприятливий податковий режим ця більш висока дохідність за акціями буде дещо нижчою [89, с. 577].

У цій частині теорії Модильяні–Міллера спостерігаємо проблему вибору: можливість віднімання відсотків перед сплатою податків формує передумови для використання позикового капіталу, а сприятливий податковий режим – для використання власного капіталу [159].

Наступна теорія – так звана традиційна теорія, або, як її ще називають, традиційний підхід. Через саму назву цієї теорії її доволі часто вважають історично першою та розглядають перед аналізом інших теорій та підходів, але це не відповідає дійсності.

Достеменно невідомо, коли саме таке бачення корпоративної структури капіталу виникло вперше. Однак у більшості наукових джерел цей підхід асоціюють з іменами Дж. Ф. Вестона та Е. Соломона [195; 196]. Як зазначає Вестон, логіка традиційного підходу ґрунтується на самій природі корпорації та поведінці інвесторів [211, с. 107]. Він пояснює цю природу тим, що інститут корпорації є засобом трансмісії частини фінансового ризику із власників на кредиторів, а оскільки ризик власників обмежений лише їхнім внеском до статуту корпорації, вони тим самим знижують свої потенційні втрати. Потенційні ж прибутки власників не є такими обмеженими, тоді як характер та можливості отримання прибутків (зазнавання збитків) з погляду кредиторів є зовсім іншими.

На наш погляд, підхід Вестона дає можливість припускати, що таке бачення структури капіталу існувало й раніше – до появи власне теорій, зокрема Дюрана, Модильяні–Міллера та ін. На той час положення традиційного підходу були очевидними й не потребували особливих доведень та обґрунтувань. Можливо, через таку невпорядкованість традиційне бачення структури капіталу й отримало назву «підхід», а не

«теорія». Вищезгадані роботи Дж. Ф. Вестона та Е. Соломона були опубліковані 1963 року – незабаром після виходу у світ нобелівської роботи Ф. Модильяні та М. Міллера 1958 року. Узагальнення традиційного підходу бачимо також і в піонерній роботі Модильяні та Міллера [165]. Вони постійно проводять паралелі із традиційним підходом, що підтверджує думку про існування традиційного підходу до появи теорії Дюрана.

Головна ідея традиційного підходу полягає в тім, що оптимальна структура капіталу досягається за мінімізації середньозваженої вартості капіталу корпорації та за максимізації її ринкової вартості. Точніше, оптимізація структури капіталу дає змогу збільшити її ринкову вартість та мінімізувати середньозважену вартість капіталу. Цього можна досягти за рахунок збільшення обсягу позикового капіталу, однак, лише до певної межі, після досягнення якої вартість капіталу знову зростатиме [211, с. 106].

У рамках аналізу традиційного підходу слід зазначити, що мінімізація WACC не завжди означатиме максимізацію ринкової вартості корпорації. Так, WACC знижується при зростанні ринкової вартості за умови незмінного операційного прибутку. Ще однією умовою ідентичності мінімізації WACC та максимізації ринкової вартості є витримування теореми 1 у рамках теорії Модильяні–Міллера, про що мова йшла вище. Однак слід зазначити, що для акціонерів пріоритетним завданням є саме максимізація ринкової вартості, а не мінімізація WACC, тому за невитримування вищенаведених умов пріоритети будуть різнитися.

Отже, вартість боргового фінансування (R_D) залишається незмінною (r_D) до певного рівня коефіцієнта «позиковий капітал – власний капітал»¹ (R_{DE}^D), коли надмірне зростання рівня заборгованості призводить до зростання вартості боргового фінансування (рис. 1.3).

Вартість же фінансування власним капіталом (R_E) зростає постійно за зростання рівня заборгованості. Середньозважена ж вартість капіталу

¹ У сучасній літературі для характеристики рівня заборгованості використовують переважно саме цей коефіцієнт. Однак, на наш погляд, тут можна використати будь-який показник заборгованості.

знижується на проміжку від 0 до R_{DE}^O , оскільки використання позикових коштів компенсує зростання вартості акціонерного фінансування. Коли заборгованість зростає до рівня R_{DE}^O , структура капіталу стає оптимальною – досягається найнижче значення вартості фінансування – $WACC_O$. Після цього рівня вартість капіталу починає зростати.

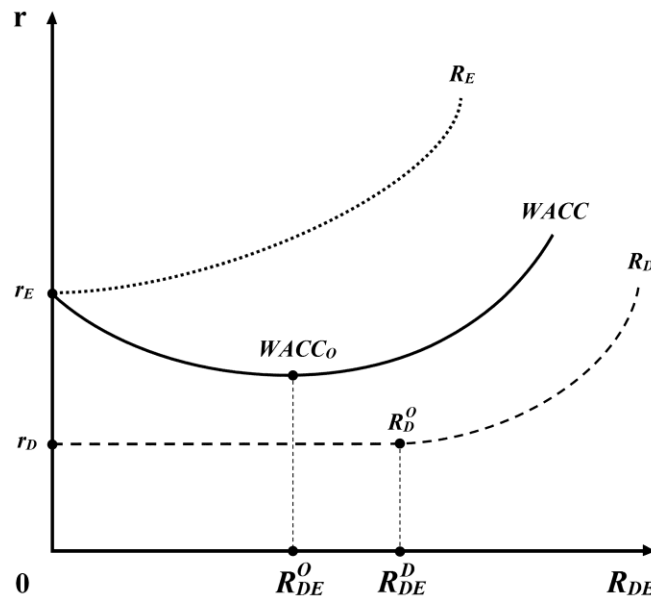


Рис. 1.3. Графічна інтерпретація традиційного підходу до структури капіталу

Примітка: модифіковано автором на основі джерела [88, с. 479].

Підбиваючи підсумки аналізу традиційного підходу, слід зазначити, що іноді теорію чистого прибутку називають окремим випадком традиційної теорії – коли норма дохідності акціонерного та позикового капіталу не змінюється. Із формального погляду це так. Але, на нашу думку, теза про незмінність норми дохідності позикового та власного капіталу є надто фундаментальною, щоб говорити про неї як про окремий випадок: ми певні, що це – все ж таки окремий підхід до аналізу структури капіталу. До того ж традиційний підхід має значно більше спільного із теорією чистого прибутку, ніж, скажімо, з теорією чистого операційного прибутку або теорією Модильяні–Міллера.

Щодо компромісної теорії¹ структури капіталу, то тут існує два підходи до її ідентифікації. Одні джерела ототожнюють цю теорію з другою частиною теорії Модильяні–Міллера, зокрема щодо модифікації другої теореми з поправкою на корпоративні податки. Під компромісом тут розуміється пошук певного балансу між зниженням вартості капіталу за рахунок збільшення обсягу позикових коштів та зростанням фінансового ризику внаслідок зростання заборгованості та пов'язаних із цим додаткових витрат. Прибічники такого підходу навіть часто посилаються на Ф. Модильяні та М. Міллера як авторів цієї теорії.

Інші джерела виділяють цю теорію окремо. Ми посідаємо саме таку позицію із двох основних міркувань. По-перше, раніше ми вже вирізнили теорію Модильяні–Міллера й теорію чистого операційного прибутку, а їх також часто поєднують, бо теорія Модильяні–Міллера фактично базується на методі чистого операційного прибутку. Однак остання виникла раніше від теорії Модильяні–Міллера та була чітко викладена Д. Дюраном у більш ранній праці. По-друге, нас усе ж цікавлять хронологічна ідентифікація цих теорій, а також установлення логічного зв'язку між ними та послідовності розвитку наукової думки у цій сфері. А компромісна теорія розроблялася іншими вченими – А. Краусом і Т. Літценбергером, які опублікували відповідну працю в 1973 році [141].

Одним із ключових положень цієї теорії є існування низки інших витрат², які виключалися з аналізу в рамках теорії Модильяні–Міллера, яка розглядала досконалий ринок. До таких витрат відносять, приміром, витрати, пов'язані із банкрутством або ліквідаційні витрати [89, с. 578]³. Це зумовлено тим, що банкрутство як таке супроводжується значними юридичними та бухгалтерськими витратами, а також витратами, пов'язаними з утриманням зв'язків із клієнтами, постачальниками, посередниками тощо. Окрім цього,

¹ Trade-off theory.

² Російський професор В. О. Федорович, приміром, називає ці витрати витратами на забезпечення фінансової стійкості [65, с. 19].

³ Іноді сюди зараховують і агентські витрати, але в нашому дослідженні вони розглядатимуться в рамках теорії агентських витрат.

ліквідація призводить до суттєвих утрат ліквідності під час продажу активів, що формує додаткові витрати. Іншим аспектом ліквідаційних проблем є втрата працівників, постачальників та замовників. За наявності значних обсягів заборгованості ці витрати іще зростають. Підраховано, що сукупні витрати, пов'язані з банкрутством, часто складають більше 20 % вартості корпорації [66, с. 92].

Ці витрати можна поділити на дві групи: витрати, пов'язані з імовірністю фінансових негараздів (підвищення вартості фінансування тощо), та витрати, які, власне, можуть виникнути у випадку виникнення таких негараздів (переважно про них ішлося вище). Ризик банкрутства корпорацій, рівень прибутку яких мінливіший, є вищим, тому вони мають використовувати відносно менше позикових коштів у своїй структурі капіталу. Із цього можна вивести головну ідею компромісної теорії: структура капіталу корпорації має формуватися на основі компромісу між податковими перевагами позикового капіталу, з одного боку, та високими відсотковими ставками і значними витратами, пов'язаними з банкрутством, з іншого. За цією теорією вартість фірми, що використовує позикові кошти, дорівнює сумі вартості фірми, що їх не використовує, та сукупності вартостей додаткових сторонніх ефектів, таких як «податковий щит», ліквідаційні витрати тощо [87]. При цьому оптимальною вважається така структура капіталу, за якої зазначена сукупна вартість додаткових сторонніх ефектів дорівнює нулевій, тобто витрати, пов'язані з банкрутством, компенсуються перевагами «податкового щита».

Теорія агентських витрат у певному розумінні схожа на компромісну теорію, оскільки в її основі також лежать особливі витрати, які виключалися з аналізу раніше через існування нереалістичних припущень. У цій теорії йдеться про так звані агентські витрати – витрати, пов'язані з моніторингом діяльності менеджменту з метою контролю за виконанням усіх контрактних зобов'язань перед кредиторами та акціонерами [209, с. 460]. Авторство цієї теорії належить М. Дженсену та В. Меклінгу, які опублікували результати

своїх досліджень у статті 1976 року [133]. Ця теорія не була розроблена спеціально для аналізу структури капіталу, вона є набагато ширшою з точки зору свого застосування, але доволі вдало пояснює окремі аспекти досліджуваної нами проблеми.

У теорії агентських витрат діяльність корпорації розглядається крізь призму відносин між її власниками – принципалами – та уповноваженими ними керівниками компанії – агентами¹. Теорія базується на тому припущенні, що інтереси названих сторін часто суперечать, тому агенти можуть діяти не в інтересах принципалів, а у власних інтересах. Це й призводить до конфлікту цілей та підходів. Тобто діяльність менеджерів слід контролювати, що пов'язано з певними – агентськими – витратами. Окрім цього, конфлікти можуть виникати і між власниками та кредиторами. Приміром, рішення про додатковий випуск боргових зобов'язань може принести користь акціонерам, і водночас додати ризику власникам боргових паперів корпорації.

Головна ідея цієї теорії в контексті формування структури капіталу полягає в тому, що незалежно від того, хто безпосередньо несе агентські витрати, зрештою вони все одно лягають на акціонерів. Скажімо, для здійснення моніторингу кредитори корпорації вимагатимуть вищої дохідності, що призведе до зростання відсоткових ставок за позиковим капіталом, а це своєю чергою викличе зниження дохідності акціонерного капіталу. Тому наявність агентських витрат стримує зростання заборгованості [209, с. 460]. Це пояснюють тим, що зростання заборгованості ймовірно призведе до зростання агентських витрат через бажання кредиторів проводити моніторинг діяльності агентів.

Сигнальна теорія, яку ще називають теорією асиметричної інформації²,

¹ Часто цю теорію навіть називають проблемою «агент–принципал».

² У сучасній літературі ця теорія трапляється під обома назвами (оригінальні назви – відповідно *signaling theory* та *asymmetric information theory*). Однак, з нашої точки зору, у контексті структури капіталу її все ж краще називати сигнальною теорією, оскільки теорія асиметричної інформації є значно більш широкою та загальною. У принципі сигнальну теорію можна навіть розглядати як окрему частину теорії асиметричної інформації.

була в найширшому сенсі сформульована на прикладі ринку праці Нобелівським лауреатом М. Спенсом у 1973 році [197], однак у контексті структури капіталу прийнято вважати, що головний доробок належить С. Россу [186], який опублікував відповідну працю 1977 року. Сутність цієї теорії полягає в тім, що, маючи інсайдерську¹ або будь-яку обмежену інформацію, менеджери корпорації приймають певні (часто на перший погляд нестандартні) рішення, чим дають відповідні сигнали ринкові. У теорії Модильяні–Міллера, скажімо, симетричність інформації була одним із припущень.

Наприклад, володіючи обмеженою інформацією стосовно позитивних перспектив корпорації, яка, однак, потребує для цього додаткових капіталовкладень, менеджери мають прийняти рішення щодо залучення цих коштів. Якщо той, хто приймає такі рішення, є акціонером компанії, він розуміє, що в разі залучення додаткових коштів шляхом додаткової емісії акцій його власна очікувана дохідність знизиться. Це зумовлено тією обставиною, що в разі успішної реалізації проекту, інсайдерська інформація стосовно якого була у менеджера, прибутки слід буде розподіляти не лише серед наявних до початку проекту акціонерів, а й серед нових – залучених для реалізації проекту з метою його фінансування. Це означає, що такі менеджери не повинні бути зацікавлені випускати додаткові акції. Натомість володіння негативною інформацією стосовно перспектив корпорації зумовить зворотню ситуацію: її менеджери радо залучатимуть додаткових акціонерів задля зниження ризику.

Відповідно до цієї теорії оголошення про нові випуски акцій має вести до зниження вартості акцій, оскільки є негативним сигналом для ринку, тоді як оголошення про збільшення позикового фінансування, навпаки, – до зростання вартості акцій. Емпіричні дослідження у більшості випадків підтверджують теоретичні положення про негативну реакцію ринку на

¹ У реальному житті використання інсайдерської інформації у багатьох країнах заборонене. Однак доведення таких фактів є вельми складним.

додаткові емісії акцій, а щодо додаткового залучення позикового капіталу ситуація є менш однозначною [157, с. 14]. Ще одним вельми важливим висновком цієї теорії є те, що у структурі капіталу корпорацій, навіть за нормальних умов, має бути відносно більше власних коштів та відносно менше позикових – із тим, щоб забезпечити резерв для боргового фінансування в разі появи нових позитивних перспектив розвитку компанії [89, с. 580].

Авторами теорії ієрархії, яка виникла 1984 року, вважаються відомі вчені С. Маєрс та Н. Мейлаф [168]¹, хоча в сучасній науці визначають, що її підвалини були закладені ще задовго до цього – 1961 року у монографії Г. Доналдсона [109]². Теорія ієрархії розглядає три джерела фінансування корпорації: внутрішні кошти (реінвестування прибутку), залучення позикового капіталу та випуск нових акцій. Сама ідея ієрархії полягає в тому, що корпорації мають використовувати ці джерела фінансування саме в такому порядку, що наведений вище. Спочатку необхідні джерела мобілізуються за рахунок внутрішніх джерел, потім залучається додатковий позиковий капітал, а згодом – коли всі попередні джерела вичерпані – випускаються нові акції як джерело «останньої інстанції».

Теорія ієрархії стверджує, що корпорація випускатиме акції лише у випадку, коли вони будуть переоціненими – це дасть можливість залучити більше коштів, ніж акції корпорації реально коштують на ринку. У випадку ж недооцінення акцій ринком корпорація не випускатиме їх [167]. Менеджери корпорації для випуску або невипуску акцій мають володіти в цілому більшою інформацією, ніж ринок, а також повинні обрати вдалий час для здійснення емісії. У цій частині ми бачимо зв'язок теорії ієрархії із сигнальною теорією, оскільки емісія акцій є – у певному сенсі – сигналом для ринку про те, що акції є переоціненими. Якщо ж корпорація випускає боргові папери, то це може бути сигналом про те, що акції є недооціненими [169].

¹ Майєрс викладав окремі положення цієї теорії на конференції за рік до цього [170].

² Цю роботу нам, на жаль, не вдалося знайти в оригіналі.

Слід також зазначити три важливі практичні висновки теорії ієрархій [185, с. 440]. По-перше, вона не передбачає існування оптимальної структури капіталу. Натомість рівень заборгованості корпорації має визначатися її реальними фінансовими потребами, а також теоретично встановленою ієрархією джерел фінансування. По-друге, прибуткові корпорації мають відносно нижчі показники використання позикового капіталу. Це зумовлено їхньою здатністю мобілізувати внутрішні кошти. По-третє, корпорації часто заощаджують для себе певний резерв часу, який матеріалізується у формуванні певного резерву коштів для потенційних майбутніх проектів.

Російський дослідник В. Федорович пише про існування так званої теорії корпоративного контролю, виникнення якої зумовлено хвилею злиттів та ворожих поглинань [66, с. 93]. Згідно з цією теорією структура капіталу спричинить значний вплив на вартість корпорації під час виникнення потенційного ризику її поглинання. Ця теорія пояснює зміни у структурі капіталу лише у короткотерміновому періоді. Приміром, під час загрози ворожого поглинання корпорація починає збільшувати боргове навантаження та викупає звичайні акції у наявних акціонерів [66, с. 94]. При цьому збільшується імовірність нівелювання економічного інтересу з боку корпорації, що планує поглинання.

Ще одним важливим аспектом дослідження В. Федоровича є, на наш погляд, поділ теорій на статичні та динамічні. У рамках статичних теорій раціональною¹ вважається така структура капіталу, за якої ринкова вартість корпорації є максимальною [66, с. 91]. Ці теорії, на думку автора, слід застосовувати при розробці рішень, пов'язаних із вибором джерел фінансування для забезпечення стабільного зростання вартості майнового комплексу. Динамічні ж теорії не передбачають формалізованого чи кількісного співвідношення між елементами капіталу, а базуються на врахуванні потоку інформації, яку ринок отримує від корпорації. При цьому раціональна структура капіталу являє собою ранжовану фінансову ієрархію

¹ Під раціональною, очевидно, мається на увазі оптимальна структура капіталу.

джерел стратегічного та оперативного фінансування, а менеджери віддають перевагу внутрішнім джерелам. До динамічних теорій Федорович відносить теорію ієрархій, сигнальну теорію, теорію агентських витрат і теорію корпоративного контролю [66, с. 93]¹. Статичними теоріями він вважає теорію Модильяні–Міллера, традиційний підхід та компромісну теорію.

Проведений аналіз теорій корпоративної структури капіталу дає можливість зробити декілька важливих висновків та узагальнень.

По-перше. Щодо поділу теорій на статичні та динамічні ми погоджуємося із наведеним вище підходом, проте, оскільки в нашому дослідженні самих теорій більше, то їх слід класифікувати додатково. На наш погляд, терміни «статична» та «динамічна» можуть бути застосовані й щодо структури капіталу. У статичних теоріях структура капіталу є статичною, вона не змінюється, а самі теорії визначають вплив тієї чи іншої структури капіталу на різні показники діяльності корпорацій, насамперед на ринкову вартість та вартість капіталу. У динамічних теоріях під впливом різноманітних чинників змінюється сама структура капіталу, у чому й полягає динаміка. Тому серед досліджених нами теорій до групи статичних можна віднести теорію чистого операційного прибутку, теорію чистого прибутку і традиційний підхід. До групи динамічних теорій відносимо теорію агентських витрат, сигнальну теорію, теорію ієрархій і теорію корпоративного контролю. Щодо компромісної теорії, то вона, на нашу думку, поєднує елементи як статичних, так і динамічних теорій. Тому вона не підлягає однозначній ідентифікації в рамках нашого дослідження (табл. Б.1 Додатка Б).

Надзвичайно неоднозначну ситуацію, з нашої точки зору, можна спостерігати з теорією Модильяні–Міллера. Її прийнято відносити до групи статичних теорій, що й робиться більшістю дослідників. Однак, зважаючи на те, що вона складається з кількох частин, до питання її ідентифікації слід підходити більш уважно. Очевидно, що базова версія теорії Модильяні–

¹ Усього він виділяє сім теорій структури капіталу.

Міллера – без урахування корпоративних та особистих податків – дійсно відноситься до статичних теорій. Вона розглядає вплив структури капіталу на WACC та ринкову вартість корпорації. Друга частина теорії – із урахуванням корпоративних податків – є головно статичною, предмет її аналізу є таким самим, але враховується існування корпоративних податків. Тут, однак, можемо спостерігати інший аспект – вплив корпоративних податків на структуру капіталу. Це – елемент динамічних теорій. Однак у підсумку ми все ж відносимо другу частину теорії Модильяні–Міллера до статичних теорій, оскільки даний вплив не є квінтесенцією теорії, а лише проміжною ланкою аналізу впливу структури капіталу на WACC та інші показники. Третя ж частина теорії – із урахуванням корпоративних та особистих податків – має інший предмет дослідження. Вона розглядає вплив особистих податків акціонерів та кредиторів на структуру капіталу. Тому ця теорія є динамічною. На наш погляд, цю частину теорії можна було б навіть виокремлювати як цілу теорію, однак, зважаючи на авторство (лише М. Міллер), її традиційно розглядають як складову теорії Модильяні–Міллера.

По-друге, різні теорії мають різний предмет дослідження (див. табл. Б.1 Додатка Б). Поділ теорій за предметом дослідження збігається з поділом їх на статичні та динамічні. Так, предметом дослідження статичних теорій є вплив структури капіталу на окремі показники діяльності корпорацій, головно – на вартість капіталу, ринкову вартість корпорації, дохідність акціонерного капіталу. Предметом дослідження динамічних теорій є вплив на структуру капіталу різних чинників: сигналів ринку, агентських витрат, ліквідаційних витрат тощо. По суті, у статичних теоріях структура капіталу є ендогенним чинником, а в динамічних – екзогенним.

По-третє, можна виділити ще один критерій класифікації теорій структури капіталу – за об'єктом дослідження. Усі теорії, з нашої точки зору, можна поділити на дві групи: загальні та специфічні (див. табл. Б.1 Додатка Б). Загальні теорії мають значно ширший об'єкт дослідження, який

охоплює не лише корпоративну структуру капіталу. Приміром, теорія агентських витрат розглядає систему корпоративних відносин у цілому, торкаючись структури капіталу лише частково. Загальними теоріями можна вважати теорію корпоративного контролю, теорію ієрархій, сигнальну теорію і теорію агентських витрат. Об'єкт дослідження специфічних теорій значно вужчий – він охоплює лише відносини, що виникають та розвиваються у процесі формування капіталу корпораціями. Тож специфічними вважаємо теорію чистого операційного прибутку, теорію чистого прибутку, усі частини теорії Модильяні–Міллера, традиційний підхід та компромісну теорію.

По-четверте, досліджені теорії можна також згрупувати на основі їхньої змістової близькості. Так, від самого початку нашого дослідження бачимо кілька теорій, які базуються на методі чистого операційного прибутку. Це – власне теорія чистого операційного прибутку, базова версія теорії Модильяні–Міллера, а також теорія Модильяні–Міллера з урахуванням корпоративних податків. До другої групи можна віднести теорії, що базуються на методі чистого прибутку. Це – традиційний підхід та власне теорія чистого прибутку. Буферною між ними є компромісна теорія, вона не відноситься до жодної із зазначених груп теорій, а у певному розумінні їх поєднує. До третьої групи слід, на наш погляд, віднести всі загальні теорії, а також ту частину теорії Модильяні–Міллера, яка враховує корпоративні та особисті податки. Разом – це динамічні теорії. Дана група теорій у цілому базується на аналізі різноманітних чинників впливу на структуру капіталу. Вона значною мірою вбирає елементи бігевіоризму, приміром у частині аналізу особистих податків акціонерів та кредиторів, аналізу відносин між агентами та принципалами тощо. Через існування такої спільної змістової основи ці теорії часто розглядаються не за хронологією, а за вищенаведеними групами, що, на нашу думку, є раціональним.

Зазначені види теорій корпоративної структури капіталу дали нам можливість розробити їх багатокритеріальну класифікацію. У зведеному вигляді вона наведена на рис. В.1 Додатка В.

По-п'яте, слід зазначити, що до аналізу теорій структури капіталу ми свідомо не залучали недоліки досліджуваних теорій. У даному контексті вони, на наш погляд, недоцільні, оскільки різні теорії розглядають різні аспекти загальної проблематики структури капіталу, а тому недоліки одних теорій усуваються в рамках інших, і таке коло є замкненим. Приміром, малореалістичні припущення домінуючої теорії Модильяні–Міллера ліквідуються в рамках інших теорій, скажімо, сигнальної або компромісної. Тож недоліки окремих теорій викладаються нами в рамках інших теорій.

По-шосте, наявні статичні теорії вивчають структуру капіталу в «системі координат» так званої англосаксонської моделі корпоративного управління¹, яка домінує в корпоративному секторі США, Великої Британії та деяких інших країн, тоді як принципи європейської та японської моделей фактично не враховуються.

Слід згадати: англосаксонська модель передбачає насамперед те, що управління корпорацією повинно мати основною метою збільшення багатства акціонерів у формі зростання курсової вартості акцій та їхньої дивідендної дохідності [112, с. 7]². Відповідно ж до європейської або континентальної моделі³ менеджмент корпорації має забезпечувати збільшення багатства широкого кола учасників у довготерміновій перспективі – працівників, споживачів, постачальників, кредиторів та ін. На відміну від попередньої моделі багатство розглядається значно ширше, ніж просто фінансове багатство [56, с. 273], зокрема й у формі перспектив зростання самої корпорації, збільшення її ринкової частки тощо. Японська модель у якості головного завдання корпоративного менеджменту розглядає зростання багатства всієї корпоративної родини або клану – так званих кейретцу. Саме на таких родинних кланах значною мірою формується великий бізнес у Японії.

Такий своєрідний дисонанс у розвитку теорій можна, на нашу думку,

¹ Shareholders Wealth Maximization Model (SWMM) – модель максимізації багатства акціонерів.

² У контексті теорій структури капіталу – фактично максимізація ринкової вартості корпорації.

³ Corporate Wealth Maximization Model (CWMM) – модель максимізації багатства корпорації.

пояснити тим, що американська література, як наукова, так і академічна, назагал домінує в сучасному світі. Більшість найвідоміших учених також є представниками США. Однак розробка теоретичних концепцій, які б відповідали принципам інших моделей корпоративного менеджменту, є вкрай необхідною. Зокрема, було б доцільно замість традиційних показників ринкової вартості або WACC дослідити такі показники, як обсяги продажів компанії, частку ринку, участь корпорації в соціальних проектах, зростання активів та ін.

По-сьоме, розглянуті теорії корпоративної структури капіталу можна умовно поділити на дві групи: позитивні та нормативні. Позитивні у гносеологічному розумінні теорії використовуються для пояснення реальних змін у структурі капіталу та фінансовому левериджі корпорацій. У науковій літературі вони є об'єктом емпіричних тестів. Це теорія Модильяні–Міллера, компромісна теорія, теорія агентських витрат, теорія ієрархій, сигнальна теорія і теорія корпоративного контролю. Різного роду емпіричні тести проводилися, приміром, у працях [107; 118; 130; 145; 173; 204 та ін.].

Особливе місце серед них займає теорія Модильяні–Міллера. Учені цілковито визнають її в якості основи домінуючої парадигми структури капіталу [125; 199 та ін.]. З її появою фактично втратили своє значення теорія чистого прибутку й теорія чистого операційного прибутку. Йдеться про ту її частину, котра враховує корпоративні та персональні податки, а концепція «податкового щита» стала однією з ключових у сучасній теорії корпоративних фінансів. Перша ж частина теорії, що не враховує корпоративні податки, має нормативний характер. У традиційні постановці Модильяні–Міллера вона фактично не використовується.

У сучасній науці підхід Модильяні–Міллера вважається доведеним на теоретичному рівні [117; 125; 129 та ін.]. Це означає, що сам факт її чинності не потребує емпіричного тестування. Предметом же тестувань можуть бути різні порівняльні аспекти, пов'язані з цією теорією, скажімо, рівень пріоритетності «податкового щита» порівняно з іншими чинниками або

кількісна ідентифікація впливу «податкового щита» за різних умов тощо. Саме тому в сучасній науковій літературі емпіричні тести теорії Модильяні–Міллера як такої фактично не проводяться. Ця теорія своєю чергою стала безпосередньою основою виникнення та розвитку компромісної теорії та, за аналогією, – використання агентської теорії для пояснення структури капіталу. Так, компромісна теорія порівнює переваги «податкового щита», котрі розглядаються в рамках теорії Модильяні–Міллера, з одного боку, та ліквідаційні витрати, які виникають унаслідок надмірного використання позикових коштів, з іншого [114]. Теорія агентських витрат у подібний до компромісної теорії спосіб розглядає інший тип витрат, які впливають на структуру капіталу корпорацій, – агентські витрати [110; 120; 154].

Одне із відомих удосконалень теорії Модильяні–Міллера було здійснено Стіглітцом, який довів, що ця теорія є чинною навіть за умови меншої кількості припущень, висунутих авторами [199]. Попри те, що, як зазначає Стіглітц, чітких спроб сформулювати припущення теорії з боку авторів, фактично, не було, принаймні п'ять впливають із самої логіки теорії: існують різні класи ризику, і кожна фірма може бути віднесена до одного з них; поняття «клас ризику» є швидше об'єктивним, ніж суб'єктивним, та може бути визначено в термінах розподілу ймовірностей можливих доходів; існування часткової, а не цілковитої рівноваги; невизначеність умови про конкурентний ринок; невизначеність умови про можливість банкрутства. Стіглітц довів, що в умовах загальної рівноваги теорія є чинною за значно меншої кількості обмежень, зокрема її доведення не залежить від класу ризику, конкурентного ринку капіталу та гомогенності очікувань інвесторів щодо розподілу ймовірностей реалізації очікуваного доходу. На чинність теорії суттєво впливають лише два чинники: можливість банкрутства й ідентичність позикової ставки для приватних осіб та фірм.

На наш погляд, слід звернути увагу на такий важливий аспект теорії Модильяні–Міллера. Релевантність її застосування в умовах міжнародної діяльності транснаціональних корпорацій є вищою порівняно з діяльністю

місцевих компаній на окремих національних ринках. Це зумовлено тим, що ТНК функціонують у різних країнах та у різних податкових і регуляторних юрисдикціях. Тому вони мають значно ширші можливості з погляду існування різних податкових ставок та різних умов оподаткування, що суттєво розширює їхні можливості використання «податкового щита» порівняно з місцевими корпораціями. По суті, стратегія транскордонної оптимізації залучення позикового капіталу¹, яка часто застосовується сучасними ТНК на практиці, в теоретичному плані базується на ключових висновках теорії Модильяні–Міллера.

До групи нормативних теорій ми відносимо ті, котрі в сучасній літературі існують лише в якості концептів, при цьому реально не використовуються та не є об'єктом емпіричних тестів. Це теорія чистого прибутку, теорія чистого операційного прибутку й традиційний підхід. Ці теорії мають суто нормативний характер та навряд чи можуть пояснити ті зміни у структурі капіталу та фінансовому левериджі, що відбуваються сьогодні. Вони представлені здебільшого у навчальній літературі, а в науковій майже не трапляються.

1.2. Взаємозв'язок між фінансовим левериджем та корпоративною структурою капіталу

Ключовим аспектом аналізу глобальної корпоративної структури капіталу є розгляд такого поняття, як «фінансовий леверидж». У сучасних умовах формування структури капіталу ТНК та ефект фінансового левериджу, який виникає внаслідок того чи іншого її типу, надзвичайно пов'язані. Ефект фінансового левериджу загалом сприяє міжнародній конкурентній боротьбі сучасних корпорацій [40]. Запозичені кошти дозволяють їм розширювати свою операційну діяльність у значно більшому масштабі порівняно з альтернативою – працювати лише за рахунок власних

¹ Досліджуватиметься у наступному розділі.

коштів. Світова фінансово-економічна криза 2008–2009 років призвела до глобальних змін у структурі попиту на цінні папери. Так, під час кризи суттєво скоротився попит на акції та збільшився – на боргові папери. Це, з одного боку, дозволило ТНК скористатися додатковими можливостями від фінансового левериджу, а з іншого – загострило і так актуальну кризу ліквідності та заборгованості [33].

Незважаючи на достатню кількість наукових досліджень у цій сфері, ряд аспектів потребують уточнення й термінологічної ідентифікації. Так, у літературі термін «фінансовий леверидж» часто ототожнюють або із власне структурою капіталу, або із заборгованістю, або з підвищеною економічною ефективністю корпорацій унаслідок залучення позикових коштів, – не даючи йому спеціального визначення. Тож нас цікавить виявлення його економічного змісту та визначення його співвідношення із вищенаведеними термінами, які характеризують, на нашу думку, дещо відмінні явища та процеси. Часто трапляється ототожнення таких понять, як «операційний леверидж» та «фінансовий леверидж», зокрема у вітчизняній літературі, а вони, потребують чіткого розмежування. З огляду на те, що єдиного загальноновизнаного підходу до ідентифікації фінансового левериджу немає, надзвичайно важливими убачаються порівняльний аналіз наявних підходів, розробка на цій основі комплексної концепції визначення фінансового левериджу та встановлення співвідношення між ним і структурою капіталу транснаціональних корпорацій. Виконання цих завдань має сприяти формуванню належного теоретичного підґрунтя для проведення подальших досліджень, зокрема й емпіричних.

Досліджуючи структуру капіталу, зазначимо, що сам капітал у цьому контексті можна розглядати з різних позицій [8]. Насамперед ця економічна категорія, на думку більшості вчених, є однією з найбільш фундаментальних в економічній теорії. У цьому сенсі капітал має вартісну природу. Він здатний створювати нову – додану – вартість, будучи використаним у процесі виробництва благ. Такий капітал є зазвичай реальним виробничим

капіталом, який набуває форми засобів виробництва. Він не вичерпується у процесі виробництва, і це виступає основою поділу капіталу на основний та оборотний. Останній, очевидно, повною мірою використовується у процесі виробництва – сировина, напівфабрикати тощо.

У марксистській економічній теорії капітал стає таким лише за умови, коли він здатний збільшувати свою вартість у процесі відносин між суб'єктами господарювання. Збільшення капіталу в підсумку веде до виникнення того, що в сучасній економічній теорії називають інвестиціями, тобто до збільшення основного капіталу [34; 43]. Оскільки в цій ситуації капітал створює нову вартість, то його розглядають як капітал-власність. У сучасних умовах він часто набуває форми корпоративних прав, які формують власний або акціонерний капітал корпорацій [1]. Однією з важливих ознак такої форми капіталу є те, що він не підлягає поверненню та не обмежений жодними хронологічними рамками [38].

Інший аспект капіталу як економічної категорії полягає в його здатності бути запозиченим / наданим у позику. Такий капітал називають позиковим капіталом, головними ознаками якого є плата за таку позику у формі позикового відсотка, а також необхідність повернення – такий капітал також обмежений хронологічними рамками [46]. З огляду на це після повернення позики капітал перестає бути капіталом. У цьому контексті економічна теорія розглядає капітал як капітал-функцію.

Сучасна практика підприємництва розглядає капітал із двох позицій – залучення та використання [67]. Фактично це бухгалтерський підхід, який технічно розглядає два напрями формування капіталу – власні та позикові кошти. Проводячи паралелі з економічною теорією, це капітал-власність та капітал-функція. З погляду використання капіталу він може бути основним і оборотним, які в термінах балансового звіту називаються поточними та капітальними (основними) активами [3].

Корпоративну структуру капіталу, на нашу думку, слід розглядати як співвідношення між власними та позиковими коштами, яке є результатом

економічних відносин, котрі виникають та розвиваються у процесі залучення й використання корпораціями фінансових ресурсів, а також комплексу відповідних управлінських заходів, які забезпечують оптимізацію такого співвідношення. У цьому контексті важливо ідентифікувати термін «оптимізація співвідношення». Тут ми маємо на увазі насамперед пошук такого співвідношення, яке забезпечувало б досягнення корпораціями своїх стратегічних завдань і бізнес-цілей, певного рівня інших визначених показників, у тому числі тих, які розглядатимуться нижче. Оптимальне співвідношення між власними та позиковими коштами можна розглядати й у більш вузькому – математичному – розумінні. У такому разі воно передбачатиме оптимізацію певної функції. Такою функцією, приміром, може бути прибуток корпорації або її ринкова капіталізація, або бізнес-ризик компанії, або інший показник. При цьому саме завдання оптимізації зводиться до пошуку такого співвідношення, коли буде максимізована¹ цільова функція за певних обмежень.

Глобальну корпоративну структуру капіталу слід розглядати в контексті відносин, що охоплюють загальносвітовий рівень та є характерними для нинішнього етапу розвитку світового господарства і МЕВ із притаманними йому процесами глобалізації, транснаціоналізації, формування глобальної мережевої економіки та ін. Глобальна корпоративна структура капіталу, таким чином, передбачає хронологічну прив'язку відповідних економічних відносин, які не могли б існувати, скажімо, ще кілька десятків років тому. З іншого боку, необхідність та релевантність використання цього терміну зумовлена суттєвою специфічною рисою самого процесу транснаціоналізації. Важливою його особливістю є трансформація транснаціональних корпорацій у глобальні корпорації, виробничі мережі яких охоплюють десятки країн, часто більше ста економік світу. Ці глобальні корпорації стали незалежними

¹ У нашому випадку ми говоримо про максимізацію, оскільки в якості прикладів наведені такі показники, які слід максимізувати. Однак оптимізація може передбачати й мінімізацію цільової функції. Таким прикладом може бути, скажімо, функція собівартості виробленої продукції або рівень виплат за відсотковими зобов'язаннями тощо.

акторами не лише у світовій економіці, а й у міжнародних відносинах, та фактично зруйнували монополію держав, яка існувала раніше [69]. Для глобальних корпорацій характерними також є колосальні капіталовкладення у передових галузях, що перетворює їх на рушії науково-технічного прогресу. Використання сучасних телекомунікаційних технологій зробило процес управління такими глобальними виробничими системами не просто можливим, а швидким та ефективним.

Саме така корпоративна структура капіталу є предметом нашого дослідження. Вона ідентифікується головно зазначеними умовами розвитку сучасної світової економіки й самих транснаціональних корпорацій. Її характерними рисами є залучення фінансових ресурсів не лише на окремих місцевих ринках, де розташовані структурні підрозділи ТНК, а й на міжнародних ринках капіталу. Такі ресурси є мобільними у транскордонному розумінні, однак при цьому залишаються внутрішніми з погляду корпорації [70, с. 134]. Порівняльна характеристика умов формування корпоративної та глобальної корпоративної структури капіталу наведена в табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Порівняльна таблиця умов та критеріїв формування глобальної корпоративної структури капіталу

№	Критерій	Структура капіталу	
		Корпоративна	Глобальна корпоративна
1	Ринки, на яких формується	Місцеві	Місцеві, міжнародні, внутрішньофірмові
2	Суб'єкт формування	Місцеві корпорації	Глобальні корпорації
3	Мажоритарний інвестор	Місцевий	Зарубіжний
4	Мобільність (шифтинг)	Відсутня	Транскордонна
5	Транснаціоналізація	Не має значення	Сучасний етап глобальних корпорацій
6	Переваги інтерналізації	Відсутні	На глобальному рівні

Примітка: складено автором.

Розгляд сучасної літератури із даної проблематики дає можливість визначити три підходи до ідентифікації терміну «фінансовий леверидж» та аналізу його економічного змісту. При цьому теорія фінансового менеджменту не виділяє якогось специфічного підходу для транснаціональних корпорацій, розуміючи їх як звичайні корпоративні структури. Особливості ж та специфіка аналізу ТНК полягають насамперед в емпіричному тестуванні теорій, виявленні практичних відмінностей між ТНК та національними корпораціями, а також у визначенні регіональної специфіки формування та розвитку структури капіталу. Перший підхід передбачає ототожнення фінансового левериджу із власне заборгованістю корпорації. Цей підхід характерний для більшості наукових робіт, предметом дослідження яких є взаємозв'язок між рівнем заборгованості та операційною діяльністю ТНК, приміром, праця В. Гонзалеза [123]. Такий взаємозв'язок може розглядатися як з погляду впливу операційної діяльності корпорації на рівень її заборгованості, так і з погляду впливу заборгованості на операційний прибуток. З погляду техніки розрахунку В. Гонзалез визначає леверидж як відношення балансової вартості фінансового боргу (як коротко-, так і довготермінового) до балансової вартості сукупних активів [123, с. 172]. Це фактично коефіцієнт заборгованості. Таке тлумачення фінансового левериджу, на нашу думку, є дещо обмеженим з погляду характеристики економічних відносин, що лежать в його основі, однак повною мірою відповідає завданням та потребам конкретного дослідження.

У роботі Р. Грінфілда, М. Ренделла та Дж. Вудса [124] не вживаються ані термін «леверидж», ані «фінансовий леверидж» (крім назви), а сутність останнього також зводиться до заборгованості компанії. Автори аналізують співвідношення між структурою капіталу корпорації та її чистою приведеною вартістю, яка, за традиційним розумінням, є головним критерієм фінансового менеджменту щодо інвестиційних проектів. Структуру капіталу – власне фінансовий леверидж – вони визначають на основі показника

відношення позикового капіталу до власного [124, с. 40, 41]¹.

Схоже бачення зустрічаємо, приміром, у С. Росса, Р. Вестерфілда та Д. Джеффі. Вони хоча і розглядають поряд із фінансовим операційний леверидж (це повною мірою кореспондується із третім підходом), однак сутність фінансового левериджу трактують як ступінь заборгованості компанії [185, с. 33, 318]. Як і більшість академічних авторів, вони називають коефіцієнти заборгованості, які використовуються для аналізу фінансової звітності ТНК, коефіцієнтами фінансового левериджу [185, с. 35]. Їхній розрахунок дає можливість визначити ймовірність дефолту компанії за борговими зобов'язаннями. Загальна логіка тут така: що вищий рівень заборгованості має фірма, то вища, за інших рівних умов, імовірність дефолту. Р. Брейлі та С. Маєрс у такий самий спосіб переважно ототожнюють фінансовий леверидж із заборгованістю, формально визначаючи його як використання боргових коштів для підвищення очікуваної дохідності акціонерного капіталу [88, с. 1043]. Вони також зазначають, що він вимірюється відношенням позикового капіталу до суми власного та позикового (активи). У цьому сенсі, однак, можна застосовувати різну методологію вимірювання та різні коефіцієнти левериджу [88, с. 824–825]. За Брейлі та Маєрсом, запозичення приводять до створення фінансового левериджу, який не впливає на ризик очікуваної дохідності активів корпорації, але підвищує ризик очікуваної дохідності власного капіталу [88, с. 229]. Ще одним дослідженням цієї групи є робота Л. Бута, В. Айвазіана, А. Деміргук-Кунт та В. Максимовіча, які не вкладають у термін «фінансовий леверидж» іншого змісту, крім заборгованості, але також уживають терміни «леверидж» або «корпоративний фінансовий леверидж» [94, с. 88].

Такий підхід, з нашої точки зору, має дві суттєві – щодо його економічного змісту – риси. По-перше, ототожнення фінансового левериджу та корпоративної заборгованості безпосередньо вказує на структуру капіталу,

¹ Debt-to-equity ratio.

яка, власне, і є об'єктом вивчення в рамках даного напрямку розвитку економічної теорії. Саме політика формування структури капіталу корпорацій визначає рівень та структуру заборгованості, що, своєю чергою, спричинює зміни відповідних фінансових показників корпорацій. По-друге, формулювання Р. Брейлі та С. Маерса щодо створення фінансового левериджу вказує на наявність певного економічного ефекту (ефектів) від використання позикового капіталу, зокрема в частині виникнення додаткових ризиків. Власне ці ефекти є в багатьох випадках предметом дослідження вчених у рамках даної проблематики.

Відповідно до другого підходу фінансовий леверидж також потрактовується як заборгованість компанії, але сам термін може й не вживатися. Натомість використовується узагальнений термін – «леверидж». Цей підхід представлений, приміром, дослідженням М. Чрнігожа та Д. Мрамора [102]. Під терміном «леверидж» вони розуміють саме фінансовий леверидж, не даючи жодних визначень. Однак Чрнігож і Мрамор користуються доволі відомою методикою кількісного визначення фінансового левериджу, як, приміром, Брейлі та Маерс. Вони визначають його як відношення позикового капіталу до активів [102 с. 80–81]. Цей підхід є найбільш широким із досліджуваних, але термін «леверидж» тут не має специфічного змістового навантаження.

Третій підхід є, на наш погляд, найбільш фундаментальним щодо розкриття змісту фінансового левериджу, який розглядається насамперед як певний економічний (фінансовий) ефект від використання позикових коштів. Він вважається складовою загального левериджу корпорації поряд із так званим операційним левериджем. За цим підходом, яскравими представниками якого є, приміром, Дж. Ван Горн та Дж. Вачовіц, леверидж – це використання фіксованих витрат для підвищення прибутковості [209, с. 697]. Підвищення прибутковості в цьому визначенні саме вказує на наявність певного ефекту. Загальний леверидж при цьому формується за рахунок як фіксованих операційних витрат (операційний леверидж), так і

фіксованих витрат фінансування (фінансовий леверидж) [209, с. 420]. Ван Горн і Вачовіц також дають формальне визначення терміну «ступінь фінансового левериджу»: це відсоткова зміна показника EPS¹ компанії, яка виникає внаслідок зміни операційного прибутку (ЕВІТ) на 1 % [209, с. 432]; у цьому випадку також наголошується на конкретному фінансовому ефекті для корпорації, який виникає внаслідок використання позикових коштів. Аналогічну методологію визначення ступеня фінансового левериджу пропонують Ш. Претт, Р. Рейлі та Р. Швайхс [178, с. 162]:

$$\text{Ступінь фінансової левериджу} = \frac{\Delta EPS(\%)}{\Delta EBIT(\%)}. \quad (1.5)$$

Серед вітчизняних науковців такого бачення дотримуються, приміром, В. Андрійчук та С. Галузинський [1, с. 20].

Ступінь фінансового левериджу є тим показником, який поряд з іншими коефіцієнтами заборгованості використовується для формалізації фінансового ризику корпорації. Що більший ступінь фінансового левериджу, то більший фінансовий ризик [217]. Цей вид ризику прийнято розглядати насамперед з погляду акціонерів – саме вони можуть отримати меншу дохідність унаслідок зростання заборгованості.

Другий важливий аспект цього підходу (поряд із наголошенням на існуванні фінансового ефекту) – акцент на використанні фіксованих витрат. Заборгованість у будь-якій формі – кредиту або випуску корпоративних цінних паперів – це саме та частина пасивів корпорації, вартість якої є фіксованою, на відміну від власного – акціонерного – капіталу. Плата за позикові кошти, як відомо, встановлюється у формі відсотка, який є постійним та відомим. Власний же капітал передбачає виплату акціонерам винагороди у формі дивідендів, розмір яких не є сталим та фіксованим, а

¹ EPS (Earnings per Share) – прибуток на акцію – фінансовий показник діяльності корпорацій, що розраховується як відношення чистого прибутку до кількості акцій в обігу. Фактично він показує, який обсяг чистого прибутку компанії припадає на одну акцію.

визначається самими акціонерами і тому вважається більш дорогим джерелом фінансування корпорацій. У цьому зв'язку слід зазначити, що емісія привілейованих акцій також розглядається як джерело фінансування із фіксованими витратами.

Важливою особливістю фінансового левериджу є те, що він є опцією, тобто корпорація може залучати позикові кошти, а може й не робити цього. Вважається, що його позитивний ефект виникає тоді, коли прибуток корпорації вищий порівняно з вартістю позикового капіталу. Тоді такий позитивний ефект ретранслюється на акціонерів у вигляді зростання доходності акціонерного капіталу. Однак у контексті аналізу альтернатив залучення додаткових довготермінових фінансових ресурсів слід зазначити, що перевага борговому фінансуванню віддається не завжди [2]. Сучасна теорія фінансового менеджменту розглядає три альтернативи – акції, боргові інструменти та привілейовані акції – для різних значень діапазону коливання операційного прибутку (рис. 1.4).

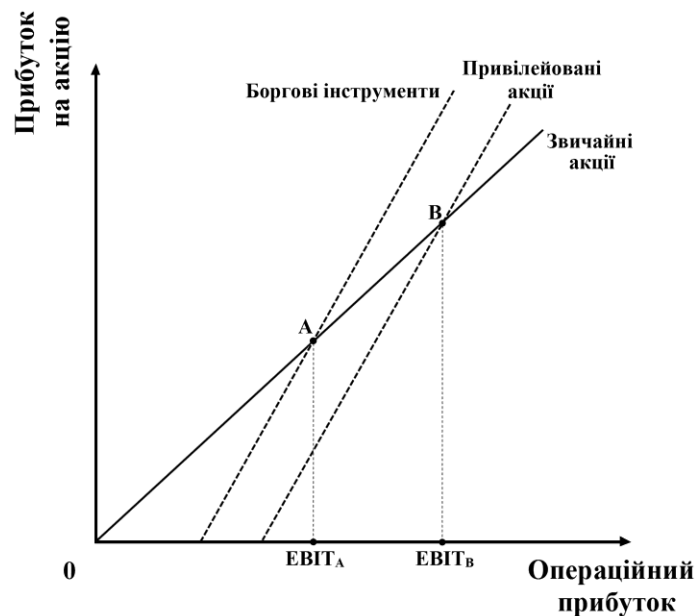


Рис. 1.4. Ступінь фінансового левериджу

Примітка: джерело [209, с. 430].

Із рис. 1.4 видно, що для всього діапазону значень операційного прибутку залучення додаткового фінансування за рахунок боргових інструментів спричинює більш відчутний ефект з огляду на зростання прибутку на акцію, порівняно із привілейованими акціями. У контексті ж порівняння ефекту фінансового левериджу за рахунок залучення коштів за посередництва боргових інструментів та акцій зазначимо, що для значень операційного прибутку, менших від $EBIT_A$, додаткове фінансування за рахунок звичайних акцій буде більш ефективним. Тут ефект фінансового левериджу відсутній. Із формального погляду в таких ситуаціях часто говорять про позитивний та негативний ефект. Так, залучення позикових коштів за операційного прибутку, меншого від $EBIT_A$, призведе до негативного ефекту фінансового левериджу – зниження прибутку на акцію.

За значень операційного прибутку, більших від $EBIT_A$, ефект фінансового левериджу стає відчутним – прибуток на акцію зростає більшими темпами, порівняно із залученням фінансування за посередництва звичайних акцій. А за значень операційного прибутку, більших від $EBIT_B$, навіть фінансування за посередництва випуску привілейованих акцій стає більш ефективним, порівняно з випуском звичайних акцій. Точки A та B є свого роду точками байдужості. Приміром, у точці A корпорації байдуже, як залучати додаткове фінансування – чи у формі звичайних акцій, чи боргових інструментів.

Наведена графічна модель фінансового левериджу, з нашої точки зору, відкриває три важливі напрями використання цих результатів у практиці корпоративного фінансового менеджменту. По-перше, недоцільність використання привілейованих акцій як інструменту фінансування, оскільки з погляду впливу на прибуток на акцію боргові фінансові інструменти є більш ефективними. Однак це стосується лише структури капіталу, відносини ж із власниками чи іншими інвесторами корпорації можуть формуватися під впливом цілого комплексу інших чинників, які не є предметом нашого дослідження. Тому більшість ТНК та національних корпорацій все ж мають

привілейовані акції у структурі своїх пасивів. По-друге, це власне прямий ефект фінансового левериджу – збільшення прибутку на акцію. По-третє, адекватне оцінювання рівня операційного прибутку для використання позитивного ефекту. У форматі наведеної графічної моделі – це пошук точки *A*, що дає змогу використати позитивний ефект та уникнути негативного.

Аналогічне бачення фінансового левериджу демонструє Е. Гелферт, який розглядає його як складову загального левериджу корпорації та наголошує на тому, що він виникає тоді, коли у структурі капіталу корпорації є зобов'язання із фіксованими відсотками [128, с. 192]. Тут передбачається, що така структура капіталу спричинює певні зміни у фінансових показниках корпорацій. Головною особливістю підходу Е. Гелферта є, на наш погляд, те, що він розцінює фінансовий леверидж як ефект впливу не лише на показник прибутку на акцію, а й на інші показники: дохідність акціонерного капіталу, дохідність активів, ринкову капіталізацію компанії [128, с. 207] тощо. При чому саме останній показник, на думку Гелферта, є головним із точки зору аналізу фінансового левериджу. За інших рівних умов він має зростати (лише до певної межі) при залученні позикових коштів лише до акціонерної структури капіталу. Коефіцієнти ж заборгованості корпорацій Гелферт, як і більшість інших учених, називає коефіцієнтами фінансового левериджу [128, с. 98]. Він також наводить оригінальну формулу визначення ефекту фінансового левериджу (1.8):

$$R = \frac{I}{E}, \quad (1.6)$$

$$r = \frac{I + Di}{E + D}, \quad (1.7)$$

$$R = r + \frac{D}{E}(r - i), \quad (1.8)$$

де I – прибуток після сплати податків,

- E – акціонерний капітал,
 D – довготерміновий борг,
 R – дохідність акціонерного капіталу,
 r – дохідність капіталу,
 i – відсоткова ставка після сплати податку.

У наведених формулах ми не змінювали позначення показників та їх трактування. Однак мусимо зазначити, що підхід Е. Гелферта дещо відрізняється від традиційного. Приміром, показник R зазвичай виглядає як ROE , а r – як ROA ¹. Під I мається на увазі чистий прибуток після сплати відсотків і податків. Логіка виведення (1.8) є такою: із формул (1.6) та (1.7) виражається чистий прибуток I , після чого праві частини отриманих рівнянь прирівнюються між собою із незначними математичними перетвореннями.

Гелферт також наводить емпіричні дані щодо структури капіталу корпорацій різних галузей. Так, у структурі капіталу виробничих корпорацій частка довготермінової заборгованості становить у середньому від 0 до 50 %, комунальних компаній – від 30 до 60 %, а компаній у сфері роздрібною торгівлі – навіть більше [128, с. 207].

Серед вітчизняних науковців прибічницею цього підходу є О. Деркач, котра розглядає поняття «системний леверидж» як ідентифікатор діяльності мікроекономічної системи, що відображає загальні потенційні можливості її розвитку та обчислюється як добуток операційного, фінансового та маркетингового левериджів [10; 11, с. 8]. Фінансовий леверидж, на думку авторки, – це показник, що характеризує потенційну можливість впливати на економічний ефект підприємства (установи, організації) шляхом зміни обсягів і структури капіталу. Поняття «маркетинговий леверидж» О. Деркач упроваджує вперше – це показник, що характеризує потенційні можливості підприємства щодо збільшення економічного ефекту за рахунок зміни

¹ ROE (Return on Equity) – дохідність акціонерного капіталу. ROA (Return on Assets) – дохідність активів.

пріоритетів у маркетинговій політиці [11, с. 5, 8]. У цій роботі леверидж розглядається ширше, ніж у рамках корпоративних підприємницьких структур, зокрема на прикладі вищого навчального закладу. Авторка використовує термін «мікроекономічна система», яка може бути і корпорацією.

Підсумовуючи досліджені підходи до фінансового левериджу, не можемо не звернути увагу на власне переклад терміну. Річ у тім, що термін «леверидж» є транслітерацією англійського терміну «leverage», що перекладається як «важіль», «сила», «зусилля важеля» або «кредитне плече». Ця сила, цей ефект важеля виникають унаслідок використання запозичених коштів, які дають додаткові можливості підвищити прибутковість компанії та покращити інші її фінансові показники. Під ефектом тут маємо на увазі, очевидно, те, чого неможливо було б досягти за використання лише власних коштів. Така специфіка перекладу є характерною для джерел американського мовного та наукового стилів. Британські ж автори іноді використовують термін «gearing»: приміром Брейлі та Маєрс [88, с. 229]. На це також указують Ван Горн та Вачовіц [209, с. 420]. Вживаються також терміни «levered firm» – фірма із залученим (позиковим) капіталом [185, с. 318] або «levered equity» – наявність поряд із власним ще й позикового капіталу, «lever up» – збільшити рівень заборгованості тощо.

Найбільш точне визначення терміну, яке відображає його найголовніші риси та особливості, може бути сформульоване так: фінансовий леверидж – це економічний ефект, який виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показників фінансово-господарської діяльності більшою мірою, ніж це було б за відсутності запозичень (за використання лише власного капіталу). Сам же ефект іще можна назвати ефектом фінансового важеля. У цьому сенсі терміни «фінансовий леверидж» та «ефект фінансового важеля» можна вважати синонімічними. Зважаючи на таке визначення, слід звернути увагу на власне заборгованість корпорації та

структуру її капіталу, яку не можна ототожнювати з фінансовим левериджем. Та чи інша політика структури капіталу може призводити до певних важливих ефектів – як позитивних, так і негативних. Формування структури капіталу є тією сукупністю відносин, яка, з нашої точки зору, спрямована на покращення окремих фінансово-господарських показників корпорацій. У більшості ж випадків, говорячи про фінансовий леверидж як економіко-господарський ефект щодо діяльності корпорації, мають на увазі саме позитивний ефект. Суто ж математично він може набувати як додатних, так і від’ємних значень, що випливає з формули (1.8).

У нашому визначенні також фігурує положення про фіксований позиковий відсоток. Ми його розглядаємо не як форму доданої вартості, а як плату за капітал. У такому разі випуск боргових паперів із плаваючими ставками номінально не відноситься до позикового фінансування. Однак фактично це також може створювати фінансовий леверидж, а сам позиковий відсоток є плаваючим лише у певних раціональних межах. Більше того, характер такого фінансування принципово відрізняється від фінансування за допомогою власного капіталу. Ця ремарка є важливою з погляду емпіричного аналізу діяльності ТНК, які часто випускають папери з плаваючими ставками, приміром ноти із плаваючими ставками¹.

У нашому дослідженні ми розглядаємо так званий транскордонний фінансовий леверидж. Цей тип фінансового левериджу притаманний саме ТНК та іншим міжнародним корпораціям. Він пов’язаний із формуванням глобальної корпоративної структури капіталу та використанням переваг позикового фінансування на міжнародному рівні. Цей транскордонний ефект досягається значною мірою за рахунок використання стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів. З іншого боку, фінансовий леверидж можна розглядати як такий, що складається із двох компонентів: традиційного левериджу, котрий притаманний місцевим корпораціям, і транскордонної складової цього ефекту, яка є характерною

¹ Floating rate notes (FRN).

лише для міжнародних корпорацій. Цю складову також можна розглядати як транскордонний фінансовий леверидж. На наш погляд, друга позиція є більш релевантною. Однак для її адекватного емпіричного застосування потрібна чітка кількісна ідентифікація обох складових фінансового левериджу – традиційної й транскордонної. Оскільки в нашому дослідженні ми розглядатимемо сукупний фінансовий леверидж ТНК, то використовуватимемо термін «транскордонний фінансовий леверидж» на позначення сукупного важелевого ефекту.

Завершуючи розгляд фінансового левериджу, слід зазначити, що наведені підходи співвідносяться не як однорідне та протилежне, а як окреме та загальне. Вони не суперечать один одному у своїх сутнісних основах, а лише вужче або ширше розглядають один і той самий об'єкт. У даному випадку ми обрали підхід, який видається найбільш широким та ґрунтовним. До того ж він передбачає визнання й двох інших підходів, які тлумачать фінансовий леверидж вужче.

Сучасні ТНК використовують також ефект операційного левериджу, ступінь якого характеризує корпоративний бізнес-ризик [178, с. 161]¹:

$$\text{Ступінь операційного левериджу} = \frac{\Delta \text{ЕВІТ}(\%)}{\Delta \text{Продаж}(\%)} \quad (1.9)$$

Операційний леверидж передбачає використання фірмою фіксованих витрат [209, с. 420]. Аналогічно до фінансового левериджу, де корпорація використовує джерела фінансування із фіксованою ціною, в рамках операційного левериджу фірма використовує у структурі собівартості

¹ Ступінь операційного левериджу є одним із показників оцінювання бізнес-ризиків. Ще один показник – відношення стандартного відхилення чистого прибутку до середнього значення чистого прибутку – розглядався вище.

² У різних джерелах можна зустріти різні варіації чисельника цього показника. Найбільш поширеними є два варіанти: наведена версія з ЕВІТ, а також з EPS. По-суті це ідентичні речі, оскільки відсоткова зміна EPS є фактично відсотковою зміною чистого прибутку, яка, своєю чергою, збігатиметься з відсотковою зміною ЕВІТ за інших рівних, насамперед відсотків та податків. Математично ми використовуватимемо як базовий варіант розрахунок на основі ЕВІТ.

фіксовані витрати. Змінні витрати залежать від обсягу виробленої продукції – вони можуть бути меншими або більшими, а корпорація може ними управляти. Фіксовані ж витрати є постійними – вони не залежать від обсягу виробленої продукції та можуть впливати на прибуток корпорації.

Операційний леверидж, таким чином, є тим ефектом, який полягає у зростанні операційного прибутку більшою мірою порівняно зі зростанням обсягів продажу, що й зумовлено існуванням названих фіксованих витрат у структурі собівартості [209, с. 423]. Слід також зазначити, що операційний леверидж рівною мірою може справляти як позитивний, так і негативний вплив.

1.3. Методологія ідентифікації структури та джерел формування капіталу сучасних ТНК

Порівняльний аналіз наявної наукової та академічної¹ літератури із зазначеної проблематики показує існування декількох підходів до тлумачення корпоративної структури капіталу, кожен з яких має відповідні аргументи та пояснення (рис. Г.1 Додатка Г). Однак специфікою застосування цих підходів є те, що часто вони можуть використовуватися в рамках одного дослідження, оскільки або доповнюють один одного, або просто базуються на різних критеріях класифікації пасивів компаній. Вони, принаймні, не суперечать один одному.

Так, згідно з найбільш поширеним підходом, під структурою капіталу розуміється співвідношення між власними та залученими коштами. Саме такий підхід став основою подальшого розвитку теорій структури капіталу, в тому числі відомої нобелівської теорії Модильяні–Міллера [165]. Такий підхід бачимо, приміром, у Р. Брейлі та С. Маєрса [88, с. 377–379], а також у

¹ Наш аналіз базується лише на обмеженій кількості академічних джерел, які є загальноновизнаними в усьому світі та виступають концептуальною основою сучасного фінансового менеджменту. Переважна частина аналізованої літератури – це наукові джерела: статті, дисертації та монографії.

більшості публікацій західних та вітчизняних науковців¹. Серед новітніх наукових робіт зазначимо дослідження Р. Джоліета та А. Муллер [136]; Т. Бюттнера, М. Овереша, У. Шрайбера та Г. Вамзера [201]; Р. Аггарвала та Н. К'яв [72], а також інших науковців.

Іноді під структурою капіталу розуміють лише співвідношення між довготерміновими джерелами фінансування, виключаючи короткотермінові ресурси. Такої позиції дотримуються, приміром, Дж. Ван Горн та Дж. Вачовіц [209, с. 452]. За їхнім підходом, структура капіталу визначається співвідношенням між довготерміновими джерелами фінансування фірми, такими як борговий капітал, привілейовані акції та звичайні акції. Короткотермінові джерела фінансування просто ігноруються через їхню незначну частку в пасивах корпорацій. Аналогічний підхід бачимо у С. Росса, Р. Вестерфілда та Дж. Джеффі [185, с. 338–356].

Третій підхід передбачає аналіз джерел фінансування корпорацій із позицій їхнього стосунку до внутрішньофірмової мережі. Такий підхід базується на припущенні про наявність розгалуженої мережі структурних підрозділів корпорацій, які здатні акумулювати доволі значні ресурси, аби забезпечити фінансування діяльності компанії на достатньому рівні. Саме цей підхід, на наш погляд, найбільш наближений до умов міжнародної діяльності ТНК², головною ознакою яких і є наявність в усьому світі мережі філій, створених на основі ПП. Визначальною рисою ТНК є здатність, на відміну від національних фірм, пересувати гроші та прибутки між філіями (а також між країнами) за допомогою трансферних механізмів [57, с. 200]. Використання трансферних механізмів дозволяє ТНК акумулювати активи у

¹ Тут ми не будемо наводити багато прикладів цього підходу, оскільки переважна більшість досліджень у галузі корпоративної структури капіталу передбачають саме таке її тлумачення, а їхні автори автоматично стають прихильниками такого бачення. Ми також не розглядатимемо їхню сутність, оскільки цьому будуть присвячені два наступні підрозділи.

² У цьому сенсі слід зазначити, що сучасна теорія структури капіталу виникла та формувалася без конкретних посилань на міжнародну діяльність корпорацій. Натомість під корпорацією розумілася підприємницька структура в найбільш широкому розумінні. У ході еволюції цієї теорії виникали емпіричні дослідження-сателіти, присвячені тестуванню її положень в умовах розвитку міжнародних корпорацій. Однак окрема теорія структури капіталу для ТНК так і не була розроблена. Переважна більшість літератури з проблематики міжнародного бізнесу посилається на положення теорії Модильяні–Міллера, а також на інші відомі теорії структури капіталу.

певних країнах, часто забезпечуючи потреби у фінансування філії в цій країні. За цим підходом, джерела фінансування ТНК бувають внутрішні та зовнішні. Яскравими представниками цього підходу є такі відомі зарубіжні вчені, як Д. Лессар [146; 147], Д. Рутенберг [189] та ін. На думку О. Рогача, у найбільш загальному вигляді джерела фінансування філій ТНК охоплюють фонди, генеровані із внутрішніх джерел самих іноземних філій; фонди із джерел корпоративної системи ТНК; фонди із зовнішніх щодо корпоративної системи ТНК джерел [55, с. 91]. Тут перші два джерела є внутрішніми, а останнє – зовнішнім.

У продовження ідеї про те, що різні підходи не суперечать один одному, зазначимо, що, приміром, у Брейлі та Маерса одночасно використовуються декілька підходів. Так, наводячи макроекономічні дані за сукупними потоками фондів у корпоративному секторі США, вони розглядають структуру капіталу і з позицій співвідношення між власними та залученими коштами, і з позицій стосунку до внутрішньофірмової мережі (табл. Д.1 Додатка Д).

Із табл. Д.1 Додатка Д бачимо, що лише частину коштів, необхідних для покриття всіх витрат, корпоративний сектор генерує із внутрішніх джерел, приміром, 90 % у 1992 році та 76,7 % у 2000 році¹. Решту інвестиційних витрат необхідно покривати за рахунок зовнішніх коштів шляхом випуску додаткових акцій або запозичень².

Надзвичайно важливим методологічним аспектом у рамках цього підходу є те, що чистий випуск нових акцій розглядається не як внутрішнє джерело фінансування. У цьому є цілком обґрунтована логіка. Вона полягає в тому, що кошти наявних акціонерів вважаються внутрішнім джерелом фінансування. У табл. Д.1 Додатка Д вони відображаються у стрічці «Внутрішньо генеровані кошти». Ці кошти фактично є реінвестованим

¹ Тут слід звернути увагу, що для корпоративного сектору США характерною є тенденція до скорочення частки внутрішніх коштів у структурі капіталу. Із табл. Д.1 Додатка Д чітко бачимо, що з 1992 по 2000 рік цей показник скоротився із 90 до 76,7 %.

² Від'ємні значення чистої емісії акцій означають, що вартісний обсяг акцій, викуплених в інвесторів, перевищував аналогічний показник проданих новим інвесторам акцій.

прибутком акціонерів корпорації. Випуск же нових акцій розглядається як зовнішнє джерело фінансування, оскільки передбачає лише залучення нових співвласників корпорації. Після цього їхні ресурси також переходять до категорії внутрішніх джерел. У табл. Д.1 Додатка Д це джерело наводиться у стрічці «Чиста емісія акцій», яка разом із чистим зростанням заборгованості належить до зовнішніх джерел – джерел покриття фінансового дефіциту.

Таке комплексне бачення структури капіталу підводить нас до виокремлення ще одного підходу до її тлумачення – суто бухгалтерського. За цим підходом джерела фінансування корпорацій поділяють на внутрішні кошти, випуск нових акцій та залучення додаткового позикового капіталу. Приміром, у О.Рогача такий підхід у дещо видозміненому вигляді передбачає внутрішнє фінансування за рахунок власного капіталу, реінвестованих прибутків та внутрішньокорпоративних трансферів [56, с. 23].

За цим підходом, на нашу думку, внутрішні кошти корпоративної мережі є, у певному розумінні, статичним джерелом фінансування – воно, фактично, не змінює своїх параметрів. Кошти наявних акціонерів уже вкладені та є свого роду константою, а змінюватися вони можуть лише внаслідок зміни поточної ринкової вартості акцій та інших паперів корпорації. Ці фонди, однак, приводять (разом з іншими джерелами фінансування) до формування внутрішньофірмових трансферів, а також до формування корпоративного прибутку, який також може бути внутрішнім джерелом фінансування в разі його реінвестування. Залучення ж нових акціонерів є в цьому сенсі динамічним джерелом фінансування – воно може змінювати співвідношення між власними та залученими коштами та, відповідно, саму структуру капіталу.

П'ятий підхід передбачає поділ джерел фінансування на короткотермінові та довготермінові¹. Такий підхід має важливе значення з

¹ Іноді в рамках такого підходу виділяють ще й середньотермінове фінансування, яке, однак, дедалі частіше втрачає своє значення, зважаючи на відсутність важливих бухгалтерських наслідків. У сучасних

погляду вартості залучення фінансування, оскільки за інших рівних умов короткотермінові ресурси є дешевшими порівняно із довготерміновими. Це визначатиме головні напрями фінансового менеджменту корпорацій, що орієнтуються насамперед на вартість капіталу. Поряд із традиційним підходом аналіз коротко- та довготермінових джерел фінансування є ключовим у підготовці фінансових менеджерів рівня CFA [102, с. 85–134]. До основних джерел короткотермінового фінансування ТНК, приміром, О. Рогач відносить внутрішньокорпораційні кредити – прямі кредити, кредити бек-ту-бек, паралельні кредити; закордонне банківське та небанківське запозичення в місцевій валюті – банківські термінові позики, кредитні лінії, револьверні кредитні угоди, банківські овердрафти; фінансування з використанням євровалютних інструментів – євроноти, єврокомерційні папери [55]. Головними джерелами довготермінового фінансування ТНК є випуск акцій, емісія довготермінових облігацій, залучення довготермінових кредитів, фінансування на основі лізингових угод [15].

У рамках дослідження корпоративної структури капіталу, а також досліджень більш широкого спрямування (приміром, розвитку банківських та фінансових систем у цілому) можна виділити ще один критерій класифікації джерел фінансування корпорацій – за типом інвестора та/або посередника, що надає кошти. За цим критерієм джерела фінансування поділяються на банківські та ринкові. У рамках такого підходу корпоративну структуру капіталу досліджували, приміром, Дж. Корбетт та Т. Дженкінсон [99]. Порівнюючи шаблони фінансування в економіках США, Великої Британії, Німеччини та Японії, вони не знайшли чіткого підтвердження домінуючої концепції про те, що в Німеччині переважає банківське фінансування, а у США та Британії – ринкове¹. Сутність банківських джерел фінансування зрозуміла: сюди відносяться будь-які ресурси, що надаються банками в якості або інвесторів, або посередників (переважно). Ринкові ж джерела

умовах такий вид фінансування майже не виокремлюється.

¹ Масив емпіричних даних – із 1970 по 1994 рік.

формується поза банківською системою на фондовому ринку.

У цьому сенсі хотілося б зазначити певний лінгвістичний нюанс. Термін «ринкові» може наводити на думку про існування й «неринкових» джерел, що зумовлено суто мовними особливостями цих термінів. З огляду на це більш доцільно було б запровадити терміни «банківське» та «небанківське» фінансування. У такому разі подібного мовного дисонансу не було би. Але оскільки в літературі терміни, пов'язані з ринком, досить широко вживаються, ми також їх вживатимемо, маючи, однак, на увазі вищезазначене.

Ще один критерій класифікації зустрічаємо у Л. Бондаренко. Наголошуючи, що класифікація корпоративних джерел фінансування на основі традиційного критерію є визначальною, авторка стверджує, що капітал доцільно структурувати за його компонентами – це інтегрує капітал різних видів економічної діяльності [4, с. 6]. На її думку, промислово-фінансові групи поєднують не лише промисловий і фінансовий капітал, а також сільськогосподарський, торговельний, науково-дослідницький, сервісний та медіакапітал. Звідси, з одного боку, подвійну природу капіталу слід розглядати у класичному розумінні – як співвідношення між власними та залученими коштами, а з іншого – необхідно враховувати наведені вище структурні компоненти, наявність яких зумовлена різними видами діяльності промислово-фінансових груп [4, с. 7]. Головною відмінністю цієї класифікації від інших, зокрема й наведених вище, є, на наш погляд, те, що вона базується не на характері джерел залучення коштів, а на напрямках та характері їх використання. Хоча, якщо зважити на залежність цих видів капіталу від видів економічної діяльності, можна припустити, що й залучення таких типів ресурсів відбуватиметься відповідно до специфіки тих чи інших сфер (видів діяльності). Усе ж розглядуваний критерій доцільно ввести до нашої комплексної класифікації, маючи, однак, на увазі, що компонентів капіталу може бути й більше – залежно від особливостей класифікації видів діяльності.

Розглянемо підхід до структури капіталу, представлений у дисертації В. Кочкодана. Автор у цілому підтримує традиційний підхід, але дає оригінальне визначення самої структури капіталу як синтезу фінансового менеджменту та економічного ресурсу, що забезпечує досягнення основної мети управління капіталом підприємства, яка полягає у формуванні його оптимальної структури [36, с. 4]. Оптимальну ж структуру капіталу, з позицій фінансового менеджменту, він розглядає як співвідношення використання власних і позикових коштів, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість, а з позиції економічного ресурсу – як мінімізацію фінансового ризику за рахунок різних підходів до фінансування основних і оборотних активів підприємства. У праці В. Б. Кочкодана також визначається поняття «цільова структура капіталу»: це таке співвідношення власного і позикового капіталу, яке фіксується при прийнятті інвестиційних та фінансових рішень. Ця структура є динамічною, оскільки має ознаки рефлексивності, тобто можливості зміни в часі як реакції на зміну умов виробництва і реалізації продукції [36, с. 5].

Аналізуючи та критично оцінюючи наведені джерела фінансування та їх різні класифікації, слід, на нашу думку, зазначити кілька важливих моментів. По-перше, традиційний підхід, а також його модифікація з урахуванням лише довготермінових джерел позикового фінансування, є найбільш важливим із погляду розвитку теорії структури капіталу. Про це свідчить насамперед той факт, що саме на основі такого підходу сформувалася та розвивається домінуюча в сучасних умовах теорія структури капіталу Модильяні–Міллера. Його змістове наповнення повною мірою відображає характер ризиків, які містять у собі ті чи інші джерела фінансування, однак, не враховує такий у край важливий аспект діяльності ТНК, як багатонаціональна система філій та відділень, які спроможні акумулювати внутрішні кошти у доволі значних обсягах. Тому цей підхід потребує деяких уточнень та коректив з

урахуванням транскордонного характеру діяльності міжнародних корпорацій¹.

По-друге, методологічно важливо зазначити, що в рамках традиційного та модифікованого традиційного підходу до корпоративної структури капіталу привілейовані акції належать до боргових джерел фінансування. Це робиться для того, щоби підкреслити характер із цим пов'язаних грошових потоків. Це – фіксовані платежі, а не дивіденди, які можуть варіювати. Із суто ж балансового погляду привілейовані акції – це акціонерний капітал, який обліковується у статтях власних коштів, а не позикових.

По-третє, за характером стосунку до внутрішньофірмової мережі цей підхід вирізняється тим, що якнайкраще відображає здатність ТНК до транскордонного переміщення фінансових ресурсів. Урахування цієї здатності відіграє важливу роль у теоретичних дослідженнях зазначених проблем, оскільки вона може суттєво впливати на вартість фінансування. Зазначена здатність є різною для структурних підрозділів ТНК у різних країнах, що дає змогу залучати кошти за відносно низькою вартістю та перерозподіляти їх до структурних підрозділів із відносно високою вартістю фінансування. І це стосується не лише залучених коштів, а й власних. Зважаючи на близькість традиційного підходу до бухгалтерського, можемо стверджувати, що обидва мають обов'язково враховуватися в ході досліджень міжнародних операцій ТНК. Більше того, традиційний підхід у будь-якому разі враховуватиме й традиційне бачення структури капіталу. Власні та позикові джерела фінансування виникають на другому рівні класифікації внутрішніх та зовнішніх джерел. Види джерел фінансування ТНК за цим критерієм наведені на рис. 1.5.

По-четверте, можемо виокремити новий критерій класифікації джерел фінансування корпорацій, який раніше не виділявся. Залежно від того, наскільки те чи інше джерело фінансування здатне змінювати структуру пасивів корпорації, їх можна поділити на статичні та динамічні. За способом

¹ Ці уточнення та корективи розглядатимуться у розділі 2 нашого дослідження.

залучення ресурсів вони не відрізняються між собою, однак або призводять до зміни структури пасивів – динамічні (залучення нових ресурсів), або не призводять – статичні (вже залучені ресурси). Характерною ознакою статичних ресурсів є те, що у фінансовій звітності вони відображаються як запаси, а динамічні – як потоки. Відповідно для відображення цих двох типів



Рис. 1.5. Внутрішні та зовнішні джерела фінансування ТНК

Примітка: модифіковано автором за джерелом [47, с. 336].

ресурсів використовуються різні види фінансових звітів. Статичні ресурси відображаються у балансовому звіті, а динамічні – у звіті про потоки грошових коштів. У контексті аналізу міжнародної діяльності ТНК важливо зазначити, що запропонований нами критерій класифікації джерел фінансування слід розглядати виключно з погляду загальнокорпоративної системи, а не фінансових комплексів окремих структурних підрозділів. Приміром, фонди можуть бути генеровані в рамках внутрішньої системи

ТНК та переведені з одного структурного підрозділу (країни) до іншого (іншої країни), тоді як фінансова система ТНК не матиме при цьому жодних зв'язків із зовнішнім середовищем. Для філії ж реципієнта ці кошти формально розглядатимуться як зовнішні.

Різний характер відображення інформації щодо структури капіталу у фінансовій звітності корпорацій приводить нас до висновку про необхідність та методологічну важливість дослідження принципів та порядку відображення цієї інформації у фінансовій звітності, тим більше що статичний або динамічний характер джерел фінансування відображається у різних звітах. Аналіз фінансової звітності вважається одним із головних завдань фінансового менеджменту в сучасних умовах. Він дає можливість адекватно оцінити перспективи майбутніх грошових потоків, які, своєю чергою, визначають багатство акціонерів, максимізація якого є головним пріоритетом у рамках англосаксонської моделі фінансового менеджменту [37]. У міжнародній практиці фінансово-господарські результати діяльності корпорацій подають у чотирьох різних звітах – балансовому звіті, звіті про прибутки та збитки, звіті про акціонерний капітал та звіті про потоки грошових коштів [89, с. 84]¹.

Як зазначалося вище, базова інформація про структуру капіталу міститься у балансовому звіті – у пасивній його частині. Баланс корпорації відображає фінансову позицію станом на певну дату, зазвичай – кінець року або, рідше, кварталу. У контексті запропонованої нами класифікації джерел фінансування баланс відображає лише статичні джерела. Важливим методологічним аспектом складання балансу є те, що в ньому всі статті розташовані за двома принципами: терміновість та ліквідність. Спочатку відображаються короткотермінові активи (поточні активи – терміном до одного року) та пасиви, а потім – довготермінові (табл. Е.1 – Е.2 Додатка Е).

Отже, ще раз зазначимо, що, базовий аналіз структури капіталу

¹ Оригінальні назви цих звітів – відповідно balance sheet, income statement, shareholders equity statement (statement of retained earnings) та statement of cash flows.

здійснюється на основі пасивів балансу. Для цього використовуються спеціальні фінансові коефіцієнти, які називаються коефіцієнтами заборгованості¹. Поряд із ними у сучасній практиці міжнародного фінансового менеджменту виділяють іще чотири групи фінансових коефіцієнтів [185, с. 33], які використовуються для аналізу фінансово-господарської результативності корпорацій, у тому числі тих аспектів, що стосуються їхньої структури капіталу та фінансового левєриджу. Це коефіцієнти короткотермінової платоспроможності, прибутковості, активності та вартості (Додаток Ж)².

Ці коефіцієнти, однак, не дають абсолютно чіткої картини, оскільки вони мають використовуватися у відносному розумінні. Приміром, не можна стверджувати, що ТНК, у структурі капіталу якої 40 % позикового капіталу, має великий рівень заборгованості. Для остаточного висновку слід принаймні розглянути динаміку цього показника в цій компанії, порівняти його з аналогічними показниками інших компаній галузі та їхньою динамікою, а також із середньогалузевим значенням. Зрештою, і коефіцієнти самі по собі не дають остаточної відповіді на запитання щодо фінансово-господарського стану компаній, а лише допомагають ставити правильні додаткові запитання, а також потребують ретельного аналітичного трактування та аналізу.

Із зазначеного також випливає, що фінансові коефіцієнти, які використовуються для аналізу результативності фінансової системи ТНК, не мають і не можуть мати жодних еталонних значень. Тобто кожний показник розглядається у порівнянні (з попередніми періодами, з іншими компаніями галузі, з компаніями інших галузей тощо) і не повинен обмежуватися

¹ Financial leverage ratios або leverage ratios.

² Мовою оригіналу ці коефіцієнти називаються відповідно short-term solvency, profitability, activity, та value. Однак у різних зарубіжних джерелах трапляються різні назви цих груп фінансових коефіцієнтів та, відповідно, доволі різноманітні варіанти їх перекладу у вітчизняній літературі. Так, приміром, у Брейлі та Маерса ці коефіцієнти називаються відповідно ліквідності (liquidity ratios), ефективності (efficiency ratios), прибутковості або рентабельності (profitability ratios) та ринкової вартості (market-value ratios) [88, с. 822–823]. При цьому група коефіцієнтів, яка нас цікавить найбільше – коефіцієнти фінансового левєриджу, приміром, у Бріггема та Ергардта називаються коефіцієнтами управління заборгованістю (debt management ratios) [89, с. 129].

певними мінімальними чи максимальними значеннями. У даній частині роботи ми розглянемо лише коефіцієнти заборгованості, які є безпосередньою характеристикою структури капіталу, а також ті коефіцієнти з інших груп, котрі використовуватимуться у нашому дослідженні для аналізу фінансового левериджу.

До першої групи коефіцієнтів (коефіцієнти ліквідності або короткотермінової платоспроможності) належить коефіцієнт поточної ліквідності (RL_C)¹. Він розраховується так [5, с. 743–744]:

$$RL_C = \frac{\text{Поточні активи}}{\text{Поточні пасиви}}. \quad (1.10)$$

Ліквідність у загальному вигляді являє собою здатність активу швидко та з мінімальними втратами бути обміненим на інший актив (насамперед гроші). Це – важлива характеристика діяльності корпорацій, оскільки свідчить про їхні можливості покривати свої зобов'язання. Що вищий коефіцієнт поточної ліквідності, то, очевидно, більші можливості має компанія з погляду виконання своїх поточних зобов'язань. До того ж ліквідність (точніше її відсутність чи недостатній рівень) є одним із чинників банкрутства багатьох компаній. Коефіцієнти ліквідності, однак, мають і недоліки. Оскільки поточні активи і пасиви компаній можуть достатньо швидко змінюватися, ці коефіцієнти мають тенденцію до втрати актуальності.

Аналіз коефіцієнтів рентабельності (див. Додаток Ж) потребує розуміння методології складання іншого типу фінансової звітності – звіту про прибутки та збитки. Він, як ми вже зазначали, відрізняється від балансового звіту головно тим, що в ньому подаються показники потоків, а не запасів, як у балансовому звіті (табл. Е.3 – Е.4 Додатка Е). Крім порівняння з аналогічними показниками конкурентів та середньогалузевими, коефіцієнти

¹ Current liquidity ratio.

рентабельності доцільно аналізувати в динаміці, що дає підстави робити висновки про зростання або зниження ефективності фінансового менеджменту. Динаміка є особливо актуальною для цієї групи коефіцієнтів з огляду на те, що в чисельнику більшості показників стоїть прибуток (приміром операційний або чистий), а у знаменнику – часто показники, пов'язані з цінами, скажімо продажі. Ці коефіцієнти, таким чином, навіть дозволяють робити висновки щодо цінової політики компанії та її політики у цій сфері [172, с. 16–18].

Головними показниками структури капіталу та фінансового левериджу є коефіцієнти заборгованості (Додаток Ж). З погляду фінансового менеджменту заборгованість означає зобов'язання здійснювати платежі у майбутньому. Оскільки акціонери отримують прибуток лише після того, як його отримують кредитори, то надто високий рівень заборгованості може позбавити їх прибутку взагалі, а у складні для компанії часи призвести до неспроможності обслуговувати завеликий борговий тягар. Рівень заборгованості, однак, стосується не лише акціонерів, які можуть унаслідок цього не отримати прибуток. Кредитори також звертають увагу на цю характеристику компанії. Очевидно: що більше вони кредитують компанію, то меншими стають їхні шанси на вчасне отримання відсоткових платежів та повернення основної суми боргу (за інших рівних умов).

Наведені у Додатку Ж показники також укладаються в розглянуту нами вище класифікацію корпоративних джерел фінансування. Зокрема коефіцієнт заборгованості розкриває сутність традиційного підходу до класифікації джерел фінансування; коефіцієнт довготермінової заборгованості (а фактично і коефіцієнт короткотермінової заборгованості) – модифікованого традиційного підходу, який ураховує лише довготермінові залучені джерела. Крім того, коефіцієнт короткотермінової заборгованості характеризує й інший критерій класифікації – за терміном, оскільки показує частку короткотермінових джерел у загальному капіталі. Зазначимо також, що коефіцієнт довготермінової заборгованості не є зворотним боком коефіцієнта

короткотермінової заборгованості, оскільки він ураховує лише позиковий капітал корпорації. За критерієм терміновості такий показник має охоплювати весь довготерміновий капітал – залучений та власний.

На наш погляд, методологічного вдосконалення потребує коефіцієнт короткотермінової заборгованості. Це зумовлено двома важливими обставинами.

По-перше, відносно високе значення цього показника може не давати об'єктивної характеристики спроможності компанії виконувати свої поточні (терміном до одного року) зобов'язання. За інших рівних умов фінансове трактування цього показника передбачає, що його значення не повинно бути високим. У протилежному випадку це свідчитиме про високий рівень боргового навантаження компанії упродовж найближчого року. До того ж упродовж найближчого року часто доведеться виконувати й зобов'язання за довготерміною заборгованістю.

По-друге, більш ретельний аналіз такого типу платоспроможності компанії має проводитися з урахуванням її ліквідності, насамперед поточної. Тут ми повинні зважати на значення коефіцієнта поточної ліквідності $(1.10)^1$. Приміром, відносно високе значення коефіцієнта короткотермінової заборгованості може бути компенсовано за рахунок достатньої поточної ліквідності, як і навпаки – незначний коефіцієнт короткотермінової заборгованості може бути недостатньо репрезентативним за доволі незначної поточної ліквідності. Тут ми маємо на увазі так званий принцип термінової погодженості між активами та пасивами. З нашої точки зору математично коефіцієнт короткотермінової заборгованості потребує певного коригування з поправкою на значення коефіцієнта поточної ліквідності. Необхідність такого коригування зумовлена також неможливістю порівняння коефіцієнтів короткотермінової заборгованості у різних корпорацій, оскільки на практиці вони часто мають різні рівні поточної ліквідності. Так, корпорації з

¹ У принципі за цією методологією можна використовувати будь-який із коефіцієнтів ліквідності, оскільки всі вони, хоча і в порядку кількісного зниження, але характеризують один і той самий бік фінансового ризику корпорації.

однаковим коефіцієнтом короткотермінової заборгованості можуть мати коефіцієнти поточної ліквідності, які відрізнятимуться вдвічі. Це означатиме, що насправді рівень їхньої короткотермінової заборгованості по-різному впливає на фінансово-господарські показники.

Для того ж, аби визначити рівень поправки та спосіб її застосування, повернімося до коефіцієнта поточної ліквідності. Він хоча й використовується, як і більшість інших коефіцієнтів, у порівнянні, однак зазвичай коливається на рівні від 1,4 до 2,8 та рідко перевищує 3. При цьому в ідеалі цей показник не повинен бути меншим від одиниці, оскільки в такому разі він свідчатиме про номінальну неспроможність компанії покривати свої поточні зобов'язання¹. Надто високі його значення також не є гарним фінансовим результатом. Це може бути наслідком неефективного використання коштів.

Ми спробуємо зробити поправку до коефіцієнта короткотермінової заборгованості за допомогою спеціального множника k . За логікою досліджуваних показників певний стандартний або середній рівень поточної ліквідності не повинен впливати на коефіцієнт короткотермінової заборгованості. І хоча такого еталона такого значення не існує, а для різних галузей воно може суттєво різнитися, нам відома ситуація так званої номінальної ліквідності – коли поточні активи спроможні цілком покрити поточні пасиви один до одного, тобто коефіцієнт поточної ліквідності дорівнює одиниці. В умовах, коли коефіцієнт поточної ліквідності перевищує одиницю, множник k повинен зменшувати коефіцієнт короткотермінової заборгованості. Якщо ж поточна ліквідність нижча від одиниці, то коефіцієнт короткотермінової заборгованості має збільшуватися після застосування до нього коректив за допомогою множника k .

Головним завданням розробки цієї методології, таким чином, є

¹ Під номінальною неспроможністю ми маємо на увазі те, що обсяг короткотермінових активів є меншим від обсягу пасивів. При цьому навіть у такій ситуації корпорація може успішно справлятися з усіма своїми зобов'язаннями. Приміром, в окремих компаній сфери роздрібної торгівлі коефіцієнт поточної ліквідності буває навіть менший від одиниці.

виведення формули для розрахунку множника k , а також установлення такого значення цього множника, яке не вплине на коефіцієнт короткотермінової заборгованості – його цільового значення. Вище ми вели мову про можливе таке значення на рівні одиниці, однак оскільки воно може суттєво відрізнятись в різних галузях, наша методологія має це враховувати. У принципі нас цікавить не абсолютне значення цього цільового показника, а швидше рівень його відхилення від певного нормального значення. Таким нормальним значенням цілком можна вважати середньогалузевий показник. Таким чином, множник k має дорівнювати одиниці, якщо коефіцієнт поточної ліквідності компанії дорівнює середньогалузевому.

Математично компенсацію відносно високого значення коефіцієнта короткотермінової заборгованості за рахунок відносно високої поточної ліквідності можна здійснити за допомогою відносно низького значення k . Якщо ж у той чи інший спосіб вклати в цей множник співвідношення між поточною ліквідністю компанії та середньогалузевим показником, то можемо зробити висновок, що це має бути відношення середньогалузевого показника до показника компанії – саме воно дає відносно низьке значення k за відносно високої поточної ліквідності. Виразити множник k можна так:

$$k = \frac{\overline{RL}_C^i}{RL_C^i}, \quad (1.11)$$

де RL_C^i – коефіцієнт поточної ліквідності i -ї компанії,

\overline{RL}_C^i – середньогалузевий коефіцієнт поточної ліквідності.

Цей компенсаційний множник не має меж коливання та у принципі може набувати будь-яких позитивних значень. Тому не матиме меж коливання і модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості, – на відміну від своєї базової версії, за якою він міг коливатися лише в межах від 0 до 1,

оскільки характеризував частку короткотермінових позикових коштів у загальному капіталі корпорації. Точніше він не має верхньої межі, оскільки нижня межа визначена на нульовому рівні – обидва його множники є додатними. Формула для його розрахунку зрештою набуває такого вигляду:

$$R_{DS}^{MODIFIED} = \frac{D_S}{D_S + D_L + E} \cdot k, \quad (1.12)$$

де $R_{DS}^{MODIFIED}$ – модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості,

D_S – обсяг короткотермінової заборгованості,

D_L – обсяг довготермінової заборгованості,

E – власний капітал¹,

k – компенсаційний множник (1.11).

На нашу думку, цей показник дозволить краще аналізувати рівень короткотермінової заборгованості порівняно з його базовою версією. І хоча остаточні висновки щодо його використання можна буде зробити лише після емпіричних перевірок², його методологічні переваги зрозумілі вже зараз. На відміну від базової версії модифікований коефіцієнт некоректно виражати у відсотках, якщо він перевищує 100 %. Математично ми можемо отримати значення цього коефіцієнта на рівні, більшому від одиниці, що означатиме більше 100 % частки.

Методологічно невирішеним залишається питання пропорційності застосування компенсаційного множника. Мається на увазі те, що в рамках нашої методології ми зробили поправку до коефіцієнта короткотермінової заборгованості пропорційно рівневі відхилення поточної ліквідності від цільового значення. Однак така компенсація може і не бути пропорційною,

¹ У принципі даний коефіцієнт, як і інші коефіцієнти заборгованості, можна вираховувати за бухгалтерським підходом, тобто в якості капіталу використовувати показник сукупних активів. Цей підхід, на нашу думку, є не зовсім релевантним із погляду сутності досліджуваних явищ і процесів, однак іноді він використовується.

² Така емпірична перевірка буде проведена у розділі 3 нашої роботи.

що знову ж таки встановлюється лише емпіричним шляхом.

Ще одним важливим методологічним питанням є питання міжгалузевих порівнянь стану короткотермінової заборгованості. Часто в таких порівняннях немає необхідності, однак їхня методологічна виваженість та коректність можуть мати важливе практичне значення. У корпорацій різних галузей можуть суттєво різнитися як рівень ліквідності, так і рівень короткотермінової заборгованості. Тому навіть використання модифікованого коефіцієнта короткотермінової заборгованості може дати хибні результати. Його також слід коригувати. Таке коригування, на нашу думку, може здійснюватися шляхом приведення коефіцієнтів різних галузей до «спільного знаменника». Загальний рівень відмінності між різними коефіцієнтами в різних галузях можна визначити на основі порівняння середньогалузевих показників. Таке порівняння – аналогічно до наведеної вище методології – можна зробити на основі відношення середньогалузевих показників, що своєю чергою дозволить вивести певний множник.

Наступний коефіцієнт – «позиковий капітал – власний капітал» – показує, скільки одиниць позикового капіталу припадає на одиницю власного. З погляду кредитора він характеризує, наскільки позиковий капітал забезпечений власним. За інших рівних умов що нижчий цей показник, то менший фінансовий ризик. На практиці застосовують різні варіації цього коефіцієнта, зокрема як відношення власного капіталу до позикового, або власного до довготермінового позикового, або сукупного позикового до власного. Значимою є методологія розрахунку цього коефіцієнта відомої американської компанії «Асоціація ризик-менеджменту»: в чисельнику позначається сукупний позиковий капітал, а у знаменнику – лише та частина акціонерного капіталу, яка втілюється у матеріальні активи (різниця між власним капіталом та нематеріальними активами) [116, с. 18]. За такою методологією знаменник може набувати нульового, а також від'ємних значень. За нульового значення показник, очевидно, не розраховується, а за від'ємного набуває відповідних значень.

Останнім показником цієї – традиційної – групи є коефіцієнт покриття відсоткових платежів. Він дає зрозуміти, наскільки зобов'язання за відсотковими платежами покриті коштами, які для цього використовуються, а саме – прибутком до сплати відсотків та податків. У Р. Брейлі та С. Маерса представлена інша методологія розрахунку цього показника – у чисельнику до ЕВІТ додається амортизація, яка є притоком грошових коштів корпорації [5, с. 743]. Цей показник, очевидно, має набувати якомога вищих значень, що свідчитиме про фінансову надійність компанії.

Методологія розрахунку коефіцієнтів заборгованості передбачає також можливість ігнорування короткотермінового капіталу в цілому – технічно як у чисельниках, так і у знаменниках наведених вище формул. Це залежатиме від того, який підхід до структури капіталу домінує. У даному випадку йдеться або про чистий традиційний підхід, або про його модифіковану версію. Крім того, більшість коефіцієнтів можуть виражатися у відсотках; приміром, це стосується всіх коефіцієнтів, які характеризують частку певного виду ресурсів у їхньому загальному обсязі.

Поряд із наведеними коефіцієнтами у різних джерелах виділяють інші, які, однак, часто характеризують одне й те саме, але мають різну техніку розрахунку. Приміром, Ш. Претт і А. Нікуліта [179, с. 162–166] пишуть про такі коефіцієнти, як коефіцієнт акціонерного капіталу, коефіцієнт «акції–капітал», коефіцієнт «основні засоби – акціонерний капітал» та коефіцієнт покриття фіксованих витрат¹. Так, коефіцієнт акціонерного капіталу розраховується як відношення сукупного акціонерного капіталу до сукупних активів і фактично є показником, оберненим до коефіцієнта заборгованості. Оберненим у тому сенсі, що він дорівнює різниці між одиницею та коефіцієнтом заборгованості, – він визначає ту частину капіталу корпорації, яка формує його разом із позиковим капіталом. Коефіцієнт «акції–капітал» показує відношення акціонерного капіталу до сукупного довготермінового

¹ Відповідно – equity-to-total-assets ratio (equity ratio), equity-to-total-capital ratio, fixed-assets-to-equity ratio та coverage of fixed charges ratio.

капіталу. Коефіцієнт «основні засоби – акціонерний капітал» є відношенням чистих основних засобів до сукупного акціонерного капіталу. Цей показник, за інших рівних умов, не повинен бути значним, оскільки це означає, що суттєва частина основних засобів фінансується за рахунок позикових коштів. Коефіцієнт покриття фіксованих витрат є у певному розумінні модифікованою версією коефіцієнта покриття відсоткових платежів, однак він охоплює ширше коло фіксованих платежів: окрім відсоткових, ще й лізингові платежі, а також платежі за поточною частиною довготермінової заборгованості. Розраховується він в аналогічний спосіб, однак у чисельнику додаються вже згадані лізингові платежі, а у знаменнику – названі лізингові платежі та поточні платежі за довготерміновим боргом.

Аналіз фінансових коефіцієнтів може здійснюватися з погляду інвестора, менеджера корпорації, кредитора, власника тощо. Залежно від суб'єкта аналізу окремі коефіцієнти часто мають різне тлумачення (див. табл. Ж.1 Додатка Ж).

Слід зазначити, що аналіз результатів діяльності корпорацій на основі наведеної методології – із використанням спеціальних коефіцієнтів та показників – є особливо актуальним саме для ТНК. Більше того, у багатьох випадках для міжнародних корпорацій така методологія може дати кращі результати, ніж для місцевих корпорацій, особливо за порівняння з іншими компаніями на інших ринках. Це зумовлено головним чином тим, що міжнародні корпорації, зокрема й ТНК, складають свою фінансову звітність за певними стандартами, які є прийнятними на міжнародному рівні [60]. Вони зацікавлені передусім у тому, щоб їхня звітність була зрозумілою максимально широкому колу економічних агентів в усьому світі, насамперед у країнах, де діють її філії. Тому проблема уніфікації в цьому питанні набуває особливої важливості. Звітність перевіряється й міжнародними аудиторами, які засвідчують правильність її складання.

У сучасному світі існує чотири основні моделі складання фінансової звітності та обліку в цілому: американська, британська, франко-іспано-

італійська та германо-скандинавська [79, с. 654–655]. Американська модель – це система методологічних підходів до складання фінансової звітності, яка базується на так званих загальноприйнятих принципах бухгалтерського обліку – GAAP – і має головною метою задоволення інформаційних потреб звичайних акціонерів. Вона набула доволі широкої популярності не лише у США, а й в інших країнах, приміром у Японії, на Філіппінах, Тайвані. Попри існування окремих місцевих GAAP у різних країнах саме американська версія є найбільш відомою на міжнародному рівні. Британська модель акцентує увагу на задоволенні інформаційних потреб насамперед власників облігацій та привілейованих акцій, а також кредиторів. Вона використовується у таких країнах, як Індія, Гонконг, Малайзія, Пакистан. У деяких країнах діє комбінована англо-американська модель, приміром у Канаді, Ізраїлі та Мексиці. Дві наступні моделі не набули такої популярності: франко-іспано-італійська передбачає задоволення інформаційних потреб насамперед податкових органів, а германо-скандинавська модель націлена на мінімізацію прибутку, що зумовлено податковими міркуваннями.

Разом з активним застосуванням на міжнародному рівні американських GAAP у світовій практиці бухгалтерського обліку діють певні стандарти. Це Міжнародні стандарти фінансової звітності – IFRS¹. Вони були впроваджені спочатку в ЄС – як спроба уніфікувати звітність у рамках інтеграційного угруповання, а згодом стали популярними й на глобальному рівні. І хоча масштаб їх застосування поступово зростає, зокрема завдяки зусиллям найбільших у світі аудиторських компаній, наразі вони не набули загального домінування.

Висновки до розділу 1

У сучасній літературі існує дев'ять теорій корпоративної структури

¹ За деякими джерелами вони подаються за старою назвою – Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (IAS – International Accounting Standards).

капіталу. Це теорія чистого операційного прибутку, теорія чистого прибутку, теорія Модильяні–Міллера, традиційний підхід, компромісна теорія, теорія агентських витрат, сигнальна теорія, теорія ієрархій, теорія корпоративного контролю. Усі вони є універсальними та розглядають ТНК як звичайні корпоративні структури. Домінуючою є нобелівська теорія Модильяні–Міллера. Її головна ідея полягає в тому, що вартість корпорації із позиковим капіталом більша від вартості корпорації, що фінансується лише власними коштами, на величину «податкового щита», який дає змогу економити на податкових виплатах, що є особливо актуальним для ТНК, які оперують у багатьох податкових юрисдикціях. Поширена в сучасних умовах стратегія транскордонної оптимізації залучення позикових коштів, що застосовується сучасними ТНК, базується на ключових висновках теорії Модильяні–Міллера.

Статичні теорії передбачають незмінюваність структури капіталу та визначають вплив тієї чи іншої структури капіталу на різні показники діяльності корпорацій. Динамічні теорії розглядають структуру капіталу як змінювану, що зазнає впливу інших чинників, приміром агентських витрат, різноманітних сигналів ринку тощо. За об'єктом дослідження теорії структури капіталу можна поділити на загальні та специфічні. Загальні теорії мають значно ширший об'єкт дослідження, який охоплює не лише корпоративну структуру капіталу. Об'єкт дослідження специфічних теорій значно вужчий – це лише відносини, що виникають та розвиваються у процесі формування капіталу корпораціями.

Фінансовий леверидж – це економічний ефект, який виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показників фінансово-господарської діяльності більшою мірою, ніж це було би за відсутності запозичень (за використання лише власного капіталу). Основними показниками, в яких знаходить прояв ефект фінансового левериджу, є операційний прибуток, чистий прибуток, ринкова капіталізація,

дохідність акціонерного капіталу, дохідність активів та ін. Транскордонний фінансовий леверидж притаманний саме ТНК та іншим міжнародним корпораціям. Він пов'язаний із формуванням глобальної корпоративної структури капіталу, із використанням переваг позикового фінансування на міжнародному рівні та досягається значною мірою за рахунок стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів.

Окрім чинник, слід виділити ще один критерій класифікації джерел фінансування корпорацій – залежно від їхньої здатності змінювати структуру корпоративних пасивів. Динамічні джерела передбачають залучення нових ресурсів і змінюють структуру пасивів корпорації. Статичні джерела містять уже залучені ресурси, які не впливають на структуру капіталу. У контексті аналізу міжнародної діяльності ТНК цей критерій доцільно застосовувати з погляду загальнокорпоративної системи, а не фінансових комплексів окремих структурних підрозділів.

Корпоративна структура капіталу – це сукупність економічних відносин, які виникають та розвиваються у процесі залучення й використання корпораціями фінансових ресурсів та забезпечують формування оптимального співвідношення між власними та позиковими коштами, а також комплекс відповідних фінансових, управлінських та інших заходів, які підтримують таке співвідношення.

Глобальну корпоративну структуру капіталу слід розуміти як відносини, що охоплюють загальносвітовий рівень та є характерними для сучасної доби розвитку світового господарства і МЄВ із притаманними йому процесами глобалізації, транснаціоналізації, формування глобальної мережевої економіки та ін. Ця структура передбачає хронологічну прив'язку до нинішнього етапу транснаціоналізації, якому властива трансформація транснаціональних корпорацій у глобальні корпорації, виробничі мережі яких охоплюють десятки країн, часто більше ста економік світу. Глобальні корпорації стали незалежними акторами не лише у світовій економіці, а й у міжнародних відносинах, та фактично зруйнували монополію держав, яка

існувала раніше. Формування такої структури капіталу відбувається не лише на місцевих ринках країн, що приймають, а й на міжнародних та внутрішньофірмових ринках капіталу ТНК.

Аналіз структури капіталу здійснюється на основі коефіцієнтів заборгованості. Для аналізу короткотермінової заборгованості доцільно враховувати рівень поточної ліквідності ТНК. Тому слід робити поправку до коефіцієнта короткотермінової заборгованості за допомогою спеціального множника k . Його можна розрахувати як відношення коефіцієнта поточної ліквідності корпорації до середньогалузевого значення цього коефіцієнта. Модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості слід обчислювати як добуток компенсаційного множника k та відношення обсягу короткотермінової заборгованості до сукупних активів.

Використання цих коефіцієнтів для ТНК є особливо актуальним. Це зумовлено головню тим, що міжнародні корпорації складають свою фінансову звітність за міжнародними стандартами. До таких належать американські GAAP, а також Міжнародні стандарти фінансової звітності. Звітність корпорацій перевіряється міжнародними аудиторами, які засвідчують правильність її складання.

Основні положення та результати цього розділу опубліковані автором в одноосібних роботах [17; 20; 21; 23; 27; 29; 31; 32].

РОЗДІЛ 2

ФОРМУВАННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ КОРПОРАТИВНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ЯК ПЕРЕДУМОВА ВИКОРИСТАННЯ ЕФЕКТУ ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ

2.1. Країнові чинники формування структури капіталу транснаціональних корпорацій

Аналіз та класифікація теорій корпоративної структури капіталу дали можливість, зокрема, виділити статичні та динамічні теорії. Статичні теорії розглядають вплив структури капіталу на окремі показники діяльності корпорацій, приміром, на дохідність акціонерного капіталу, ринкову вартість та ін. У цих теоріях зміна структури капіталу не береться до уваги та вважається ендогенним чинником. Динамічні теорії вивчають зміну структури капіталу під впливом екзогенних чинників. По суті проблема фінансового левериджу як економічного ефекту від використання у структурі капіталу позикових коштів має розглядатися лише в рамках статичних теорій. Це, однак, – лише формальний погляд на проблему. Теоретичне осмислення та практичне застосування результатів цього ефекту потребують, на нашу думку, дослідження всього ланцюга створення фінансового левериджу, що, безумовно, передбачає вивчення не лише статичного аспекту, а й різних варіантів статичного впливу за різних шаблонів структури капіталу. Це неминуче зобов'язує нас провести емпіричне тестування не лише статичних, а й динамічних теорій. Лише в такому разі, на наше переконання, можна отримати практично цінний результат. Ланцюг формування транскордонного ефекту фінансового левериджу показаний на рис. 2.1.

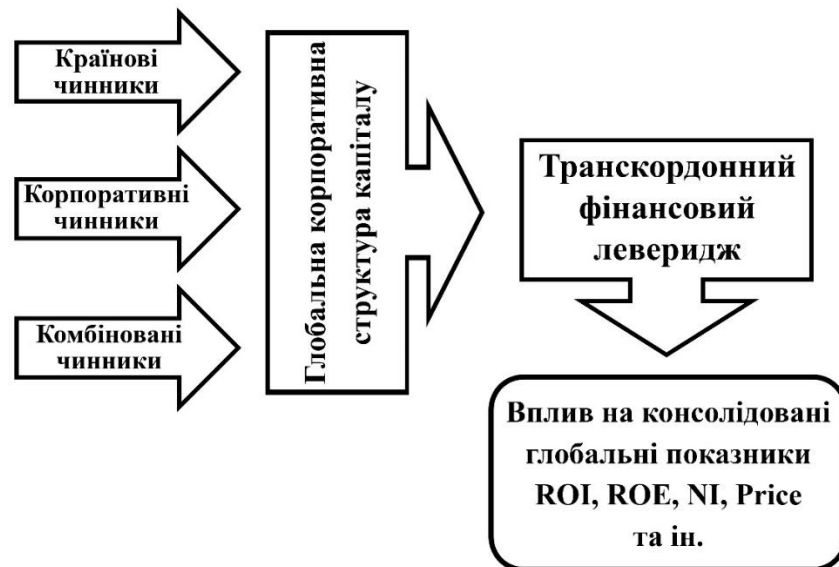


Рис. 2.1. Чинники формування транскордонного фінансового левериджу

Примітка: складено автором.

Головним реципієнтом практичного аспекту цього результату має бути корпоративний менеджер, основним завданням якого є не лише констатація того чи іншого рівня ефекту фінансового левериджу, а й оптимізація цього ефекту в контексті змін інших фінансово-господарських показників та, зрештою, максимізація позитивного транскордонного фінансового левериджу. Для досягнення цієї мети важливим та необхідним є знання всього спектру чинників формування структури капіталу для виявлення можливостей їх зміни задля досягнення оптимального фінансового левериджу. Зазначене дозволяє зробити важливий теоретичний висновок про взаємозв'язок між статичними та динамічними теоріями, який створюється фінансовим левериджем. Саме фінансовий леверидж забезпечує та мотивує існування ланцюга причинно-наслідкових залежностей, який поєднує різні групи теорій.

Із досліджених вище динамічних теорій корпоративної структури капіталу (теорія агентських витрат, теорія Модильяні–Міллера з урахуванням корпоративних та особистих податків, сигнальна теорія, теорія ієрархій, теорія корпоративного контролю та компромісна теорія) можна виділити такі

чинники, що її визначають:

- ✓ існування агентських витрат, пов'язаних із необхідністю контролювати діяльність менеджерів корпорації, котрі можуть діяти не в інтересах акціонерів та кредиторів компанії;

- ✓ наявність індивідуальних податків, які визначають рішення приватних інвесторів щодо розподілу вкладень між акціями та борговими паперами, а тому впливають і на структуру капіталу корпорацій;

- ✓ специфічні «сигнали» ринку щодо додаткового випуску акцій та / або боргових паперів, які впливають на структуру капіталу внаслідок асиметричної інформації;

- ✓ існування ієрархії з погляду пріоритету залучення ресурсів: насамперед – реінвестування власних коштів, залучення позикового капіталу та випуск нових акцій;

- ✓ рівень переоціненості або недооціненості акцій на ринку;

- ✓ наявність загроз захоплень та ворожих поглинань;

- ✓ ліквідаційні та інші витрати, пов'язані з банкрутством.

Вивчення сучасної наукової літератури, присвяченої аналізу проблематики корпоративної структури капіталу, дає змогу стверджувати, що домінуючими сьогодні вважають компромісну теорію, теорію ієрархій і теорію агентських витрат, при тому що парадигмальну основу розвитку теорії структури капіталу формує теорія Модильяні–Міллера. Це визнають більшість учених, приміром [76, с. 133].

Поряд із наведеними чинниками формування структури капіталу корпорацій нині виділяють багато інших, які, однак, або є надто специфічними та не мають у своїй основі спеціально розробленої теорії, або є надто вузькими з погляду свого впливу (приміром, такі, що впливають лише на ТНК певної галузі, певної країни базування або країни-реципієнта, навіть на окрему компанію). У цьому контексті, на наш погляд, надзвичайно важливо зазначити, що в принципі може існувати безліч чинників, які визначають структуру капіталу ТНК. Навіть кожний окремо взятий менеджер

може приймати рішення щодо структури капіталу, базуючись на власно визначених чинниках впливу; деякі з них можуть бути притаманними лише окремій галузі або навіть окремій компанії, а деякі – бути унікальними з погляду конкретного менеджера. Очевидно, що врахувати всі ці чинники неможливо та, що головне, недоцільно. Тому в нашій роботі ми досліджуватимемо лише найбільш важливі та універсальні чинники впливу на глобальну структуру капіталу ТНК, а також ті, які у принципі розглядаються в науковій літературі. Велика кількість наукових публікацій присвячена також проблематиці емпіричного тестування чинників структури капіталу.

Аналіз сучасної наукової літератури дозволяє виділити дві великі групи чинників впливу на структур капіталу ТНК: чинники, специфічні для компанії, – по суті мікрочинники, та чинники, специфічні для країни, – макрочинники¹. Важливо, що в різних емпіричних дослідженнях встановлюються різні напрями та характер впливу окремих чинників на структуру капіталу. Приміром, тоді, коли певний чинник може вважатися чинником прямопропорційного впливу в одному дослідженні, він же може бути чинником оберненопропорційного впливу в іншому.

Країнові чинники характеризують ситуацію в економіці в цілому, що стосується всіх ТНК та місцевих корпорацій. Це – політичний ризик; рівень розвитку та умови на місцевих ринках країн, що приймають, зокрема, рівень захисту прав кредиторів та інвесторів; вимоги щодо розкриття інформації про компанію; вимоги щодо доведення правоти в господарських справах; рівень розвитку суспільного примусу в частині виконання нормативних вимог. Очевидно, що ситуація в країні та комплекс відповідних чинників визначають рівень агентських витрат і витрат, пов'язаних із банкрутством, ступінь інформаційної асиметрії та можливості використання «податкового

¹ У даному контексті ми свідомо не вживаємо терміни «мікроекономічний» та «макроекономічний», оскільки ряд чинників не є економічними в принципі. Тому під макрочинниками ми маємо на увазі чинники впливу на рівні країни, а під мікрочинниками – чинники впливу на рівні компанії. Для чинників економічного характеру можна вживати терміни «мікроекономічний» та «макроекономічний». В англійській літературі вони називаються, відповідно, «firm-specific factors» та «country-specific factors».

щита», а тому структуру капіталу можна пояснити з погляду відповідних теорій. Рівень розвитку та умови на місцевих ринках формують інституційне середовище функціонування бізнесу, яке передбачає і рівень захисту прав кредиторів та інвесторів, і вимоги щодо розкриття інформації про компанію. Чинники правового характеру можуть бути об'єднані у групу розвитку правового поля: це – вимоги щодо доведення правоти в господарських справах; рівень розвитку суспільного примусу в частині виконання нормативних вимог та ін. У принципі питання захисту прав кредиторів та інвесторів також значною мірою належать до правового поля. Це дозволяє зробити висновок, що дві названі групи чинників переплітаються, що є логічним, на нашу думку, оскільки рівень розвитку правового поля також безпосередньо впливає на розвиток інституційного середовища.

Оцінюючи вплив на структуру капіталу правової системи держави в цілому, слід зазначити, що тут прийнято розрізняти два основні джерела права – римське та загальне. Країни, правова система яких базується на загальному праві, дають інвесторам кращий захист порівняно з країнами, правова система яких базується на римському праві [142]. Це означає, що за інших рівних умов корпоративна структура капіталу в таких країнах віддає перевагу акціонерам.

До макрочинників у сучасній літературі також відносять стан та рівень розвитку кодексів або відповідного комплексу нормативно-правових актів щодо банкрутства, а також окремі технічні чинники, такі як, приміром, стандарти аудиту [76, с. 133]. Так, у країнах, де кодекси про банкрутство є потужними й деталізованими, що, фактично, означає високий рівень захисту прав кредиторів, спостерігаються більш високі частки використання позикових коштів у структурі капіталу [120]. Прогресивніші та якісніші стандарти обліку можуть впливати на рівень інформаційної асиметрії та пом'якшувати агентські конфлікти [76, с. 142]. Звідси структуру капіталу пояснюють у координатах теорії агентських витрат. За інших рівних умов ця структура має змінюватися на користь позикового капіталу.

На особливу увагу серед цих чинників заслуговує політичний ризик, який суттєво впливає не лише на зміну структури капіталу ТНК та філій, а й на результативність функціонування корпорацій. Політичний ризик зазвичай прийнято пов'язувати із менш розвинутими економіками [81]. Він виникає у відносно нестабільних країнах, де уряди можуть постійно впроваджувати обмеження щодо репатріації прибутків, переведення дивідендів, блокувати активи ТНК тощо. Тому одним із основних завдань фінансового менеджменту ТНК є прогнозування політичного ризику та зменшення його впливу на фінансову діяльність компанії. Політичний ризик може бути поділений на макрополітичний та мікрополітичний. Макрополітичний ризик стосується всіх компаній, які діють на території іноземної держави незалежно від виду їхньої діяльності. Він передбачає можливу експропріацію власності у країні-реципієнті, а також виникнення різного роду етнічних, релігійних, расових тощо конфліктів. Ризик же мікрополітичного характеру стосується окремих видів діяльності, галузей, фірм або навіть проектів.

Політичні ризики можуть заторкувати ТНК у двох напрямках: впливати на структуру володіння активами (вимагання з боку урядів, наприклад, повного або часткового реінвестування прибутків); впливати на транзакції компанії (обмеження вільного встановлення цін, обмеження використання іноземної робочої сили та керівництва, внутрішнє регулювання руху вироблених товарів тощо). Найбільш типовим для сучасних ТНК видом ризику є мікрополітичний ризик, який впливає переважно не на структуру володіння активами, а на транзакції фірми [152]. Основними елементами мікрополітичного ризику є корупція та розбіжності цілей ТНК та національних урядів. Конфлікти між цілями ТНК та приймаючих урядів традиційно виникають із приводу таких моментів: вплив діяльності компанії на економічний розвиток країни; іноземний контроль ключових галузей; вплив ТНК на платіжний баланс країни; зміна обмінного курсу національної валюти внаслідок діяльності фірми; контроль експортних ринків тощо.

Що ж до структури капіталу, то політичний ризик зазвичай призводить

до збільшення заборгованості філій ТНК, насамперед зовнішньої заборгованості [106]. Це відбувається тому, що зростання політичної невизначеності містить такі ризики, як обмеження репатріації прибутків, обмеження переказу відсотків, різного роду валютні обмеження тощо. Тому природною реакцією ТНК є мінімізація таких ризиків шляхом, зокрема, обмеження внутрішніх переказів за кордон.

Більш детальні дослідження засвідчують існування різних форм утілення політичного ризику. Він, приміром, може набувати вкрай жорстких адміністративних форм, як то безпосереднє втручання уряду в процеси репатріації тощо [75], а також більш «лояльних», яких могло б і не бути за умов більш стабільного та розвинутого бізнес-середовища [139, с. 208]. Так, повна експропріація або націоналізація є найбільш жорстким варіантом утілення політичного ризику, вона негайно призводить до позбавлення інвестора активів та унеможливлення обслуговувати зобов'язання. Менш жорстким варіантом політичного ризику є поступова, або «ковзна» експропріація, яка знижує очікувану дохідність проекту та може набувати форм, приміром, відсутності захисту прав інтелектуальної власності, недостатнього юридичного підґрунтя для обов'язковості виконання контрактних зобов'язань, валютних обмежень або інших регуляторних заходів, спрямованих проти ТНК. Ще однією формою політичного ризику може бути дискримінаційне оподаткування ТНК, що безпосередньо впливає на дохідність їхніх інвестицій після обслуговування боргу.

Доведено, що підвищення політичного ризику у будь-якій із вищеназваних форм призводить до зниження частки власного капіталу ТНК [139, с. 209]. Це зумовлено тим, що за таких обмежень знижується рівень дохідності інвестиційних проектів, однак, рівень витрат не знижується. Що ж стосується позикового капіталу, то ситуація тут неоднозначна. Оптимальний рівень позикового фінансування знижується за зростання політичного ризику у формі повної та поступової експропріації, оскільки остання призводить до підвищення ризику банкрутства. Підвищення ж політичного ризику у третій

формі призводить до зростання оптимального рівня позикового фінансування, оскільки саме податковий чинник головно й визначає політику ТНК щодо структури капіталу. Цей висновок повною мірою кореспондується із чинними теоретичними підходами, передусім теорією Модильяні–Міллера.

Важливими факторами впливу на структуру капіталу ТНК, а отже й на фінансовий леверидж, є рівень розвитку та умови на місцевих ринках капіталу. Відомо, що філії ТНК використовують менше зовнішніх позикових коштів та більше внутрішніх у країнах із низьким рівнем розвитку ринків капіталу та із слабким рівнем захисту прав кредиторів, оскільки це призводить до більш високих витрат [106]. Це означає, що внутрішнє фінансування може замінити більш дороге зовнішнє. Внаслідок цього філії ТНК матимуть конкурентні переваги перед місцевими фірмами, якщо останні мають можливість отримувати фінансування лише на місцевому ринку.

Відомо, що рівень захисту прав кредиторів безпосередньо впливає на розвиток фінансових ринків, передусім у частині сегменту позикових капіталів. Щодо цього існує дві протилежні точки зору [101, с. 40–41]. Перша (з погляду ринкової пропозиції, тобто інвесторів, які пропонують кошти) стверджує, що високий рівень захисту прав кредиторів позитивно впливає на використання корпораціями позикових коштів. Це пояснюють тим, що належний рівень захисту дозволяє кредиторам надавати позики на більш вигідних умовах: вони упевнені, що їхні кредити будуть повернуті, а корпорації, таким чином, матимуть у результаті більше позикових коштів у структурі капіталу. Друга точка зору (з погляду ринкового попиту, тобто корпорацій, які залучають кошти) базується на постулаті про те, що належний рівень захисту прав кредиторів негативно впливає на рівень заборгованості корпорацій. Обґрунтування цієї позиції полягає в тому, що у випадку фінансових негараздів власники акцій (передусім), а також кредитори не бажають втрачати контроль над корпорацією. У різних країнах, очевидно, по-різному визначається ставлення до кредиторів, акціонерів та

менеджерів. Приміром, у США¹ кодекс про банкрутство ставить менеджерів корпорації у більш пріоритетне становище порівняно з кредиторами – саме вони мають пріоритетне право розробляти та втілювати стратегію виведення корпорації з кризи [101, с. 41]. У країнах із високим рівнем захисту прав кредиторів менеджери можуть бути усунені від управління корпорацією під час дефолту та замінені кредиторами. Менеджери, таким чином, мають бути зацікавлені використовувати якомога менше позикових коштів.

У сучасній науковій літературі існують емпіричні підтвердження як першої, так і другої точок зору. Ми хотіли б навести результати одного з них, які є, на нашу думку, надзвичайно цікавими. Група вчених – С. Чо, С. Гоул, О. Гuedхамі та Дж. Сух – досліджували вплив рівня захисту прав кредиторів на структуру капіталу корпорацій на прикладі 48 країн та в цілому підтвердили саме другу точку зору – з погляду попиту [101]². Вони довели, що високий рівень захисту прав кредиторів сприяє зниженню рівня довготермінової заборгованості в усіх досліджуваних країнах. Так, підвищення індексу захисту прав кредиторів (Додаток 3) на одиницю призводить до зниження коефіцієнта довготермінової заборгованості приблизно на два відсоткові пункти залежно від специфікації моделі.

Важливим результатом цього дослідження є виявлення відмінностей у структурі капіталу між корпораціями різних країн під впливом саме національних чинників (табл. 2.1).

¹ Слід, очевидно, розуміти, що США розглядається як країна зі слабким рівнем захисту прав кредиторів.

² У рамках вибірки в даному дослідженні не проводиться розмежування між місцевими корпораціями, філіями іноземних ТНК та батьківськими компаніями. У даному дослідженні розмежування між ТНК та місцевими компаніями не має вирішального значення через те, що головним завданням авторів є виявлення не міжнародних, а національних чинників впливу на структуру капіталу, а також чинників, притаманних окремим фірмам. Вибірка охоплює всі названі види корпоративних структур – разом 17 452 компанії. Було проведено в цілому 151 855 спостережень в період із 1991 по 2010 рік.

Таблиця 2.1

**Відмінності у структурі капіталу корпорацій та рівні захисту прав
кредиторів у різних країнах**

№	Країна	Кількість компаній	Коефіцієнт довготермінової заборгованості	Індекс захисту прав кредиторів
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
1	Марокко	71	0,02	1
2	Латвія	22	0,05	3
3	Нігерія	14	0,05	4
4	Китай	9164	0,06	2
5	Йорданія	150	0,07	1
6	Гонконг	5855	0,08	4
7	Малайзія	5959	0,08	3
8	ПАР	1519	0,08	3
9	Хорватія	54	0,09	3
10	Єгипет	182	0,09	2
11	Угорщина	141	0,09	1
12	Сінгапур	3863	0,09	3
13	Південна Корея	4011	0,10	3
14	Шрі Ланка	156	0,10	2
15	Велика Британія	8322	0,10	4
16	Аргентина	71	0,11	1
17	Чехія	27	0,11	3
18	Японія	35159	0,11	2
19	Словаччина	14	0,11	2
20	Таїланд	3278	0,11	2
21	Австралія	4144	0,12	3
22	Німеччина	4716	0,12	3
23	Кенія	47	0,12	4
24	Росія	278	0,12	2
25	Австрія	464	0,13	3
26	Франція	4439	0,13	0

Продовж. табл. 2.1

1	2	3	4	5
27	Греція	1963	0,13	1
28	Італія	1634	0,13	2
29	Литва	61	0,13	2
30	Нідерланди	1122	0,13	3
31	Філіппіни	832	0,13	1
32	Бельгія	88	0,14	2
33	Канада	4309	0,14	1
34	Швеція	1787	0,14	1
35	Данія	1108	0,15	3
36	Іспанія	948	0,15	2
37	Швейцарія	1704	0,15	1
38	США	32675	0,15	1
39	Бразилія	1130	0,16	1
40	Індонезія	2092	0,16	2
41	Фінляндія	1122	0,17	1
42	Мексика	902	0,17	0
43	Нова Зеландія	569	0,17	4
44	Індія	3653	0,19	2
45	Ірландія	336	0,19	1
46	Ізраїль	535	0,19	3
47	Португалія	397	0,22	1
48	Норвегія	768	0,23	2
Середня за вибіркою		–	0,12	2
Мінімум за вибіркою		–	0,00	0
Максимум за вибіркою		–	0,58	4

Примітки:

1. Джерело: модифіковано автором на основі джерела [101, с. 44].
2. Коефіцієнт довготермінової заборгованості розраховується як відношення довготермінового позикового капіталу до сукупних активів (Ж.4).
3. Індекс захисту прав кредиторів розраховується за метою дології, наведеною в Додатку 3.
4. Градація країн у таблиці – за значенням коефіцієнта довготермінової заборгованості.

Як видно із табл. 2.1, коефіцієнт довготермінової заборгованості є відносно незначним – він не перевищує 0,23 на рівні окремих країн, а його максимальне значення на рівні окремих корпорацій становить 0,58. Наведена статистика, на наш погляд, дає змогу продовжити науковий пошук у цьому напрямку. Зокрема, з урахуванням вищенаведених чинників структури капіталу ТНК можна припустити, що вони повинні мати відносно більше позикових коштів, у тому числі за рахунок більш вигідних умов запозичення на внутрішньофірмових та міжнародних ринках. Так, якщо довільно проаналізувати коефіцієнт довготермінової заборгованості кількох пересічних ТНК різних країн¹, то можна пересвідчитися, що вони використовують значно більше довготермінових позикових коштів у структурі капіталу (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Коефіцієнт довготермінової заборгованості ТНК окремих країн
базування**

Рік	Toyota Motor Corporation	Nestlé SA	Wal-Mart Stores Inc.
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
2004	0,1927	0,0806	0,1907
2005	0,2061	0,0672	0,1936
2006	0,1963	0,0683	0,2178
2007	0,1923	0,0531	0,2028
2008	0,1843	0,0597	0,2043
2009	0,2168	0,0808	0,2114
2010	0,2312	0,0670	0,2136
2011	0,2156	0,0544	0,2425
2012	0,1971	0,0664	0,2434
2013	0,2068	0,0860	0,2039

¹ Ці ТНК були нами вибрані довільно з рейтингу Топ-100 найбільших нефінансових ТНК ЮНКТАД, базуючись лише на двох критеріях: це мали бути ТНК різних країн базування та різних галузей.

Продовж. табл. 2.2

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
2014	0,2063	0,0929	0,2176
2015			0,2145
Середня	0,2041	0,0706	0,2130

Примітки:

1. Розраховано та складено автором за даними консолідованих фінансових звітів компаній за відповідні роки.
2. Звітний фінансовий рік у різних країнах завершується в різний час: у США (Wal-Mart Stores Inc.) – 31 січня, у Швейцарії (Nestlé SA) – 31 грудня, у Японії (Toyota Motor Corporation) – 31 березня.

Слід зазначити, що сучасні емпіричні підходи до розрахунку коефіцієнтів заборгованості часто різняться, застосовуються відмінні один від одного методи розрахунку, які хоча й не відрізняються у принципових моментах, однак усе ж мають ряд технічних розбіжностей, неврахування яких унеможливорює адекватний кількісний аналіз даної проблеми. У даній частині роботи ми хотіли б зупинитися на цих методологічних відмінностях із двох головних причин. По-перше, ми застосовуватимемо такі розрахунки у наступних частинах роботи, зокрема в розділі 3. По-друге, на даному етапі ми порівнюємо власний результат з уже відомим, а тому методологічна узгодженість має вельми важливе значення.

Отже, проведений нами аналіз сучасних емпіричних досліджень у сфері структури капіталу ТНК підтверджує існування двох головних відмінностей у методології розрахунку коефіцієнтів заборгованості. Перша стосується певного конфлікту між економічним та бухгалтерським змістом таких понять, як «короткотерміновий позиковий капітал», «довготерміновий позиковий капітал» та «власний капітал». Так, із бухгалтерської точки зору до короткотермінового позикового капіталу входить уся група поточних пасивів балансу корпорації. Окрім власне короткотермінової заборгованості це, і кредиторська заборгованість, і накопичені витрати, і поточна частина

довготермінового боргу, яку необхідно сплатити, тощо. Суто економічне трактування названих позицій не передбачає їх віднесення до короткотермінової заборгованості, оскільки з операційного погляду вони взагалі не є транзакціями із залучення компанією ресурсів. За цим підходом, до короткотермінового позикового капіталу слід відносити лише власне короткотермінову заборгованість та переважно поточну частину довготермінової заборгованості, що підлягає виплаті в поточному році.

Аналогічна ситуація – і з довготерміновим позиковим капіталом. Із суто економічного погляду це лише довготермінова заборгованість. У бухгалтерському ж розумінні це всі статті групи довготермінових пасивів, у тому числі відтерміновані податкові платежі, накопичені пенсійні витрати тощо. Названі статті, як і у випадку з поточними пасивами, не мають стосунку до операцій із залучення коштів, а тому не враховуються у довготерміновій заборгованості [162]. Із цього випливає: складовими позикового капіталу можна вважати або лише короткотерміновий борг та довготерміновий борг, які є складовими відповідно поточних та довготермінових пасивів, або сукупні поточні пасиви та сукупні довготермінові пасиви. Перший варіант нам видається більш точним та адекватним.

Друга відмінність стосується бази порівняння. У деяких дослідженнях в якості бази порівняння застосовується показник сукупних активів. Цей підхід повністю кореспондується із бухгалтерським трактуванням структури капіталу, однак у принципі не суперечить і загальноекономічному її тлумаченню. За такої бази порівняння у чисельнику можна використовувати в якості довготермінового позикового капіталу як довготермінові пасиви, так і довготермінову заборгованість. Більш неоднозначно виглядає ситуація з іншою базою порівняння – коли у знаменнику замість сукупних активів використовується сума власного капіталу, коротко- та довготермінового боргу, що являє собою лише частину сукупних активів. На нашу думку, можна цілком упевнено використовувати обидва варіанти. У даній частині

роботи ми вживаємо перший, оскільки саме з його допомогою були отримані результати, з якими ми плануємо порівнювати наші.

Аналізуючи дані табл. 2.2 та порівнюючи їх із даними табл. 2.1, слід зазначити, що коефіцієнт довготермінової заборгованості ТНК дійсно суттєво перевищує відповідний показник на рівні корпорацій окремих країн. Так, за вибіркою країн середній показник становить лише 0,12, тоді як середні значення за двома досліджуваними ТНК – відповідно 0,2041 та 0,2130. Коефіцієнт для ТНК Toyota (0,2041) перевищує відповідний показник для Японії, яка є країною базування цієї ТНК (0,11). Таку саму ситуацію спостерігаємо для ТНК Wal-Mart – 0,2130, що суттєво перевищує відповідний показник для США – 0,15. Лише для ТНК Nestlé середній показник є нижчим, ніж для вибірки місцевих корпорацій, – він становить 0,0706. Однак ця відмінність, на нашу думку, може бути пояснена галузевою та/або географічною специфікою¹, з одного боку, а з іншого – власне хибністю гіпотези.

У цьому зв'язку також хотілося б навести результати дослідження С. Парка, Дж. Суха та Б. Юнга, які порівнювали глобальну структуру капіталу ТНК і місцевих компаній [176]². Перша гіпотеза, яку тестували в рамках даного дослідження, стосувалася питання, чи є рівень використання позикового капіталу для ТНК вищим або нижчим порівняно з місцевими компаніями. Традиційна постановка цієї гіпотези впливає з еkleктичної парадигми Даннінга, яка стверджує, що ТНК мають унікальні нематеріальні або специфічні активи, які охоплюють технологію, патенти, бренди та, головне, здатність створювати такі активи, що і є запорукою їхньої успішної конкуренції на міжнародних ринках [58, с. 82–95]. Така постановка гіпотези дозволяє припустити, що ТНК повинні мати відносно нижчі показники використання позикового капіталу, оскільки наявність нематеріальних активів впливає на зростання прибутковості та підвищення потенціалу

¹ Досліджуватиметься у розділі 3.

² Вищенаведені результати, з якими ми проводили порівняння, були отримані на основі сукупної вибірки всіх компаній без розмежування на транснаціональні та місцеві.

зростання, підвищує значення показника відношення ринкової до балансової вартості акцій, що своєю чергою є свідченням низької заборгованості [176, с. 116]. Однак проведений тест показав, що між ТНК та місцевими компаніями насправді існують зовсім незначні розбіжності у структурі капіталу – рівень заборгованості ТНК лише трохи нижчий. Більше того, термінова структура заборгованості (частка короткотермінового боргу в загальному) також відрізняється несуттєво.

Друга гіпотеза стосується швидкості коригування рівня заборгованості ТНК та місцевими компаніями у разі його зміни. Або, іншими словами, як швидко місцеві корпорації та ТНК можуть емітувати акції та боргові папери. За такою постановкою гіпотези ТНК, що мають кращий доступ до міжнародних ринків капіталу, а також можливість обходити недосконалість зовнішніх ринків завдяки існуванню внутрішньофірмових, повинні мати і кращі можливості коригувати рівень заборгованості, частіше та швидше емітуючи цінні папери. Ця гіпотеза також не була підтверджена. Проведений тест обох гіпотез засвідчує, що в частині політики структури капіталу ТНК та місцеві корпорації фактично не відрізняються.

Слід, однак, зазначити, що головна частина цього тесту була проведена на прикладі ТНК американського базування¹, тоді як додаткове тестування даних гіпотез було проведено для ТНК Австралії, Канади, Франції, Німеччини, Японії та Великої Британії. Відмінність у результатах полягала лише в частині швидкості коригування рівня заборгованості. Неамериканські ТНК упродовж досліджуваного періоду випускали цінні папери частіше, ніж місцеві фірми спостережуваних країн, а тому мали кращий доступ до ринків капіталу.

Таку відмінність можна, на наш погляд, пояснити двома обставинами. По-перше, перший тест не враховував ринок капіталу США як зарубіжний, оскільки він був місцевим як для ТНК американського базування, так і для місцевих корпорацій. А це величезний ринок, на якому залучають ресурси

¹ Період спостереження – з 1981 по 2010 рік.

фактично всі великі глобальні корпорації світу. По-друге, існувала певна упередженість щодо переоцінювання значення фінансового ринку США. Насправді цей ринок хоча і є найбільшим у світі в багатьох сегментах, однак останнім часом втрачає свої позиції на тлі надзвичайно бурхливого розвитку ринків Азії та Європи.

Більшість досліджень, однак, свідчать, що ТНК використовують відносно менше позикових коштів у структурі капіталу порівняно з місцевими компаніями, приміром [143]. Це пояснюють переважно на основі теорії агентських витрат: ТНК за інших рівних умов мають вищий рівень агентських витрат та інформаційної асиметрії, а тому схильні скорочувати відносний обсяг боргового фінансування [92]. Рівень агентських витрат також підвищується за рахунок більшої вразливості ТНК до місцевих правових та політичних чинників [110].

Стан та умови на місцевих ринках, окрім норм із захисту прав кредиторів, також визначаються такими правовими чинниками, як захист прав інвесторів, вимоги щодо розкриття інформації про компанію, вимоги щодо доведення правоти в господарських справах, рівень розвитку суспільного примусу в частині виконання нормативних вимог тощо. Загальна логіка впливу цих вимог на структуру капіталу є такою: вони прискорюють поширення інформації, знижують агентські витрати, підвищують імовірність відновлення капіталу внаслідок банкрутства, знижують витрати, пов'язані з банкрутством [161, с. 486]. За таких умов кредитори в цілому погоджуються надавати більше позик та вимагати нижчу дохідність. Це своєю чергою сприяє тому, що корпорації збільшують частку позикових коштів у структурі капіталу [164].

За великим рахунком чинників впливу на структуру капіталу ТНК може бути надзвичайно багато, про що вже говорилося вище. Питання в тім, які з них у принципі підлягають раціональному теоретичному обґрунтуванню, а також емпіричному тестуванню, не говорячи вже про те, що напрями впливу можуть різнитися. У нашому дослідженні ми розглядаємо лише ті з них, які

описані в науковій літературі та в цілому визнані як такі. Однак якщо з чинниками рівня корпорації ситуація, на нашу думку, є більш визначеною, а їх перелік є сталим у більшості досліджень, то чинники рівня країни, у тому числі макроекономічні, досліджені менше. Саме цих чинників може бути доволі багато. Зрештою, більшість макроекономічних явищ та процесів так чи інакше впливає на бізнес-середовище у країні, що приймає, а тому діє і на структуру капіталу філій ТНК [137]. Навряд чи нам вдасться навести їх вичерпний перелік, не говорячи вже про комплексне дослідження. Розглянемо лише деякі з них, на наш погляд, найбільш впливові.

Приміром, інфляція є значним макроекономічним чинником впливу на всі процеси, які відбуваються в економіці. Загалом вона може мати різні напрями впливу на структуру капіталу та фінансовий леверидж філій ТНК, однак у сучасних умовах учені схиляються до думки, що вона в цілому (за інших рівних умов) хоча й не має безпосереднього впливу на структуру капіталу філій ТНК [106, с. 2453], але призводить до перерозподілу структури позикового капіталу на користь зовнішньої заборгованості. Це, на наш погляд, можна добре пояснити за допомогою теорії паритету купівельної спроможності. Інфляція викликає зниження купівельної спроможності місцевої валюти, що своєю чергою сприяє її послабленню щодо іноземних валют. Це означає, що повернення позики батьківській компанії коштуватиме філії дорожче, ніж при більш сильній місцевій валюті. Окрім того, інфляція є суттєвим чинником впливу на психологічному рівні, формуючи, як відомо, значну частину очікувань економічних агентів. За іншими дослідженнями, інфляція призводить до підвищення неплатоспроможності корпорацій [80], а також знижує переваги боргового фінансування через підвищення витрат, пов'язаних із банкрутством.

Важко оминати увагою найважливіший макроекономічний чинник – рівень ВВП країни, що приймає. Рівень економічного розвитку країн, що приймають, відображає розподіл багатства між ними, у тому числі визначає доступ до фінансових ресурсів, зокрема позикових [144]. У періоди

збільшення ВВП зростають фондові ринки, знижуються очікувані ліквідаційні витрати, зростають прибутки корпорацій та їхні грошові потоки, що веде до зростання обсягів боргового фінансування [117]. Також підвищуються заставні можливості корпорацій (з огляду на забезпечені позики), оскільки зростає вартість їхніх активів. Тому за інших рівних умов збільшення ВВП прямопропорційно впливає на рівень корпоративної заборгованості.

Із позицій теорії ієрархій спостерігаємо протилежну ситуацію. Зростання ВВП сприяє зростанню прибутку корпорацій, а тому вони віддаватимуть перевагу власному капіталові у структурі пасивів, маючи для цього можливості внаслідок зростання прибутків [166]. Такого ж висновку доходить і теорія агентських витрат. Вона стверджує, що в періоди зростання ВВП, коли, за теорією ієрархій, корпорації збільшуватимуть частку власних коштів у структурі капіталу, скорочуватиметься боргове фінансування, що призводитиме до ще більшого скорочення частки позикових коштів унаслідок послаблення напруги між акціонерами та менеджерами.

Вплив на структуру капіталу відсоткових ставок слід розглядати у двох ракурсах. По-перше, це – традиційне бачення, за яким що вищі відсоткові ставки, то менші інвестиції в економіці [63, с. 345]. Це впливає із постулатів як класичної економічної теорії, так і кейнсіанської. З погляду корпорацій це означає зменшення частки позикових коштів у структурі капіталу. По-друге, рівень відсоткових ставок є одним із основних чинників інфляційних очікувань. А тому зростання ставок спричинює зростання інфляційних очікувань. У такому випадку вплив відсоткових ставок на рівень заборгованості реалізується по суті через інфляцію, а тому є прямопропорційним.

2.2. Корпоративні та комбіновані фактори формування глобальної корпоративної структури капіталу

Серед головних чинників рівня корпорації, що впливають на структуру капіталу, сучасна література виділяє рівень інтернаціоналізації; прибутковість корпорації; її розмір та перспективи зростання; матеріальний характер активів; неборгові «податкові щити»; ліквідність та ймовірність банкрутства; рівень виплати дивідендів; ставка оподаткування; рівень ділового ризику; доступ до ринків капіталу; стать фінансових менеджерів та склад ради директорів [76; 134; 173].

Розпочати аналіз мікрочинників корпоративної структури капіталу слід, на нашу думку, саме з чинника інтернаціоналізації. Він є головним, який відрізняє ТНК від місцевих корпорацій, з одного боку, а з іншого – може пояснювати структуру капіталу високоінтернаціоналізованих місцевих корпорацій у подібний до ТНК спосіб.

Інтернаціоналізація може приводити до розширення масштабів міжнародної діяльності вже інтернаціоналізованої компанії, приміром ТНК, або передбачати інтернаціоналізацію діяльності місцевих фірм, для яких вихід на міжнародні ринки у формі ПІІ може бути навіть уперше [54]. Рівень впливу інтернаціоналізації на структуру капіталу залежить від того, наскільки компанія була інтернаціоналізована раніше. Скажімо, якщо ТНК вже мала розгалужену систему філій у розвинутих країнах та країнах із ринками, що формуються, то входження на новий ринок не спричинить суттєвий вплив на структуру її капіталу [136, с. 383]. Це, на наш погляд, можна пояснити тим, що диверсифікована стратегія в рамках транснаціоналізації компанії вже передбачає існування певних ризиків та винагород, збалансованої структури капіталу на консолідованому рівні, що, вочевидь, не потрібно змінювати на початкових етапах нового входження. Входження місцевою компанією на новий ринок (на первинному етапі інтернаціоналізації) не спричинює значних змін у структурі капіталу, якщо

цільовий ринок розвинутий. Якщо ж цільовий ринок є таким, що формується, то входження на нього веде до зростання довготермінової заборгованості як для місцевих фірм на початковому етапі інтернаціоналізації, так і для ТНК, які перед тим інвестували лише на розвинутих ринках.

Загальну логіку географічної диверсифікації іноді пояснюють навіть на основі теорії портфеля, згідно з якою диверсифікація знижує ризик за умови, що незмінними залишаються такі чинники, як схильність до ризику акціонерів, переваги «податкового щита» та агентські витрати. Це своєю чергою має призводити до зростання потенціалу залучення ТНК позикових коштів [161].

Матеріальний характер активів ТНК є важливим чинником впливу на структуру капіталу. Під матеріальним характером розуміють те, які активи переважають у компанії – матеріальні або нематеріальні. Так, за компромісною теорією, нематеріальні активи є більш чутливими до проблем у корпорації, а тому це призводить до нижчої вартості для інвесторів під час банкрутства або фінансових негараздів [126]. Логіка такого висновку полягає в тім, що нематеріальні активи мають нижчу ліквідаційну вартість. Це означає, що корпорації з більшою часткою матеріальних активів можуть дозволити собі більшу частку позикових коштів у структурі капіталу, оскільки матеріальні активи мають більшу заставну вартість. З погляду теорії агентських витрат, нематеріальні активи є більш ризиковими та можуть бути замінені більш ризиковими активами, а тому вони з більш високою ймовірністю можуть бути втраченими або незаконно відчуженими. Матеріальні активи є менш ризиковими, частіше використовуються в якості застави, а тому знижують агентський ризик кредитора. Тому за інших рівних умов корпорації збільшуватимуть частку власних коштів у структурі капіталу, якщо нематеріальні активи у них переважають. За теорією ієрархій, корпорації з більшою часткою матеріальних активів меншою мірою схильні до інформаційної асиметрії порівняно з фірмами з високими частками нематеріальних активів. Це означає, що випуск акцій для таких корпорацій

здешевлюється, а тому рівень використання позикових коштів знижується.

Із чинником матеріального характеру активів щільно пов'язана ліквідність активів.¹ За інших рівних умов корпорації, активи яких є більш ліквідними, можуть використовувати їх у якості додаткового джерела внутрішнього фінансування, зменшуючи, таким чином, частку в пасивах позикового капіталу [175]. Таким є бачення теорії ієрархій. З погляду теорії агентських витрат, такі корпорації також повинні мати менше позикових коштів у структурі капіталу, оскільки наявність ліквідних активів потенційно підвищуватиме агентські витрати, і менеджери можуть ними маніпулювати на користь акціонерів.

Прибутковість корпорації також впливає на структуру її капіталу. Компромісна теорія стверджує, що більш прибуткові ТНК мають більшу частку позикових коштів у структурі капіталу. Це пояснюють тим, що більш висока прибутковість зумовлена, зокрема, використанням ефекту «податкового щита» за рахунок збільшення частки позикових коштів, а ймовірність появи фінансових проблем є нижчою [117]. Аналогічний висновок пропонує також теорія агентських витрат: більш прибуткові корпорації повинні мати вищі показники заборгованості, оскільки вони володіють потужними фінансовими ресурсами, які перерозподіляються у формі платежів за заборгованістю. Теорія ієрархій передбачає, що у прибутковіших ТНК – більші обсяги реінвестованого нерозподіленого прибутку, а тому вони потребують менше зовнішнього фінансування. Це приводить до відносно нижчих часток позикових коштів у структурі капіталу таких компаній. Більше того, через інформаційну асиметрію між зовнішніми агентами та менеджерами ТНК останні часто схильні використовувати внутрішні джерела фінансування, збільшуючи в такий спосіб частку власних коштів у структурі капіталу.

Перспективи зростання корпорації, за компромісною теорією, оберненопропорційно впливають на рівень заборгованості, оскільки компанії

¹ Іноді ці чинники навіть не розглядають окремо.

зі значними перспективами зростання матимуть більші втрати внаслідок банкрутства [117]. Такі корпорації зазвичай виплачують менше дивідендів або не виплачують їх узагалі, реінвестуючи більшу частину прибутку. Теорія агентських витрат також висновує, що ТНК із більшими перспективами зростання повинні мати більше власних коштів у структурі капіталу. Це зумовлено тим, що такі компанії мають вищий ризик замінюваності матеріальних активів нематеріальними, а також вищий ризик. Окрім того, позиковий капітал більшою мірою стримує грошові потоки, а корпорації, що зростають, потребують фінансування з менш суворими грошовими зобов'язаннями, що забезпечується саме акціонерним капіталом.

Із позицій теорії ієрархій рівень заборгованості корпорацій прямопропорційно залежить від перспектив їхнього зростання [138]. Компанії, які більше інвестують, за сталої прибутковості із часом накопичують більші обсяги заборгованості. До того ж унаслідок асиметричності інформації менеджери схильні випускати більше нових акцій, коли вони переоцінені, що сприяє підвищенню прибутковості наявних акціонерів. Нові акціонери, таким чином, можуть вимагати знижку на нові акції, а це, як наслідок, може викликати скорочення випуску нових акцій та зростання частки позикового капіталу [173, с. 192].

Розмір корпорації за інших рівних умов прямопропорційно впливає на рівень заборгованості. Мотивація компромісної теорії є такою: що більша компанія, то більш диверсифікована її діяльність і то менші ризики банкрутства [204]. Тому великі корпорації зазвичай мають більше позикових коштів у структурі капіталу. Зрілі – як правило великі – ТНК мають високі рейтинги та гарну репутацію, вони є надійними позичальниками, а тому мають кращі можливості запозичувати. Теорія ж ієрархій стверджує протилежне: великі корпорації мають нижчу інформаційну асиметрію, а тому можуть випускати акції на більш вигідних умовах.

Рівень виплати дивідендів, за теорією ієрархій, прямопропорційно впливає на рівень заборгованості корпорацій. За умови незмінності

акціонерного капіталу що більші дивідендні виплати, то вищий рівень використання позикових коштів, оскільки зростає потреба у зовнішньому фінансуванні. Однак якщо дивіденди розглядати як сигнали, то що вищі вони, то нижчий рівень використання позикового капіталу, оскільки виплачують дивіденди за такими сигналами лише прибуткові ТНК.

Тоді як переважна частина досліджень структури капіталу розглядають податковий чинник її формування і, як результат, ефект «податкового щита», який застосовують корпорації за рахунок використання позикових коштів, існує ряд так званих неборгових «податкових щитів»¹, які також дозволяють корпораціям оптимізувати рівень податкового навантаження. Традиційний «податковий щит», з одного боку, сприяє зменшенню обсягу сплачуваних ТНК податків. З іншого ж боку він забезпечує збільшення чистого прибутку, який формується шляхом віднімання від ЕВІТ відсотків, а потім – податків. На ЕВІТ своєю чергою також впливають різні типи витрат і платежів, які, зважаючи на специфіку оподаткування та інші аспекти облікового характеру, також можуть створювати для корпорації додаткові «податкові щити», котрі, однак, вже не залежатимуть від обсягу використовуваних позикових коштів. До таких витрат належать амортизація, різноманітні відрахування на виснаження ресурсів, пенсійні виплати тощо. Борговий «податковий щит» та неборгові «податкові щити» є взаємозамінюваними [104], а тому їхній ефект є аналогічним. Вони також дозволяють економити на податкових платежах, оскільки за деякими виплатами існує можливість їх виключення із бази оподаткування подібно до відсоткових виплат за позиками, приміром, за амортизаційними виплатами або за відрахуваннями на погашення неповернутих боргів [83]. Із такої взаємозамінюваності випливає, що ТНК, які мають неборгові «податкові щити», користуватимуться «податковими щитами» меншою мірою, а тому матимуть відносно менше позикових коштів у структурі капіталу [140; 148].

Ризик корпорації оберненопропорційно впливає на рівень її

¹ Non-debt tax shields.

заборгованості. Під ризиком у даному контексті розуміють волатильність грошових потоків, яка призводить до підвищення очікуваних витрат, пов'язаних із банкрутством. Тому, за компромісною теорією, ТНК із більш волатильними грошовими потоками схильні використовувати менше позикових коштів [117]. Більш волатильні грошові потоки також спричинюють зниження імовірності використання податкових переваг. Теорія ієрархій стверджує протилежне: корпорації з більш волатильними акціями матимуть більше позикових коштів у структурі капіталу, оскільки користуватимуться меншим попитом на фондовому ринку. Однак навіть корпорації з високим ризиком іноді потребують зовнішніх ринків для залучення фінансування, збільшуючи рівень заборгованості.

Стать фінансових менеджерів та склад ради директорів відносять до поведінкових чинників формування структури капіталу ТНК. Сюди можна віднести й вік членів ради директорів, оскільки він також суттєво впливає на фінансові рішення. За інших рівних умов бігевіористичні моделі стверджують, що жінки схильні менше запозичувати, ніж чоловіки, що зумовлено не лише їхнім ставленням до наступного повернення запозичених коштів, а й більш емоційним сприйняттям позик як таких. Тому у ТНК, де жінки переважають у складі ради директорів та інших керівних органів, власний капітал за інших рівних умов переважатиме позиковий. У такий же спосіб слід розглядати й вік вищих менеджерів корпорації. Поведінкові теорії стверджують, що молодші люди більшою мірою схильні до запозичень. Тому структура капіталу ТНК з відносно молодшим керівним складом тяжітиме до позикових коштів.

Окрім розглянутих вище макро- та мікрочинників впливу на структуру капіталу ТНК, є три чинники, які можуть одночасно виступати і на рівні корпорації, і на рівні країни. Це чинник валютного ризику, поведінковий чинник та ризик загрози рейдерського захоплення чи ворожого поглинання. Розглянемо їх докладно.

Чинник валютного ризику притаманний саме ТНК та значно меншою

мірою – місцевим корпораціям. Він щільно пов'язаний із чинниками інфляції та відсоткових ставок. Якщо валюта країни, у якій розташована філія ТНК, послаблюється, то корпорації буде не вигідно вилучати грошові потоки з цієї країни у більш стабільній валюті. Це означає, що в частині боргового фінансування має, за інших рівних умов, відбутися перерозподіл на користь зовнішнього (відносно внутрішньокорпоративної мережі) фінансування. Таке фінансування філія може залучати на місцевому ринку країни, що приймає. У такому випадку валютний ризик буде відсутнім. Чи відбудеться внаслідок цього перерозподіл структури між власними та позиковими коштами, однозначно оцінити важко. Однак це радше призведе до скорочення частки позикових коштів, особливо в країнах із відносно слабшими валютами і ось чому. Внутрішньофірмове фінансування від батьківської компанії ТНК формує певну структуру капіталу філії. Слабкість валюти призводить до того, що повернення позик суттєво змінює майбутні грошові потоки філії (вона має повертати у місцевій валюті значно більше, ніж отримала), а тому підвищує ризики [155]. Як наслідок, збільшені майбутні грошові потоки призведуть до оберненого впливу на структуру капіталу більшою мірою, ніж вони спричинили під час надання позики. Це означає, що корпорація повинна впроваджувати додаткові заходи політики структури капіталу для її відновлення [177]. Фінансування у формі прямих інвестицій у цій ситуації видається більш привабливим¹.

Розглядаючи валютний ризик, слід зазначити, що він може бути і макро-, і мікрочинником впливу на структуру капіталу. Якщо мова йде про країну, що приймає, із слабкою валютою, то валютний ризик стосуватиметься всіх підрозділів зарубіжних корпорацій у цій країні, які мають справу з фінансовими активами, деномінованими в більш сильних валютах. Якщо ж, приміром, філія в країні із сильною валютою залучає капітал за посередництва паперів, деномінованих у слабких валютах, то валютний ризик фактично стає таким лише для даної філії [181]. Інші ж компанії в цій

¹ Додаткові аспекти впливу чинника валютного ризику розглядатимуться у підрозділі 2.4.

країні не стикатимуться з таким типом ризику. Для уникнення або зменшення впливу валютного ризику в процесі формування структури капіталу ТНК часто використовують так звану стратегію транскордонної оптимізації залучення позикових коштів, особливо її приховані інструменти, про які йтиметься нижче.

Другим чинником, який можна розглядати як із позицій фірми, так і з позицій країни, є поведінковий. По суті ми вже частково торкалися його, коли аналізували гендерну та вікову структуру керівних органів корпорації. У даному контексті поведінковий чинник слід розглядати на рівні корпорації, оскільки саме на ньому приймаються фінансові рішення під впливом поведінкових властивостей окремих індивідів.

Бігевіористичні моделі розглядають вплив на структуру капіталу з погляду поведінкових особливостей на рівні країни, з урахуванням її культурних, релігійних, соціальних, ментальних та інших особливостей. Загальна логіка бігевіоризму в цьому контексті полягає в тому, що на відміну від традиційних припущень про раціональну поведінку індивідів, які намагаються максимізувати корисність, в реальності вони часто відходять від такого шаблону, оскільки людям часто притаманні оптимізм та самовпевненість [151]. Це означає, що індивіди вважають, що ймовірність настання сприятливих подій у майбутньому є вищою, ніж вона насправді є, і їм здається, що вони знають про ці події більше, ніж будь-хто. Тому на практиці фінансові рішення індивідів, у тому числі щодо структури капіталу, великою мірою визначаються наведеними аспектами ірраціоналізму.

Більшість учених погоджуються, що такі поведінкові особливості, як самовпевненість та оптимізм, позитивно впливають на рівень заборгованості. Цьому є два основні пояснення. По-перше, менеджери, які переоцінюють прибутковість своєї компанії, вважають, що її акції є значно недооціненими, а тому віддають перевагу борговому фінансуванню. По-друге, надто самовпевнені менеджери вважають, що грошові потоки їхньої корпорації є менш волатильними, ніж насправді, а тому вони недооцінюють імовірність

фінансових негараздів та банкрутства.

Важливі висновки у цьому плані були зроблені в дослідженні Р. Антончика та А. Зальцман, які досліджували питання впливу поведінкових чинників на структуру капіталу на рівні країни [76]. Вони розглядали в якості залежної змінної рівень заборгованості корпорацій, а в якості незалежної – рівень індивідуалізму в країні, який, на їхню думку, й визначає рівень надмірної самовпевненості та оптимізму окремих індивідів – менеджерів корпорацій. Рівень заборгованості вони розраховували як відношення балансової вартості сукупного боргу до суми балансової вартості сукупного боргу та ринкової вартості акцій. Індивідуалізм визначається культурною компонентою поведінкових особливостей окремих країн та вимірюється спеціальними індексами індивідуалізму та колективізму, розробленими групою вчених у рамках спеціального науково-дослідницького проекту «GLOBE» [103, с. 98–102]. Вибірка охоплює 23 815 компаній із 42 країн, які розглядаються в період до 31 грудня 2010 року. Головний висновок такий: менеджери корпорацій у країнах із високим рівнем індивідуалізму виявляють надмірний оптимізм та самовпевненість, що спричинює більш високі частки позикових коштів у структурі капіталу.

Наведені культурні та поведінкові особливості мають, на нашу думку, певну специфіку в контексті ТНК. Річ у тім, що ТНК оперують у принципі в кроскультурному середовищі, а їхні менеджери та навіть працівники часто є представниками різних національностей, культур та віросповідань. Тому в розглянутому дослідженні ТНК виключалися з вибірки¹. Однак для менеджерів батьківських компаній та філій наведені висновки можна, на нашу думку, вважати слухними з певними застереженнями. По-перше, філій ТНК ці висновки стосуються меншою мірою порівняно із батьківськими компаніями. Це можна пояснити тим, що за інших рівних умов у батьківських компаній спостерігається більша культурна ідентичність, ніж у

¹ Автори зазначають, що до вибірки вводяться лише корпорації, що базуються в даній країні, а багатонаціональні компанії виключаються. Із такої постановки питання, однак, точно не зрозуміло, чи виключаються лише батьківські фірми ТНК, або вони виключаються разом із філіями.

філій, оскільки філії часто мають мультикультурний та мультинаціональний склад вищого менеджменту [85]. По-друге, навіть якщо управлінський штат філії ТНК є гетерогенним, то, знаючи його склад, можна робити окремі висновки та припущення стосовно поведінки на основі наведених результатів. У випадку ж паритетної інтеграції культур ситуація стає значно більш неоднозначною.

Серед бігевіористичних чинників впливу на структуру капіталу ТНК виділяють також релігійний. Окремі емпіричні дослідження показують, що, приміром, у католиків та протестантів існує різне ставлення до заборгованості як такої. Так, у країнах, де переважає католицизм, корпорації мають вищі, порівняно із протестантизмом, частки позикових коштів у структурі капіталу [84]. У рамках цього ж дослідження було доведено, що такий висновок стосується також окремих округів США, де переважає католицизм. У країнах та регіонах, де переважає протестантизм, коригування структури капіталу та відновлення її цільового рівня відбуваються швидше порівняно з католицькими територіями, якщо рівень заборгованості перевищує цільовий. Якщо ж рівень заборгованості нижчий від цільового, то відновлення відбувається швидше там, де переважає католицизм.

Загалом поведінкові теорії погоджуються в тім, що ісламська релігія взагалі передбачає негативне ставлення до кредиту, причому не до отримання позик, а до їх надання. Тому у відповідних країнах менеджери корпорацій схильні форсувати структуру капіталу із значно меншими частками позикових коштів. Для кроскультурного управлінського середовища цей висновок можна застосовувати через аналіз структури релігійної належності вищих менеджерів, особливо тих, хто приймає стратегічні рішення.

Говорячи про ризик рейдерського захоплення та ворожого поглинання, насамперед пояснимо, чому розглядаємо його як комбінований. Якщо в країні слабкий рівень захисту від рейдерських захоплень, правового захисту бізнесу та низький рівень верховенства права в цілому, то цю ситуацію слід

розглядати як передумову захоплення на рівні країни. Якщо ж міжнародна корпорація стала об'єктом уваги для ворожого поглинання, котре може відбутися й у цілком цивілізований спосіб, то цю ситуацію слід розглядати на рівні самої ТНК. При цьому ключовим аспектом у частині структури капіталу є те, що зростання рівня заборгованості знижує привабливість компанії для такого роду поглинань та захоплень. З іншого боку, структура капіталу може бути елементом захисту від рейдерських атак і ворожих поглинань. Для цього треба збільшити рівень заборгованості корпорації. Зрештою, у якості чинника структури капіталу ризик рейдерських захоплень та ворожих поглинань можна схарактеризувати так: існування таких ризиків стимулюватиме, за інших рівних умов, зростання рівня позикового фінансування у структурі капіталу ТНК.

Підсумовуючи аналіз чинників впливу на структуру капіталу ТНК, слід повторити, що у принципі таких чинників може бути значно більше. Ми розглянули лише найвпливовіші й ті, які представлені в сучасній науковій літературі. Також зазначимо, що найбільш поширеним у літературі критерієм класифікації цих чинників є рівень впливу, за яким їх поділяють на чинники рівня країни та чинники рівня корпорації. Їх можна своєю чергою класифікувати на економічні та неекономічні. До того ж доцільно використовувати ще один критерій класифікації, який є важливим та значущим – за походженням впливу. Це чинники попиту на фінансові ресурси, чинники пропозиції ресурсів та чинники подвійного походження. У даному випадку під попитом на ресурси ми розуміємо попит із боку ТНК, а під пропозицією ресурсів – пропозицію інвесторів, які готові купувати корпоративні цінні папери або надавати корпораціям кредити. Важливість та значущість даного критерію можна пояснити двома обставинами. По-перше, з погляду економічного змісту мотивація, що виникає під впливом попиту, та мотивація, котра формується під впливом пропозиції, є принципово різними. У першому випадку структура капіталу визначається фінансовими рішеннями корпорації, яка формує попит на фінансові ресурси. Попит, по

суті, є в даному випадку результатом реалізації тієї чи іншої політики структури капіталу компанії, а сама структура капіталу є певною мірою ендогенною субстанцією з позицій корпорації. Мотивація, яка формується під впливом пропозиції, є екзогенною щодо корпорації. Політика структури капіталу є в даному випадку реакцією компанії на зміну певних зовнішніх умов – пропозиції ресурсів. По-друге, чинники попиту значно переважають чинники пропозиції як у кількісному плані, так і з погляду сили свого впливу (табл. 2.3). Річ у тім, що попит за своєю суттю є результатом рішень корпорації та більшою мірою впливає на структуру капіталу. Переважна частина теорій структури капіталу базуються саме на чинниках попиту.

Таблиця 2.3

Вплив окремих чинників на рівень використання позикових коштів

Чинник	Напрямок впливу		
	Прямий	Обернений	Прямий і обернений
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
ЧИННИКИ РІВНЯ КОРПОРАЦІЇ			
Матеріальний характер активів			П
Перспективи зростання			П
Прибутковість			П
Розмір корпорації			П
Рівень виплати дивідендів			П
Наявність неборгових «податкових щитів»	П		
Ризик корпорації			П
Рівень податку на прибуток	П		
Ліквідність активів		П	
Рівень агентських витрат		П	
Інформаційна асиметрія у формі відповідних сигналів ринку		П	
Ієрархічний порядок залучення ресурсів	П		
Рівень ліквідаційних витрат		П	
Рівень інтернаціоналізації корпорації			П

Продовж. табл. 2.3

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
Рівень переоціненості акцій на ринку		П	
Рівень недооціненості акцій на ринку	П		
Наявність загроз захоплень та ворожих поглинань	П		
ЧИННИКИ РІВНЯ КРАЇНИ			
Рівень розвитку законодавства у сфері банкрутства	П / ПР		
Джерело права – римське	П / ПР		
Джерело права – загальне		П / ПР	
Рівень розвитку стандартів обліку та аудиту	П		
Рівень захисту прав кредиторів			П / ПР
Вимоги щодо розкриття інформації про фірму	ПР		
Рівень розвитку правового поля			П / ПР
Політичний ризик	П		
Існування / рівень індивідуальних податків		ПР	
Рівень розвитку ринку капіталу країни-реципієнта			П / ПР
Інфляція			П / ПР
Рівень ВВП			П / ПР
Рівень відсоткових ставок			П / ПР
ЧИННИКИ РІВНЯ КРАЇНИ ТА КОРПОРАЦІЇ			
Валютний ризик		П / ПР	
Поведінкові чинники:			
Стать керівного складу корпорації – чоловіки	П		
Стать керівного складу корпорації – жінки		П	
Вік менеджерів		П	
Рівень індивідуалізму в країні (надмірна самовпевненість та оптимізм)	П		
Релігійний чинник – іслам		ПР	
Релігійний чинник – католицизм	ПР		
Релігійний чинник – протестантизм		ПР	

Продовж. табл. 2.3

1	2	3	4
Ризик рейдерського захоплення та / чи ворожого поглинання	П		

Примітки:

1. Розроблено та складено автором.
2. «Прямий і обернений вплив» означає, що в рамках різних теорій та / або емпіричних досліджень обґрунтовуються різні можливі напрями впливу.
3. «П» – чинник попиту. «ПР» – чинник пропозиції. «П / ПР» – чинник може бути як чинником попиту, так і чинником пропозиції.

Із табл. 2.3 видно, що запропонований нами критерій класифікації чинників формування структури капіталу ТНК дає можливість зробити кілька важливих узагальнень. По-перше, усі чинники рівня корпорації є чинниками попиту – вони визначають структуру капіталу шляхом формування попиту на ресурси з боку корпорацій. По-друге, чинники рівня країни є переважно як чинниками попиту, так і чинниками пропозиції. З одного боку, вони впливають на фінансові рішення корпорацій, а з іншого – визначають загальну ситуацію в країні, у тому числі макроекономічну, а тому впливають на рішення інвесторів щодо вкладання коштів у корпоративні папери. По-третє, існують чинники, які можуть впливати на структуру капіталу ТНК як на рівні країни, так і на рівні корпорації. До цих чинників належать валютний ризик, а також комплекс чинників поведінкового характеру. Деякі з них є чинниками попиту, інші – чинниками пропозиції, а ще інші можуть бути чинниками як попиту, так і пропозиції – залежно від того, як їх розглядати. По-четверте, більшість наведених чинників впливають на структуру капіталу як батьківських фірм ТНК, так і їхніх філій, а також місцевих корпорацій. Однак окремі з них є специфічними для ТНК та їхніх філій та значно менше впливають (у деяких випадках взагалі не впливають) на місцеві корпорації. До цих чинників відносимо валютний ризик та рівень інтернаціоналізації, а також рівень політичного ризику, матеріальний

характер активів та комплекс поведінкових чинників, оскільки ТНК часто функціонують у кроскультурному середовищі, мають мішаний управлінський склад тощо.

2.3. Підвищення ефективності фінансового левериджу ТНК на основі стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів

З-поміж чинників, що впливають на політику ТНК щодо структури капіталу, головним, на наш погляд, є податковий чинник. Переважна частина відповідної наукової літератури присвячена саме його аналізу¹. Він є ключовим у рамках нині домінуючої теорії структури капіталу Модильяні–Міллера, зокрема в її другій частині – з урахуванням корпоративних податків, а також третій – з урахуванням корпоративних та особистих податків. Вплив цього чинника не виключається й у рамках деяких інших теорій, приміром теорії ієрархій та теорії асиметричної інформації.

Тут, безперечно, слід розглядати не лише персональні податки (як це робиться у рамках динамічної теорії Міллера), а й усю сукупність податків. У дослідженнях подібного плану насамперед розглядається податок на прибуток корпорацій (як, приміром, у другій – статичній – частині теорії Модильяні–Міллера). Важливість цього чинника значно актуалізувалася після глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Це пояснюють тим, що податкова система в цілому стимулює ефект «податкового щита», а під час кризи саме надмірний рівень заборгованості як окремих корпорацій, так і світової економіки в цілому призвів до загострення проблем ліквідності та до поширення самої кризи. Як зазначається у матеріалах МВФ, зважаючи на значні потенційні збитки від надмірної заборгованості, у тому числі вплив на платіжні баланси, важко зрозуміти, чому – а нині так часто трапляється – податкова система постійно стимулює використання позикового капіталу

¹ Ми не мали на меті здійснювати кількісну оцінку цієї частини літератури, але, говорячи «переважна більшість», ми маємо на увазі не менш як 2/3 сучасних публікацій, які безпосередньо або в комплексі з іншими факторами розглядають і податковий чинник.

[105]. У цьому контексті експерти МВФ наголошують на необхідності реформування податкових систем.

Транснаціональні корпорації на відміну від місцевих компаній функціонують на рівні світової економіки та виступають об'єктом регулювання багатьох місцевих юрисдикцій, а також окремих норм міжнародного та регіонального регуляторного середовища. Вони мають унікальні можливості акумулювати та перерозподіляти фінансові ресурси на глобальному рівні, а податкові й митні міркування у цьому контексті є вирішальними [77]. Приміром, зважаючи на ефект «податкового щита», ТНК схильні фінансувати філії в країнах із жорстким податковим режимом та високими ставками корпоративного податку за рахунок випуску боргових паперів радше, ніж акцій [171]. Це дозволяє максимально ефективно використовувати «податковий щит», який у випадку ТНК часто дає значно відчутніший ефект порівняно з місцевими компаніями [115, с. 2859]. Це зумовлено тим, що ТНК мають кращий доступ до міжнародних ринків позикових капіталів, і їхня здатність реагувати на макроекономічні тенденції внаслідок цього зростає [91].

Розглядаючи податковий чинник впливу на структуру капіталу, слід звернути увагу на системи регулювання подвійного оподаткування, що є особливо актуальним для ТНК, які отримують прибутки у різних країнах та податкових юрисдикціях [184]. Перша система, яка поширена в більшості країн, базується на податкових пільгах – вона передбачає виключення з бази оподаткування дивідендів, отриманих за кордоном¹. За таких умов зменшення обсягу сплачених за кордоном податків зрештою веде до економії на податках для батьківської фірми [115, с. 2859], а це – потужний стимул для зменшення податкових зобов'язань за кордоном шляхом оптимізації географії залучення позикового капіталу. Друга система – система податкових кредитів – базується на наданні батьківській фірмі

¹ Логіка такої пільги полягає в тім, що часто податки на ці дивіденди вже сплачені в зарубіжній країні.

безповоротного податкового кредиту¹ в якості компенсації податку на прибуток, сплаченого в зарубіжній країні. У рамках такої системи комплекс стимулів є доволі неоднозначним, але стратегія максимізації прибутку ТНК буде реалізована зрештою в умовах, коли профіцит податкового кредиту перевищить його дефіцит (за підсумками сукупного обсягу податкового кредиту ТНК із урахуванням всіх філій в усіх країнах).

Для оптимізації податкового навантаження сучасні ТНК застосовують і іншу стратегію. Вони можуть не здійснювати репатріацію прибутків або відтягувати її. Більшість американських ТНК дотримуються саме такої стратегії [212]. Стратегія нездійснення репатріації фактично означає реінвестування прибутку, а тому – збільшення частки власного капіталу в його структурі [182]. Мотивація застосування такої стратегії криється у специфіці оподаткування в обох країнах. І хоча формально вона стосується безпосередньо лише власного капіталу фактично вона є оберненою стороною стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів, оскільки збільшення частки власного капіталу неминуче означає скорочення частки позикових коштів.

Стратегія прискорення або уповільнення² може стосуватися як, власне, репатріації, так і будь-яких грошових потоків, пов'язаних зі структурою капіталу, а саме – повернення відсотків за внутрішньофірмовими позиками, вилучення прямих інвестицій, повернення основної суми боргу. Так, уповільнення репатріації спрямоване на тимчасове збільшення частки власних коштів у структурі капіталу філії ТНК, а її прискорення – на збільшення частки позикових коштів та, відповідно, підвищення ефекту «податкового щита»³. Протилежне відбувається у випадку прискорення або уповільнення відсоткових виплат за позиками.

¹ Дослівний переклад оригінального терміну – foreign tax credit (FTC) – зарубіжний податковий кредит.

² В англійській літературі ця стратегія називається leads and lags або leading and lagging.

³ Слід зазначити, що мотивація стратегії прискорення та уповільнення впливає не лише з політики структури капіталу. Приміром, надзвичайно важливим чинником застосування цієї стратегії може бути валютний ризик.

Для міжнародних компаній, на відміну від національних, сукупний податковий ефект, якого можна досягти внаслідок оптимального менеджменту структури капіталу, складається з двох субефектів: ефекту «податкового щита», який також впливає на місцеві компанії, та «транснаціонального» ефекту оптимальної структури капіталу, який досягається за рахунок внутрішньофірмової оптимізації географії залучення позикових коштів в умовах існування різних податкових режимів [131]¹. Грунтовний емпіричний тест щодо цього був проведений Фельдом, Гекемеєром та Оверешем. Вони окремо дослідили два наведені субефекти за допомогою метарегресійної моделі, порівнюючи кількісні значення ефектів з аналогічними показниками інших досліджень. Кількісне значення ефекту «податкового щита» для національної фірми відхилялося від аналогічних показників у рамках інших досліджень² зовсім несуттєво – відповідний показник становить лише -0,0197, тоді як значення «транснаціонального» ефекту відрізняється суттєво: -0,0782 [115, с. 2861]. Нас у цьому контексті цікавлять не стільки специфікація моделі та кількісне значення її результатів, скільки відносна різниця між наведеними показниками. Ця різниця свідчить, що міжнародний ефект є набагато більш значущим, ніж національний ефект «податкового щита».

Заслуговує на увагу ще один аспект, який стосується саме ТНК. Внутрішні та зовнішні ринки капіталу можуть розглядатися із двох позицій. По-перше, це традиційне розуміння з точки зору філії в країні, що приймає, яке базується на суто географічному критерії. Під внутрішнім ринком тут розуміється внутрішній або місцевий ринок країни, у якій розташована філія

¹ В англомовних джерелах на позначення такої політики структури капіталу, яка передбачає залучення позикових ресурсів у тих країнах, де це є найбільш вигідно для всієї ТНК, використовується термін *debt shifting*, який можна дослівно перекласти як «переміщення боргу», котрий, однак, не є літературним. Надалі ми вживатимемо термін стратегія транскордонної оптимізації залучення позикових коштів. Літературним перекладом такої стратегії може бути також «стратегія оптимізації географії залучення позикових коштів», або «стратегія географічної оптимізації розміщення заборгованості», або «стратегія оптимального залучення позикових коштів», а також інші варіанти.

² Важливим, на наш погляд, є те, що в дослідженнях, з якими автори порівнювали власний результат, поділ між зазначеними субефектами не проводився. Це означає, що в рамках даного аналізу існує можливість кількісного оцінювання саме тієї частини сукупного ефекту, яка виникає внаслідок транснаціонального характеру діяльності корпорації.

[98]. Зовнішній ринок – це ринок поза межами країни-реципієнта [97]. По-друге, це бачення з погляду всієї корпорації, котра розглядає внутрішній ринок як внутрішньофірмовий корпоративний ринок¹. Він може бути міжнародним або зовнішнім за географічним критерієм. Зовнішній же ринок – це ринок, що виходить за межі внутрішньокорпоративної мережі. Він може бути як міжнародним, так і місцевим для певної філії (або навіть батьківської компанії) за географічним критерієм. Саме існування внутрішніх (або внутрішньофірмових) ринків дозволяє ТНК отримувати переваги щодо місцевих компаній, у тому числі за рахунок ефекту фінансового левериджу. Фактично внутрішні ринки дають ТНК змогу компенсувати недосконалість зовнішніх ринків. Приміром, у деяких емпіричних дослідженнях доведено, що зростання податку на 10 % спричинює до зростання заборгованості (відношення позикового капіталу до сукупного) на 2,8 %, причому особливо чутливою до зростання податкового навантаження є саме внутрішня заборгованість філії ТНК. Її еластичність за зростанням податку становить 0,35, тоді як аналогічний показник зовнішньої заборгованості складає лише 0,19 [106, с. 2452].

Стратегія транскордонної оптимізації залучення позикових коштів реалізується сучасними ТНК значною мірою завдяки наявності специфічних внутрішньофірмових механізмів переведення активів – так званих трансферних механізмів². До них належать трансферне ціноутворення; управління блокованими активами; прискорення та уповільнення внутрішніх платежів, внутрішньофірмове страхування; внутрішньокорпоративне кредитування; внутрішні механізми оплати праці, здійснення агентських та комісійних платежів; створення центрів повторного обліку; прямий переказ капіталу; переказ дивідендів [13, с. 7].

Однак не всі з наведених механізмів забезпечують реалізацію стратегії

¹ Надалі в нашому дослідженні ми дотримуватимемося саме цієї точки зору, якщо не зазначено іншого.

² В англійській літературі ці механізми називаються *repositioning of funds* або *funds repositioning*, що у дослівному перекладі означає «перерозподіл фондів (активів)», приміром [112, с. 519].

транскордонної оптимізації залучення позикових коштів. На наш погляд, її реалізації сприяють лише п'ять із них: внутрішньокорпоративне кредитування, управління блокованими активами, прискорення та уповільнення внутрішньофірмових платежів¹, прямий переказ капіталу та переказ дивідендів. По суті їх можна вважати інструментами стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів. Інші чотири механізми не беруть безпосередньої участі в названій стратегії, але опосередковано сприяють переміщенню активів між різними структурними підрозділами ТНК, а тому й оптимізації податкового навантаження на загальнокорпоративному рівні та підвищенню прибутковості корпорації. Це – трансферне ціноутворення, внутрішньофірмове страхування, створення центрів повторного обліку, внутрішні механізми оплати праці, здійснення агентських та комісійних платежів.

Найбільше сприяють реалізації стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів внутрішньофірмове кредитування та управління блокованими активами. Щодо останнього механізму, то в контексті оптимізації структури капіталу можна, на нашу думку, виділити лише один метод управління блокованими активами – так зване фронтване кредитування, що також стосується й внутрішньофірмового кредитування. Інші методи не зачіпають структуру капіталу і тому не розглядатимуться в нашому дослідженні. Отже, виділяють такі види внутрішньофірмових кредитів: прямі кредити, паралельні та фронтвані кредити, кредити бек-ту-бек. Розглядаючи вище стратегію транскордонної оптимізації залучення позикових коштів, ми говорили лише про концепцію надання позикових коштів у межах загальнокорпоративної системи, яка, за інших рівних умов, асоціюється саме з прямим кредитуванням. Однак існують і приховані механізми надання внутрішніх позик у межах ТНК – такі як паралельні та фронтвані кредити, а також кредити бек-ту-бек.

Прямі кредити є найбільш простим видом внутрішньофірмового

¹ Розглянуто вище.

кредитування. Такий кредит може бути наданий або у формі комерційного кредиту, коли один структурний підрозділ ТНК отримує відтермінування оплати за отримані товари та послуги, або шляхом купівлі одним структурним підрозділом ТНК (найчастіше – батьківською фірмою) боргових цінних паперів іншого підрозділу (найчастіше – філії). Комерційні кредити зазвичай є короткотерміновими та з погляду балансу корпорації відносяться не до заборгованості, а до тієї частини поточних пасивів, яка стосується кредиторської заборгованості (рахунків до сплати). А позики у формі купівлі цінних паперів безпосередньо відносять до статей, що характеризують борг – коротко- або довготерміновий. У даній ситуації результатом стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів є збільшення частки позикових коштів у структурі капіталу підрозділу ТНК, який емітує цінні папери. За комерційного кредитування структура капіталу ТНК може формально й не змінюватися, що залежатиме від методології розрахунку відповідних коефіцієнтів (головне – чи враховуватиметься кредиторська заборгованість, чи ні). Однак фактично комерційний кредит означає збільшення зобов'язань підрозділу-дебітора, а тому – фактичне зростання частки позикових коштів у структурі капіталу цього підрозділу.

Фронтвані кредити¹ як один з інструментів стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів також забезпечують збільшення у структурі капіталу підрозділу-позичальника частки позикових коштів. Вони надаються через посередника, яким зазвичай виступає транснаціональний банк, що і є формальним кредитором філії ТНК. Однак у якості певної «застави» батьківська компанія вкладає до цього банку депозит, який з погляду терміну та валюти є ідентичним або відповідним до наданого кредиту [14, с. 176–177]. По певному часі філія-позичальник повертає банкові основну суму з відсотками, а батьківська фірма вилучає депозит також із відсотками, які зазвичай є нижчими (з урахуванням паритету купівельної спроможності), ніж відсотки за кредитом (рис. 2.2).

¹ Fronting loans або link financing.

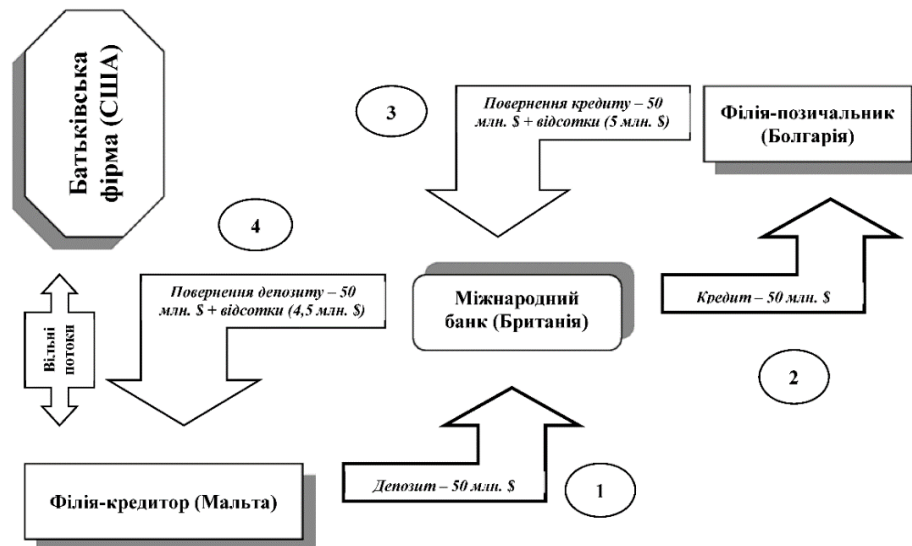


Рис. 2.2. Механізм міжнародного фронтованого кредитування

Примітка: джерело [14, с. 176].

У наведеному прикладі ТНК приймає рішення змінити структуру капіталу болгарської філії – збільшити частку позикового капіталу шляхом надання їй внутрішньофірмового кредиту. Таке рішення є елементом стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів як реакція на високий рівень оподаткування в Болгарії, що дозволяє ТНК скористатися ефектом «податкового щита». Міжнародний банк у цій схемі виконує подвійну роль. З одного боку, він є безпосереднім кредитором. З іншого боку, він є тим «фасадом», який уможливорює обхід різноманітних обмежень із боку місцевих урядів. Тоді, коли обмеження на комерційні кредити або інші прямі внутрішньофірмові позики є доволі поширеними, обмеження на повернення позик міжнародним банкам є нетиповими. Такі заходи суттєво та доволі швидко погіршують кредитний рейтинг країни та в цілому негативно впливають на її бізнес-середовище.

Кредити бек-ту-бек¹ є ще одним прихованим інструментом реалізації стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів (рис. 2.3).

¹ Back-to-back-loans. Можливий варіант перекладу – «кредити підтримки».

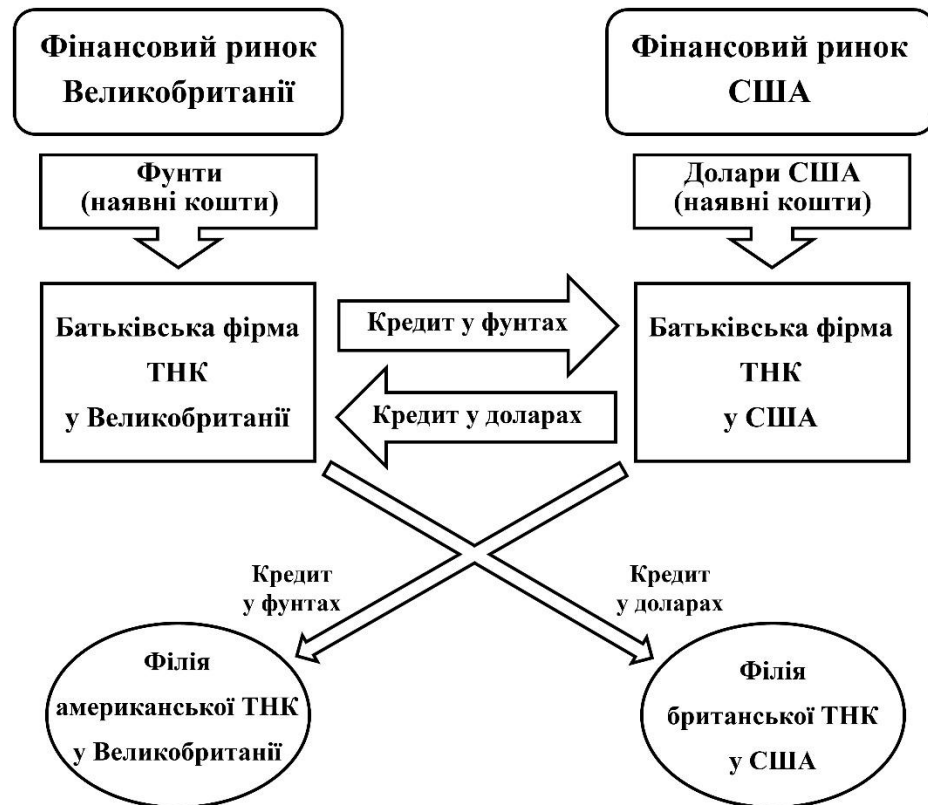


Рис. 2.3. Транскордонні кредити бек-ту-бек

Примітка: джерело [47, с. 325].

Як видно з рис. 2.3, ТНК двох країн надають позики своїм філіям у їхній місцевій валюті. Формально кожна ТНК бере кредит на місцевому ринку у своїй національній валюті, котрий потім трансформує у позику іншій ТНК. На наступному етапі обидві ТНК надають позики своїм філіям, які розташовані в країні базування іншої ТНК. У підсумку відбувається зміна структури капіталу філій ТНК на користь позикових коштів.

Найбільш важливим у цій ситуації, на нашу думку, є два аспекти. По-перше, філії обох ТНК уникають прямих валютних ризиків, а відповідно мають можливість обходити валютні обмеження. По-друге, часто кредитувати через кредит бек-ту-бек дешевше порівняно з прямим кредитуванням. Це зумовлено тим, що батьківські компанії ТНК зазвичай мають більші, дешевші та швидші можливості залучати фінансування на своїх місцевих ринках порівняно з філіями іноземних ТНК. Їхні кредитні рейтинги та репутація на місцевих ринках є кращими, вони мають

налагоджені стосунки і з банками, і з іншими агентами. Тому часто буває так, що навіть через такий, на перший погляд складний, механізм залучити кошти буде дешевше. У принципі у цій схемі кредитів філіям може й не бути. Батьківські фірми ТНК можуть у такий спосіб просто надавати кредити одна одній.

Більш спрощеною версією кредитів бек-ту-бек є так звані паралельні кредити¹. Вони, як і кредити бек-ту-бек, надаються за погодженням між двома ТНК. Кожна ТНК надає узгоджений обсяг позикових коштів на узгоджених умовах філії іншої ТНК. При цьому перша ТНК та філія другої ТНК знаходяться в одній країні, так само як і друга ТНК з філією першої ТНК (рис. 2.4).

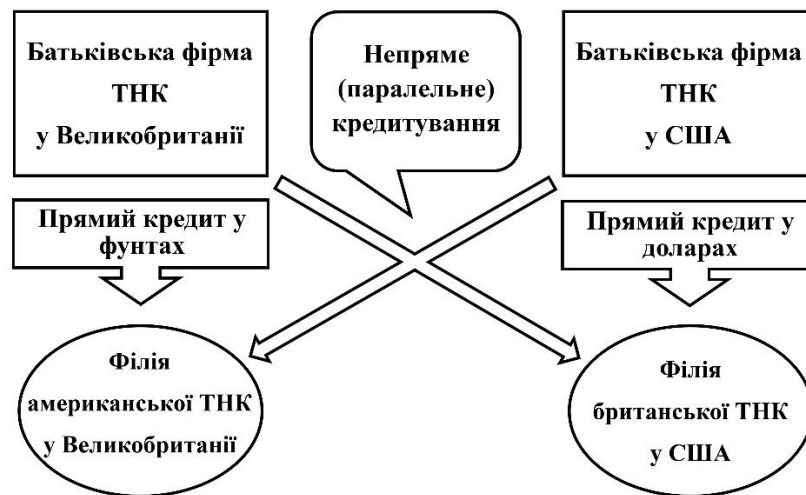


Рис. 2.4. Міжнародні паралельні кредити

Примітка: джерело [112, с. 468].

Таким чином, в обох філіях відбувається зміна у структурі капіталу – збільшується частка позикових коштів. Паралельні кредити мають суттєву перевагу щодо, скажімо, кредитів бек-ту-бек. Вони не передбачають здійснення транскордонних операцій. По суті вони дуже схожі на кредити

¹ Parallel loans. Іноді паралельні кредити й кредити бек-ту-бек отожднюють.

бек-ту-бек, але в частині обходження державного регулювання та різного роду інших обмежень є значно більш привабливими. Фактично в більшості ситуацій неможливо довести, що збільшення частки позикового капіталу в структурі капіталу філії іноземної ТНК відбувається під впливом останньої.

Формально якщо позика надана місцевою компанією, то валютний обмін не відбувається, а якщо регуляторні норми щодо структури капіталу¹ поширюються лише на внутрішньофірмові операції, то це важко буде довести. На наш погляд, такий тип кредитування є оптимальним з точки зору прихованого впливу на структуру капіталу філій ТНК; принаймні він видається значно більш ефективним, ніж кредитування бек-ту-бек. Спільні риси та відмінності розглянутих видів кредитування наведені в табл. 2.4.

Таблиця 2.4

Порівняльна характеристика різних видів внутрішньокорпоративних кредитів у рамках стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів

Характеристика	Вид кредиту			
	Прямий	Фронтований	Бек-ту-бек	Паралельний
Мінімальна кількість ТНК	1	1	2	2
Форма – грошова	+	+	+	+
Форма – товарна	+	–	–	–
Короткотерміновий	+	+	+	+
Довготерміновий	+	+	+	+
Наявність посередника	–	+	–	–
Мультивалютність	+	+ / –	+	+
Валютний обмін	+	+ / –	+	–
Транскордонний характер	+	+	+	–

Примітка: складено автором.

¹ Розглядатимуться нижче.

Важливим аспектом впливу на структуру капіталу в рамках податкового чинника є вимоги регуляторного середовища. Попри активні процеси лібералізації, які домінують у світовій економіці впродовж кількох останніх десятиріччів, іноземні інвестиції та пов'язані з ними питання традиційно є об'єктом значного державного регулювання, особливо у стратегічних галузях [62]. Так, одним із найбільш широко вживаних регуляторних заходів податкового характеру є правила слабкої капіталізації¹. Таке обмеження спрямовано на запобігання надто високого рівня позикового фінансування корпорацій [127], а «слабка капіталізація» передбачає, власне, «слабкість» або недостатність акціонерного капіталу. Головним завданням регулятора² є обмеження ефекту «податкового щита», який ТНК використовують для мінімізації податкового навантаження. З погляду регулятора це означає максимізацію обсягу стягуваних податків. У цьому контексті структура капіталу як така податкову юрисдикцію не цікавить [174]. Із формального погляду дане обмеження можна накладати у двох формах: прямій та непрямій. У прямій формі регулятор може кількісно обмежити обсяг відсоткових платежів ТНК, які не залучаються до бази оподаткування в країні, що приймає. Така форма обмежень рідко застосовується на практиці, оскільки вважається доволі жорсткою та, власне, адміністративною, неринковою. Більш поширеною формою такого обмеження є непряма. Вона передбачає обмеження саме на структуру капіталу – співвідношення між власними та позиковими коштами. Таке обмеження опосередковано впливає на обсяг податкових пільг, які ТНК отримує в країнах, що приймають, за рахунок можливості віднімання відсоткових платежів із загального оподаткованого прибутку. Цей обсяг пільг і визначається максимальним

¹ Оригінальний термін, який використовується в англійській літературі, – thin capitalization rules – дослівно перекладають як «правила обмеження рівня слабкої капіталізації». Власне, термін thin capitalization – це «слабка капіталізація», або «рідка капіталізація», або «недостатня капіталізація». Рідше трапляються інші варіанти перекладу. Зважаючи на термінологію, що використовується в українській мові, а головне – на фінансовий зміст цих обмежень, найбільш адекватним варіантом літературного перекладу є, на нашу думку, «правила слабкої капіталізації». Саме такий термін ми й вживатимемо в нашому дослідженні.

² Регулятором зазвичай виступає податковий орган або інший уповноважений державою орган, до компетенції котрого входить управління податків.

відносним обсягом позикових коштів.

Саме друга форма набула поширення у міжнародній практиці, на наш погляд, через дві головні причини. По-перше, вона є більш ринковою та, у певному розумінні, лояльною. Із формального погляду вона не забороняє віднімати із бази оподаткування відсоткові платежі, а лише зобов'язує корпорацію мати при цьому певний достатній обсяг власних коштів у структурі капіталу. По-друге, вона не здійснює безпосередній вплив на фінансовий леверидж корпорацій, тобто рівень дохідності корпорації та / або інші показники, що характеризують рівень дохідності, не є безпосередніми об'єктами регулювання [180]. З погляду статистичного відображення об'єкт регулювання перебуває у межах балансового звіту, тоді як за першої форми – у межах звіту про прибутки та збитки.

У міжнародній практиці такі питання часто регулюються договорами про уникнення подвійного оподаткування [9]. Вони традиційно передбачають, що пріоритетне право стягувати податок на відсоткові платежі належить країні базування кредитора, а також забороняють країнам, що приймають, справляти податки на відсоткові платежі іноземним кредиторам¹. Що ж стосується ТНК, то їхня специфіка, як зазначалося, полягає у можливості внутрішньофірмового кредитування. У таких ситуаціях акціонер та кредитор є однією особою, зазвичай – батьківською компанією або, можливо, іншою філією цієї ж ТНК. Окрім традиційних угод про уникнення подвійного оподаткування, на міжнародному рівні також використовуються спеціальні норми та правила, що регулюють питання оподаткування відсоткових платежів пов'язаним агентам. Приміром, у рамках ОЕСР уживається так званий принцип «фіксованого коефіцієнта»² [201]. За цим принципом обсяг відсоткових платежів за позиками батьківських фірм або інших філій даної ТНК, які не враховуються в базі оподаткування в країні, що приймає, обмежується шляхом встановлення максимального рівня

¹ Такий податок в англійській літературі називається withholding tax.

² Fixed Ratio Approach.

коефіцієнта «позиковий капітал – власний капітал» філії¹. Неперевищення цього рівня розглядається як «зона безпеки»², у якій ТНК має гарантію виключення відсоткових платежів із бази оподаткування в податковій юрисдикції, що приймає. Максимальні значення цього коефіцієнта в різних країнах наведені в табл. 2.5.

Таблиця 2.5

Правила слабкої капіталізації філій іноземних ТНК

№	Країна	Співвідношення між позиковим та власним капіталом	Тип позикового капіталу
1	2	3	4
1	Австралія	3:1	Сукупний
2	Бельгія	7:1	Пов'язаним сторонам
3	Болгарія	3:1	Сукупний
4	Канада	2:1	Пов'язаним сторонам
5	Хорватія	4:1	Пов'язаним сторонам
6	Чехія	4:1	Пов'язаним сторонам
7	Данія	4:1	Сукупний
8	Франція	1,5:1	Пов'язаним сторонам
9	Німеччина	1,5:1	Пов'язаним сторонам
10	Угорщина	3:1	Сукупний
11	Італія	4:1	Пов'язаним сторонам
12	Японія	3:1	Сукупний
13	Латвія	4:1	Сукупний
14	Литва	4:1	Сукупний
15	Люксембург	5,7:1	Пов'язаним сторонам
16	Мексика	3:1	Сукупний
17	Нідерланди	3:1	Сукупний
18	Нова Зеландія	3:1	Сукупний
19	Польща	3:1	Сукупний

¹ У випадку здійснення таких переказів без сплати податку можуть накладатися штрафи. Названий коефіцієнт розраховується на основі формули (Ж.6) переважно у дещо модифікованому вигляді – як відношення сукупного позикового капіталу до акціонерного.

² Safe Haven або Safe Harbor.

Продовж. табл. 2.5

1	2	3	4
20	Португалія	2:1	Пов'язаним сторонам
21	Румунія	3:1	Сукупний
22	Словаччина	4:1	Пов'язаним сторонам
23	Словенія	8:1	Пов'язаним сторонам
24	Іспанія	3:1	Пов'язаним сторонам
25	Південна Корея	3:1	Пов'язаним сторонам
26	Швейцарія	6:1	Сукупний
27	Туреччина	2:1	Пов'язаним сторонам
28	Велика Британія	1:1	Сукупний
29	США	1,5:1	Сукупний

Примітка: табл. 3.1 Додатка 3.

Якщо ж структура капіталу філії ТНК виходить за рамки зазначених у табл. 2.5 норм, країни зазвичай обмежують обсяг відсоткових платежів, який не залучається до бази оподаткування. Більшість країн застосовують правила слабкої капіталізації лише для пов'язаних агентів за кордоном, якими є, зокрема, й ТНК. Деякі країни, однак, поширюють ці правила на всіх (а не лише пов'язаних) агентів за кордоном: приміром США та Швейцарія [201, с. 931].

Емпіричні дослідження показують, що в цілому правила слабкої капіталізації спричинюють значний вплив на структуру капіталу ТНК. Так, Бюттнер, Овереш, Шрайбер та Вамзер досліджували структуру капіталу всіх ТНК Німеччини у 36 країнах у період з 1996 по 2004 рік. Вони виявили, що у разі впровадження країною дебітора, у якій ставка податку перевищує середній показник по вибірці у 34 %, правил слабкої капіталізації за перевищення співвідношення між позиковим та власним капіталом рівня 2:1, обсяг внутрішньофірмового кредитування знижується на 12 % або на 24 % (залежно від того, як застосовуються правила слабкої капіталізації) [201, с. 935–936]. Це – суттєвий вплив. Автори також довели, що,

стимулюючи використання відносно більшої частки власних коштів, правила слабкої капіталізації сприяють субституції внутрішньої заборгованості на зовнішню (відносно внутрішньофірмової мережі ТНК), але ці можливості є обмеженими, і загальний рівень заборгованості все одно знижується.

Вплив правил слабкої капіталізації на структуру капіталу філій американських ТНК також є суттєвим. Доведено, що існування таких правил у країнах, що приймають, стримує відношення позикового капіталу до сукупного капіталу філій у 43 % випадків. В інших випадках існування таких правил стримує відношення обсягу позик пов'язаним сторонам до власного капіталу філій [203, с. 20]. Зважаючи, однак, на те, що в різних країнах правила застосовуються по-різному (зокрема, обмеження можуть накладатися на різні показники), емпірично встановлено, що обмеження на відношення сукупного боргу філій до активів у середньому знижують цей показник на 1,9 %, а обмеження на відношення боргу філій перед пов'язаними сторонами до власного капіталу знижують відповідний показник на 6,3 %. Таку відмінність, на наш погляд, можна пояснити двома головними чинниками. По-перше, кінцевим об'єктом впливу податкової юрисдикції є, зрештою, не структура капіталу як така, а обсяг сплачуваних та, головню, несплачуваних (тих, які виводяться до батьківської країни за рахунок надмірного боргового фінансування) податків. Тому саме за другого варіанта обмежень досягається більш відчутний ефект. По-друге, з погляду ТНК більш вигідною є саме внутрішня заборгованість, а не зовнішня. Вона дозволяє не просто зменшити базу оподаткування, а й отримати відсотки за надані позики. Тому в першому варіанті, який охоплює як внутрішню заборгованість, так і зовнішню, ефект менш відчутний, а саме обмеження можна вважати більш лояльним.

Слід зазначити, що політика перерозподілу позикових коштів ТНК між різними країнами відрізняється залежно від типу підрозділу, структура капіталу якого оптимізується. Як відомо, філії ТНК можуть виступати в різних формах, зокрема можуть перебувати під повним або частковим

контролем ТНК (див. Додаток А). Філії, що перебувають під частковим контролем ТНК, мають менше позикових коштів у структурі капіталу, а тому мають менш ефективну з погляду оподаткування фінансову структуру [190]. Це можна пояснити так званою асиметрією розподілу прибутків та витрат між ТНК та міноритарними акціонерами. Частковий контроль ТНК означає, з іншого боку, існування міноритарних акціонерів – зазвичай це місцеві інвестори. Вони не беруть участі у податковому плануванні корпорації, а тому й не несуть відповідні витрати. Батьківська фірма сама здійснює всі пов'язані витрати, але переваги та прибутки від податкової оптимізації отримують також міноритарні власники [53]. Це й зумовлює, за інших рівних обставин, намагання ТНК відносно зменшувати частку позикових коштів у структурі капіталу тих філій, які перебувають у їхній частковій власності. Натомість для філій у повній власності ТНК ефект від зміни ставки податку є значно відчутнішим.

В Україні також існують нормативні положення, що регламентують достатність власного капіталу корпорацій. Згідно із законодавством України, відсотки за фінансовим кредитом відносять до витрат, а тому підприємства можуть використовувати ефект «податкового щита», хоча ставка податку на прибуток є відносно незначною – 18 %. Стаття 140 Податкового кодексу України передбачає, серед іншого, умови сплати відсотків пов'язаним сторонам – нерезидентам, що є особливо актуальним для ТНК та їхніх філій [49].

Порівняно з міжнародним досвідом слід зазначити два ключові моменти. По-перше, кількісне обмеження на співвідношення між позиковим капіталом та власним капіталом становить 10:1 для фінансових установ та компаній, що ведуть виключно лізингову діяльність, та 3,5:1 для всіх інших компаній. По-друге, під позиковим капіталом мається на увазі лише позиковий капітал, наданий пов'язаними сторонами – нерезидентами. У разі ж перевищення позиковим капіталом установлених обмежень відбувається процедура, прописана у другій частині ст. 140 Податкового кодексу України.

Фінансовий результат компанії до оподаткування збільшується «на суму перевищення нарахованих у бухгалтерському обліку процентів за кредитами, позиками та іншими борговими зобов'язаннями над 50 відсотками суми фінансового результату до оподаткування, фінансових витрат та суми амортизаційних відрахувань за даними фінансової звітності звітного податкового періоду, у якому здійснюється нарахування таких процентів».

На нашу думку, вдосконалення наведеної процедури з урахуванням міжнародного досвіду та вітчизняних реалій слід провадити за двома головними напрямками. По-перше, значно більш адекватним заходом на тлі потенційних зловживань та виведення коштів з країни видається встановлення обмежень з урахуванням сукупного позикового капіталу, а не лише позик від пов'язаних нерезидентів. Такі обмеження мають стосуватися принаймні всіх нерезидентів, оскільки доведення пов'язаності також може крити в собі певний люффт для зловживань. По-друге, в ідеалі такі обмеження слід, принаймні тимчасово, застосовувати й щодо резидентів, хоча б до виходу країни з глибокої економічної кризи. Це не дозволить маніпулювати з базою оподаткування.

2.4. Вплив валютних ризиків на флуктуації глобальної корпоративної структури капіталу

У теорії міжнародної диверсифікації інвестицій можна виділити дві великі частини, які не стосуються структури капіталу безпосередньо, однак, на нашу думку, можуть бути застосовані для її пояснення. Перша частина присвячена питанням міжнародної диверсифікації операцій ТНК. За своєю суттю ця складова теорії базується на загальній основі попиту на капітал, якщо розглядати її у світлі структури капіталу. Згідно з цією теорією ТНК є суб'єктом формування попиту на позикові ресурси і водночас джерелом впливу на обсяг акціонерного капіталу. Друга частина – це теорія міжнародної диверсифікації портфельних інвестицій. Вона розглядає попит

на цінні папери з боку міжнародних портфельних інвесторів, а в контексті структури капіталу ТНК, на наш погляд, може тлумачитись як теорія пропозиції. Вона пояснює процеси формування структури капіталу з позицій інвесторів, які формують пропозицію позикових коштів для корпорацій. Тож проаналізуємо ці теорії докладно.

Перша складова теорії міжнародної диверсифікації інвестицій була розроблена відомим американським економістом Лессардом у середині 1970-х років [58, с. 58]. Основна її ідея в тому, що головним мотиватором транскордонної діяльності ТНК є зниження ризиків за рахунок міжнародної диверсифікації та розосередження капіталу у формі прямих іноземних інвестицій [146; 147]. Загальна логіка та головні принципи диверсифікації базуються на співвідношенні між ризиком і дохідністю¹, яке вважається аксіоматичним у сучасній теорії фінансів. Що більший ризик, то більшою має бути винагорода (дохідність). Це стосується фактично будь-якої комерційної справи, скажімо інвестиційного проекту (у випадку прямого інвестування) або інвестицій у цінні папери (портфельні інвестиції) тощо. У протилежному випадку інвесторові просто немає сенсу вкладати кошти. Або, з іншого боку, що більшу дохідність вимагає інвестор, то вищий ризик він повинен на себе брати. У підсумку диверсифікація дає такий бізнес-портфель, який має оптимальну структуру, котра передбачає, що одні ризики будуть компенсовані іншими перевагами, а одні специфічні чинники – іншими. Інвестор же (ТНК), зрештою, матиме певний сталий набір інвестицій (філій), у рамках якого діятиме оптимальна система чинників, противаг та компенсаторів. Наголосимо, що дана частина теорії міжнародної диверсифікації інвестицій розглядає фінансування корпорацій передусім із позицій попиту на ресурси, який є результатом реалізації компанією стратегії диверсифікації.

Друга складова теорії вивчає пропозицію агентів, які готові вкладати кошти в корпоративні цінні папери, формуючи пропозицію ресурсів [96].

¹ Risk-return trade-off.

Традиційно цю теорію не пов'язують зі структурою капіталу ТНК, однак вона, на наш погляд, має в цьому сенсі значну пояснювальну силу. Отже, диверсифікація, з погляду інвестора, не просто передбачає урізноманітнення цінних паперів, у які вкладаються кошти, та формування на цій основі інвестиційного портфеля, а базується на так званому принципі диверсифікації Г. Марковіца, розробленому ще в 1952 р. [153]¹. Цей принцип полягає в тому, що до портфеля слід залучати активи, які мають найменшу можливу, але позитивну кореляцію. Це твердження впливає із уперше розробленої Г. Марковіцем уперше формули визначення ризику інвестиційного портфеля, який складається з певної кількості активів [153, с. 81]:

$$V(R) = \sum_{i=1}^N \alpha_i^2 V(X_i) + 2 \sum_{i=1}^N \sum_{i>1}^N \alpha_i \alpha_j \sigma_{ij}, \quad (2.1)$$

де $V(R)$ – варіація дохідності портфеля,
 α_i – частка i -го цінного паперу у портфелі,
 $V(X_i)$ – варіація дохідності i -го цінного паперу,
 σ_{ij} – коваріація між дохідностями попарно взятих цінних паперів портфеля.

Марковіц довів, що ризик портфеля є не просто зваженим показником ризиків його складових, а якісно новим показником, котрий враховує взаємозв'язок між дохідностями складових портфеля у формі коваріації (або, що математично доводиться, – кореляції). Тому ризик безпосередньо і прямопропорційно залежить від усіх попарно взятих коваріацій (кореляцій) цінних паперів портфеля. І, як випливає з формули (2.1), що вищі ці кореляції, то вищий ризик портфеля. Застереження про позитивну кореляцію

¹ За свої дослідження у цій сфері Гаррі Марковіц отримав Нобелівську премію у 1990 р. Він вважається автором теорії портфеля.

робиться зазвичай для того, аби виключити із портфеля потенційно збиткові активи, хоча таке застереження не є абсолютним, а зазначені активи можуть бути залученими до портфеля за умови, що їхня наявність аналітично обґрунтована, приміром у ситуації, коли реально ймовірність реалізації негативної дохідності є низькою або допустимою.

У контексті міжнародного інвестування теорія Г. Марковіца набула розвитку в рамках так званої теорії міжнародної диверсифікації Б. Солніка. У своїй піонерній роботі 1974 року останній довів, що міжнародна диверсифікація дозволяє суттєво знизити ризик навіть добре диверсифікованого інвестиційного портфеля [194]. Емпіричний тест цієї тези Солнік провів на основі аналізу дохідностей більш як 300 акцій із семи європейських країн у період з 1966 по 1971 рік, а також акцій США, які торгувалися на Нью-Йоркській фондовій біржі. У довільному порядку з цих акцій було сформовано різну кількість портфелів із певною кількістю акцій (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Кількість портфелів з акцій компаній різних країн

Країна / Кількість акцій	1	2	4	6	8	10	15	20	25	30	40	50	65	100	150	200	300
США	65	40	20	15	10	10	10	10	10	10	5	5	1				
Велика Британія	50	30	20	15	10	10	10	10	10	10	5	1					
Франція	65	40	20	15	10	10	10	10	10	10	5	5	1				
Німеччина	40	30	20	15	10	10	10	10	10	10	1						
Італія	30	30	20	15	10	10	10	10	10	1							
Бельгія	20	20	15	10	10	10	10	1									
Нідерланди	25	20	15	10	10	10	10	1									
Швейцарія	15	15	15	10	10	10	1										
Міжнародний портфель	300	60	40	30	20	15	15	10	10	10	10	10	10	5	3	3	1

Примітка: джерело [194, с. 49].

Для кожного портфеля Солнік розраховував стандартне відхилення,

середнє з яких було використано в аналізі, котрий показав, що існує мінімальний рівень ризику (систематичний), якого не можна уникнути навіть у добре диверсифікованому портфелі для всіх восьми країн (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Рівень систематичного ризику для різних країн

№	Країна	Ризик, у %
1	США	27
2	Велика Британія	34,5
3	Франція	32,67
4	Німеччина	43,8
5	Італія	40
6	Бельгія	20
7	Нідерланди	24,1
8	Швейцарія	44
9	Міжнародний портфель	11,7

Примітки:

1. Складено автором на основі джерела [194, с. 50–51].
2. Ризик – відношення ризику портфеля до ризику довільно взятої акції відповідної країни.

У такий спосіб Б. Солнік підтвердив відому гіпотезу про існування систематичного ризику на прикладі міжнародних портфелів, але довів, що у випадку міжнародної диверсифікації абсолютний рівень цього ризику є нижчим порівняно з інвестуванням лише на місцевих ринках. Із табл. 2.7 видно, що ризик міжнародного портфеля є найнижчим, а тому інвесторам з усіх країн вигідно формувати саме міжнародний портфель. У вищенаведених тестах, однак, не було враховано чинник валютного ризику. Однак Солнік також емпірично встановив, що ринки акцій окремих країн часто мають нижчі кореляції, ніж окремі акції на одному ринку. Це можна пояснити тим, що на різних ринках існують різні загальні та специфічні чинники впливу на дохідності, крім того, економічні цикли в різних країнах можуть не збігатися. З погляду міжнародного інвестування це означає, що інвесторам більш вигідно формувати міжнародні портфелі, а не портфелі місцевих ринків.

З позиції інвестора міжнародне інвестування означає, серед іншого, дві важливі речі. По-перше, це доступ до значно більш широкого кола фінансових інструментів, зокрема інструментів євrorинку, які деноміновані в євровалютах. Багато таких інструментів емітують саме транснаціональні корпорації [71]. По-друге (що значною мірою випливає з першого), це існування валютного обміну, а тому – невід’ємність валютного ризику. Валютний ризик – новий тип ризику, який з’являється щойно інвестор виходить на міжнародні ринки. Якщо для місцевих інвесторів головним джерелом ризику традиційно вважається інфляція, що спричинює зниження купівельної спроможності грошових потоків інвестора, то для міжнародних інвесторів головним джерелом ризику стає саме валютний ризик [193]. При цьому останній так само впливає на купівельну спроможність інвестиційних доходів.

На наш погляд, саме ця обставина й визначає інвестиційну політику міжнародних портфельних інвесторів, впливаючи на структуру капіталу ТНК. Цей вплив реалізується через те, що в умовах існування валютного ризику радикально змінюється структура ризику окремих цінних паперів та інвестиційних портфельів. За відсутності валютного ризику теорія фінансів розглядає боргові цінні папери як безризикові, оскільки їхня майбутня дохідність на момент погашення є відомою (ризик дефолту при цьому ігнорується). Акції ж, на противагу, є ризиковими цінними паперами, оскільки їхня дохідність на момент погашення невідома: постійно змінюється їхня ціна, а виплата дивідендів зовсім не обов’язкова. Валютний ризик стосується як акцій, так і боргових паперів, які внаслідок цього також стають ризиковими.

З-поміж емпіричних підтверджень цих міркувань доцільно навести результати дослідження відомих фахівців у сфері міжнародного фінансового менеджменту Ч. Еуна та Б. Резніка [113]. Вони розглядали ситуацію, коли американський інвестор вкладав кошти в актив за кордоном та вимірював свою дохідність у доларах США. Загальна дохідність такої інвестиції в

доларах США ($R_{I\$}$) складається із трьох компонентів: дохідності в іноземній валюті (R_I), відсоткової зміни валютного курсу між долларом США та зарубіжною валютою (e_I), а також спеціального компонента ($R_I e_I$), який характеризує вплив другого компонента на перший [113, с. 144]:

$$R_{I\$} = (1 + R_I)(1 + e_I) - 1 = R_I + e_I + R_I e_I. \quad (2.2)$$

У формулі (2.2) значення другого, а тому й третього компонентів можуть бути як додатними, так і від'ємними. Позитивне значення e_I означає послаблення місцевої валюти (долара) відносно валюти інвестування, а негативне – посилення. Дана формула є по суті декомпозицією долларової дохідності інвестування в актив, деномінований в іноземній валюті. У такий же спосіб здійснюється декомпозиція ризику, виходячи із загальної логіки, що кожен тип дохідності пов'язаний із відповідним типом ризику [113, с. 145]:

$$\text{Var}(R_{I\$}) = \text{Var}(R_I) + \text{Var}(e_I) + 2\text{cov}(R_I, e_I) + \Delta\text{Var}. \quad (2.3)$$

Головний висновок, що випливає із цієї декомпозиції, такий. У випадку інвестування в боргові папери (облігації) валютний ризик становитиме переважну частину загального ризику, тоді як для інвестицій в акції – значно меншу, але все ж значну, частину (табл. 2.8).

Із табл. 2.8 бачимо, що в умовах існування валютних ризиків боргові папери із безризикових інструментів перетворюються на ризикові, при чому більша частина цього ризику припадає саме на валютний ризик. Незначні розрахунки за даними табл. 2.8 дозволяють оцінити середні значення частки валютного ризику як 29,15 % для акцій та 57,04 % для облігацій. Як бачимо, боргові папери, які на місцевих ринках були безризиковими, тепер стали ризиковими під впливом валютних ризиків. І хоча в абсолютних значеннях ризик боргових паперів усе ще є нижчим від ризику акцій, диференціал між

ними скоротився.

Таблиця 2.8

Декомпозиція варіації доларової дохідності акцій та облігацій

Країна	Var($R_{i\$}$)	Var(R_i)		Var(e_i)		2cov(R_i, e_i)		Δ Var	
		Знач.	у %	Знач.	у %	Знач.	у %	Знач.	у %
Облігації									
Канада	15,29	10,82	70,76	1,72	11,25	2,67	17,46	0,08	0,52
Франція	16,48	2,82	17,11	12,74	77,31	0,60	3,64	0,32	1,94
Німеччина	21,53	2,59	12,03	13,84	64,28	4,91	22,82	0,19	0,88
Японія	24,70	3,03	12,27	15,13	61,26	6,09	24,66	0,45	1,82
Швейцарія	21,16	1,14	5,39	17,64	83,36	2,34	11,06	0,04	0,19
Велика Британія	27,67	8,88	32,09	12,39	44,78	6,08	21,97	0,32	1,16
США	10,24	10,24	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Акції									
Канада	37,70	30,58	81,11	1,72	4,56	5,37	14,24	0,03	0,08
Франція	59,75	43,03	72,02	12,74	21,32	3,75	6,28	0,23	0,38
Німеччина	43,82	29,27	66,80	13,84	31,58	0,00	0,00	0,71	1,62
Японія	41,47	19,45	47,24	15,13	36,48	5,83	14,06	1,06	2,56
Швейцарія	34,81	20,07	57,66	17,64	50,68	- 3,76	-10,80	0,86	2,47
Велика Британія	40,96	29,27	71,46	12,39	30,25	- 1,52	- 3,71	0,82	2,00
США	21,16	21,16	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Примітки:

1. Модифіковано автором на основі джерела [113, с. 145].
2. Використовувалися місячні дані про дохідності в період із січня 1978 р. по грудень 1989 р.
3. Дохідності оцінювалися для інвестора США.

Із наведеного робимо висновок, що для міжнародного інвестора в умовах валютних ризиків інвестування в боргові папери стає менш привабливим порівняно із інвестуванням на місцевих ринках за відсутності валютних ризиків. Апелюючи до того, що інвестиційне рішення обґрунтовується не лише ризиком, а й дохідністю, зазначимо, що підвищений ризик будь-якого цінного паперу справді має компенсуватися зростанням

дохідності. Однак факт суттєвого зростання ризику боргових паперів в умовах існування валютних ризиків є наразі очевидним, тоді як суттєве зростання відсоткових ставок на ринку міжнародних боргових паперів поки не доведене. Більше того, з урахуванням тієї обставини, що міжнародний ринок є фактично нерегульованим, у багатьох випадках ставки на ньому навіть нижчі порівняно з місцевими ринками. Це не дозволяє стверджувати, що підвищений ризик боргових паперів компенсується додатковою дохідністю, а тому висунута вище гіпотеза про відносно більшу інвестиційну привабливість акцій в умовах валютних ризиків не може бути спростована.

При цьому ми розуміємо, що, на відміну від акцій, чіткої кількісної системи визначення ризиків боргових паперів не існує: вони лише оцінюються міжнародним рейтинговими агенціями на основі переважно суб'єктивних прямих критеріїв або об'єктивних опосередкованих. Однак навіть за умови такого оцінювання валютні ризики суттєво змінюють не лише структуру ризику боргових паперів, а й структуру дохідності. При цьому теоретично можливі ситуації, коли кількісно (якби чітка система визначення ризиків існувала) ризик боргових паперів був би однаковим, проте його структура мала би суттєві відмінності, передусім за рахунок валютного ризику. Різні ж інвестори можуть по-різному сприймати різні компоненти ризику і, будучи готовими інвестувати в один актив, не хотіли б інвестувати в інший – саме за рахунок різних типів ризиків за кількісно ідентичного загального ризику¹. У такій ситуації сама система оцінювання ризиків та прийняття інвестиційних рішень значно ускладнюється, сприяючи зростанню схильності міжнародних інвесторів інвестувати в акції².

Завершуючи теоретичне обґрунтування даної гіпотези, слід зазначити, що ми розглянули лише концептуальний аспект здійснення інвестиційних

¹ Рейтинги міжнародних агенцій номінально не є кількісними оцінками, а радше якісними. Однак у цій ситуації можна стверджувати, що, приміром, євробонди з однаковим рейтингом, скажімо AA, матимуть зовсім іншу структуру ризиків. Так, країна-емітент вже визначатиме цю структуру, що значною мірою пов'язано зі стабільністю її валюти.

² Під акціями в даному контексті ми розуміємо не лише власне акції, а й інші пайові цінні папери, такі як депозитарні розписки та ін.

операцій. Однак слід звернути увагу й на технічний бік питання. Річ у тім, що інвестиційні операції, які мають у своїй основі вищенаведену мотивацію, не слід асоціювати з інвестиційними операціями в цілому. Технічно це лише такі транзакції, які передбачають, що інвестор дійсно вимірює дохідність у своїй місцевій валюті¹. З іншого боку це означає, що валюта деномінації цінного паперу не повинна бути національною для інвестора. Інвестори ж, які вимірюють дохідність не в національній валюті, матимуть іншу мотивацію в основі своїх інвестиційних рішень. Приміром, іноземні облигації випускаються на місцевих ринках окремих країн у валютах цих країн. Це означає, що резидент-інвестор фактично не стикається із прямим валютним ризиком, а тому його схильність інвестувати в той чи інший клас цінних паперів уже не можна пояснити чинником валютного ризику. Валюта вимірювання дохідності може й не бути національною для інвестора. Це може бути, приміром, якась зі світових валют. Головна передумова виникнення валютного ризику – відмінність валюти інвестування від валюти, у якій вимірюється дохідність інвестора.

Розглянутий чинник можна вважати значущим у системі чинників впливу на структуру капіталу ТНК, але не місцевих фірм. Останні значно меншою мірою виходять на міжнародні ринки для залучення фінансових ресурсів, а тому інвестори в їхні цінні папери рідко стикаються з проблемами валютних ризиків. Щодо ТНК, то така мотивація стосується переважно міноритарних акціонерів та кредиторів. Перші матимуть підвищену схильність інвестувати в акції даної ТНК за вищенаведених умов, а другі – скорочуватимуть попит на боргові папери корпорації.

Насамкінець слід зазначити, що даний підхід слід розглядати як гіпотезу, оскільки він потребує емпіричного тестування, яке наразі не можна провести із двох головних причин. По-перше, це відсутність необхідних статистичних матеріалів, зокрема щодо структури власності та інформації про кредиторів, а також даних щодо валютних ризиків та всього ланцюга валютного обміну в

¹ Саме таке припущення є типовим у більшості моделей у рамках теорії міжнародної диверсифікації.

процесі інвестування в цінні папери ТНК. По-друге, це неможливість визначити, як інвестори вимірюють власну дохідність у принципі. Такий тест можна було би провести на основі припущень про валюту вимірювання дохідності або на основі анкетування інвесторів та визначення такої валюти (валют) емпірично. Однак ми вважаємо наш підхід як такий, що за своєю концептуальною архітектурою є ідентичним до теорії Міллера, у якій структура капіталу також визначається інвестиційними рішеннями інвесторів, а не самою корпорацією. Тому він є теоретично обґрунтованим, але, повторюємо, потребує емпіричної перевірки.

У рамках нашого підходу ми говоримо про схильність інвестування в акції під впливом чинника валютного ризику. Теорія Міллера, припускаючи існування особистих податків, також по суті розглядає таку саму схильність до інвестування в акції, яка, однак, виникає під впливом іншого чинника – особистих податків на доходи від акцій та боргових паперів. Така схильність не є фактом, а якщо і виникає, то не за всіх обставин, однак, дає підстави вважати наш підхід теоретично обґрунтованим та логічним.

Висновки до розділу 2

Ефект транскордонного фінансового левериджу формується на основі впливу на глобальну структуру капіталу різних груп чинників, зокрема країнових чинників, чинників рівня корпорації та комбінованих чинників. Перша група значно більшою мірою визначає рішення ТНК щодо структури капіталу, ніж рішення місцевих корпорацій. Головними серед країнових чинників є політичний ризик, рівень розвитку законодавства у сфері банкрутства, рівень розвитку стандартів обліку та аудиту, джерело права, рівень захисту прав кредиторів, рівень розвитку ринків капіталу країни, що приймає. Деякі чинники залежно від умов аналізу можна розглядати як на рівні країни, так і на рівні корпорації. Це поведінковий чинник, фактор валютного ризику та загроза рейдерських захоплень та ворожих поглинань.

Чинники глобальної корпоративної структури капіталу відрізняються за одним принциповим критерієм – за походженням впливу. Джерелом походження впливу може бути або попит на фінансові ресурси з боку ТНК, або їх пропозиція. Чинники попиту є більш впливовими, оскільки рішення щодо структури капіталу приймаються самими корпораціями. Мотивація, яка формується під впливом пропозиції, є екзогенною щодо корпорації.

Більшість чинників впливають на структуру капіталу як батьківських фірм ТНК, так і їхніх філій, а також місцевих корпорацій. Однак окремі з них є специфічними для ТНК та значно менше впливають на місцеві корпорації. До цих чинників відносимо валютний ризик та рівень інтернаціоналізації, а також рівень політичного ризику, матеріальний характер активів та комплекс поведінкових чинників.

Існують різні теоретичні та емпіричні підходи, які порівнюють та аналізують структуру капіталу ТНК і місцевих корпорацій. За еkleктичною парадигмою Даннінга ТНК мають унікальні нематеріальні або специфічні активи. Тому вони повинні мати відносно нижчі показники використання позикового капіталу, оскільки наявність нематеріальних активів впливає на зростання прибутковості та підвищення потенціалу зростання. За теорією агентських витрат ТНК також повинні мати менше позикових коштів у структурі капіталу, оскільки рівень агентських витрат та інформаційної асиметрії у них вищий. Численні емпіричні тести дають суперечливі результати, як підтверджуючи, так і спростовуючи висновки наявних теорій.

Головним чинником формування глобальної структури капіталу ТНК є податок на прибуток корпорацій. Для ТНК, на відміну від місцевих корпорацій, сукупний податковий ефект складається з двох субефектів: традиційного ефекту «податкового щита» і «транскордонного» ефекту, який досягається за рахунок застосування стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів. Останній є значно більш впливовим. «Податковий щит» використовується ТНК за двома напрямками – він не лише сприяє зростанню рівня використання позикових коштів, а й стимулює зміну

структури капіталу на користь внутрішньокорпоративної заборгованості.

Стратегія транскордонної оптимізації залучення позикових коштів передбачає оптимізацію ТНК географії залучення позикового капіталу для зменшення податкових платежів за рахунок використання ефекту «податкового щита». Ця стратегія реалізується сучасними ТНК завдяки наявності специфічних внутрішньофірмових механізмів переведення активів – так званих трансферних механізмів, серед яких паралельне кредитування є, на наш погляд, оптимальним із точки зору прихованого впливу на структуру капіталу філій ТНК.

Значний вплив на структуру капіталу філій та батьківських компаній ТНК у рамках податкового чинника справляють вимоги регуляторного середовища в частині обмежень достатності власного капіталу. Такі обмеження впроваджуються для мінімізації ефекту «податкового щита». Вони встановлюють максимальну частку позикових коштів для філій іноземних, хоча іноді стосуються місцевих корпорацій. У результаті ТНК не лише змінюють структуру капіталу філій на користь власних коштів, а й замінюють частку внутрішньої заборгованості зовнішньою.

В Україні це регуляторне положення потребує вдосконалення з урахуванням міжнародного досвіду та вітчизняних реалій. По-перше, значно більш адекватним заходом на тлі потенційних зловживань та виведення коштів з країни видається встановлення обмежень з урахуванням сукупного позикового капіталу, а не лише позик від пов'язаних нерезидентів, як нині. Такі обмеження мають стосуватися принаймні всіх нерезидентів, оскільки доведення пов'язаності також може крити в собі люфт для зловживань. По-друге в ідеалі, з нашої точки зору, такі обмеження слід, принаймні тимчасово, застосовувати й щодо резидентів, хоча б до виходу країни з економічної кризи. Це не дозволить маніпулювати з базою оподаткування.

Ще один чинник впливу на структуру капіталу ТНК слід розглядати із позицій теорії міжнародної диверсифікації інвестицій. Це – схильність до інвестування в акції під впливом валютного ризику. Вплив чинника

валютного ризику на структуру капіталу ТНК реалізується через формування інвесторами пропозиції фінансових ресурсів. Валютні ризики призводять до зміни структури ризику та дохідності цінних паперів, а безризикові боргові папери стають ризиковими. При цьому валютний ризик у випадку боргових паперів складає переважну частину загального ризику – близько 57 %, а для акцій – близько 29 %. Боргові папери, стають відносно менш привабливими для інвесторів, які дедалі більше схиляються до інвестування в акції.

Основні положення та результати цього розділу опубліковані автором в одноосібних роботах [18; 22; 24; 25; 216] та у співавторстві [207; 208].

РОЗДІЛ 3

КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ ТРАНСКОРДОННОГО ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ СУЧАСНИХ ТНК

3.1. Висунення гіпотез та методика формування статистичного масиву дослідження

Як уже зазначалося, значна частина сучасних теоретичних та емпіричних досліджень розглядають статичну структуру капіталу, яка впливає на фінансово-господарські показники корпорацій. Це, зокрема, – традиційний підхід, теорія чистого операційного прибутку, теорія чистого прибутку, частково – компромісна теорія, а головню – домінуюча в сучасних умовах нобелівська теорія Модильяні–Міллера, зокрема її базова версія, а також версія з урахуванням корпоративних податків. У контексті нашої роботи важливим убачається саме цей напрям наукового пошуку, оскільки в рамках статичного характеру структури капіталу ТНК формується специфічний ефект транскордонного фінансового левериджу, який і є предметом нашого дослідження. Тому емпірична частина нашого аналізу присвячена тестуванню впливу структури капіталу на окремі показники результативності функціонування сучасних ТНК.

Відповідно до сутності досліджуваної проблеми, логіки та змісту нашого дослідження, а також до наявних у сучасній літературі підходів, зокрема розроблених у рамках названих теорій структури капіталу, вважаємо за доцільне висунути для емпіричного тестування такі гіпотези.

По-перше, існують сталі відмінності у глобальній структурі капіталу та у рівні транскордонного фінансового левериджу в різних ТНК, що приводить до формування певних сталих моделей впливу структури капіталу на фінансовий леверидж. Ці відмінності великою мірою визначаються галузевою специфікою ТНК. У рамках тестування цієї гіпотези ми маємо на меті з'ясувати ці відмінності (або спростувати їх існування), а також

провести їх кількісну ідентифікацію для виявлення стійких моделей фінансового левериджу. Очікуваний результат тестування – визначення певних галузевих закономірностей, зокрема на основі узагальнень виявлених моделей транскордонного фінансового левериджу. Зважаючи на існування різних аспектів фінансового левериджу, насамперед щодо встановлення залежної змінної – конкретного фінансового показника корпоративної результативності, який виступає об'єктом впливу глобальної структури капіталу, ця гіпотеза буде тестуватися за кількома напрямками, тобто ми аналізуватимемо декілька таких показників. Висунута гіпотеза передбачає, що дослідження різних показників дасть різні результати, а тому моделі транскордонного фінансового левериджу також відрізнятимуться. Статистичне підтвердження або спростування цієї гіпотези доцільно здійснювати на основі багатокритеріального кластерного аналізу, який має показати рівень схожості чи відмінності між галузевими характеристиками описової статистики та результатами кластерного аналізу.

У даному контексті під моделлю транскордонного фінансового левериджу ми розуміємо абстрактне представлення реального процесу формування глобальної структури капіталу ТНК та виникнення внаслідок цього ефекту фінансового левериджу, яке, хоча і є евристичним із погляду формального типу моделі, однак, має чіткі кількісні ідентифікатори, а також статистично визначені та підтверджені ознаки.

По-друге, модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості корпорацій може використовуватися в якості одного із показників структури капіталу та краще характеризувати рівень короткотермінової заборгованості порівняно з традиційним коефіцієнтом. Він також може вживатися в якості характеристики рівня ліквідності та бути застосований як інструмент передбачення криз ліквідності ТНК. У цьому контексті застосування цього коефіцієнта може відігравати важливу прогностичну роль, а також мати певні передбачувальні властивості. Однак таке емпіричне тестування виходить за предметно-об'єктні рамки нашого дослідження та потребує додаткових

розвідок.

Тестування висунутих гіпотез передбачає насамперед формування статистичного масиву для аналізу. Для цього ми обрали корпорації, які входять до рейтингу ТОП-100 найбільших нефінансових ТНК світу ЮНКТАД [202]. Це сто глобальних корпорацій, градація яких здійснюється за абсолютним обсягом зарубіжних активів. Саме цей критерій визначення найбільших ТНК є, на наш погляд, найбільш вдалим з погляду головних ідей нашого дослідження – він наголошує саме на транснаціональному характері діяльності корпорацій, а не, приміром, на обсягах їхніх продажів тощо. Річ у тім, що місцева корпорація може мати навіть більші обсяги продажів порівняно із транснаціональною, однак масштаби її міжнародної діяльності можуть бути значно меншими. А ці масштаби прийнято вимірювати саме часткою зарубіжних операцій. Так, у названому рейтингу для кожної ТНК подається значення спеціального індексу – індексу транснаціональності, який комплексно характеризує рівень залучення компанії до глобальних процесів транснаціоналізації. Він розраховується як середня арифметична проста із трьох показників: частки зарубіжних активів у сукупних активах, частки зарубіжних продажів у сукупних продажах та частки зайнятих за кордоном у сукупній кількості зайнятих. Слід зазначити, що місця ТНК у цьому рейтингу, визначені за цим індексом, можуть не збігатися з місцями, розподіленими за обсягом зарубіжних активів.

Перед вибором саме цих ТНК в якості альтернативи ми розглядали рейтинг Fortune Global 500, до якого входять найбільші за обсягами продажів компанії світу [122]. Багато компаній із першого рейтингу представлені й у другому, однак він не був обраний нами із двох головних причин. По-перше, цей рейтинг побудований за принципом, який не відображає транснаціональний характер діяльності представлених у ньому корпорацій. Теоретично місцеві корпорації можуть мати значно більші обсяги продажів порівняно із ТНК. По-друге, ряд компаній у цьому рейтингу не є транснаціональними взагалі. Обравши цей рейтинг, нам довелося би

проводити додаткове відсіювання компаній. Окрім того, цей рейтинг також охоплює банки, принципи формування структури капіталу яких є зовсім інакшими порівняно з нефінансовими корпораціями.

Ще один методологічний момент, на якому слід зупинитися, стосується вибору нефінансових ТНК. Річ у тім, що структура пасивів нефінансових ТНК, а також їхніх активів та принципи діяльності в цілому суттєво відрізняються від фінансових корпорацій, скажімо ТНБ або інших. У фінансовому секторі використовуються переважно позикові кошти. Частка власного капіталу у структурі пасивів, приміром, великих ТНБ є мінімальною порівняно з нефінансовими корпораціями. Більше того, нормативні заходи регулювання для фінансових корпорацій значно жорсткіші порівняно з нефінансовими, а правила слабкої капіталізації значно суворіші. Усі теорії структури капіталу описують саме процеси, що відбуваються у нефінансовому секторі, а тому коли йдеться про структуру капіталу, в переважній більшості випадків розуміється структура капіталу корпорацій нефінансового сектору.

Отже, рейтинг ЮНКТАД містить 100 транснаціональних корпорацій, які представляють 24 галузі. Слід звернути увагу на те, що сучасні глобальні ринки є переважно олігополізованими, тобто вони представлені кількома великими учасниками, які поділяють левову частку певного ринку. Така ситуація відображена й у даному рейтингу, однак є певна кількість галузей, котрі представлені лише трьома, двома або навіть однією ТНК. На наш погляд, такі галузі доцільно виключити з аналізу, оскільки вони представлені доволі малою кількістю корпорацій, що суттєво знижуватиме надійність висновків стосовно таких галузей і таких компаній. До того ж галузі з однією або двома ТНК є фактично монополіями, для яких характерні зовсім інші принципи діяльності порівняно з олігополіями. У нашій вибірці ми виключили такі галузі, представлені лише однією ТНК, як текстиль, металургія та металеві вироби, видобуток золота, інжинірингові послуги, будівництво, бізнес-послуги та інші споживчі послуги; представлені двома

ТНК – програмне забезпечення, хімічна промисловість, неметалеві мінеральні продукти; трьома ТНК – роздрібна торгівля, транспорт і зберігання. Ще одна галузь – виробництво диверсифікованої продукції, представлена чотирма ТНК, була виключена з вибірки пізніше, оскільки під час збирання статистичного матеріалу виявилось, що сайт однієї з компаній цієї галузі (CITIC Group) не працює, що не дозволило отримати дані цієї компанії. Внаслідок цього галузь фактично перетворилася на таку, котра представлена лише трьома ТНК, а тому підлягає виключенню за первинним критерієм.

Зрештою, наша вибірка містить 73 ТНК, які представляють дев'ять галузей (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

ТНК вибірки, їхня галузева належність та країна базування

№ п/п	№ у галузі	ТНК	Країна базування
1	2	3	4
1. Розвідка, видобуток і продаж нафти (Petroleum exploration, refinery, distribution)			
1	1	OMV AG	Австрія
2	2	BG Group plc	В. Британія
3	3	BP plc	В. Британія
4	4	Royal Dutch Shell plc	В. Британія
5	5	Repsol YPF SA	Іспанія
6	6	Eni SpA	Італія
7	7	China National Offshore Oil Company	Китай
8	8	Petroleum Nasional Berhad (PETRONAS)	Малайзія
9	9	Statoil ASA	Норвегія
10	10	Chevron Corporation	США
11	11	ConocoPhillips	США
12	12	Exxon Mobil Corporation	США

Продовж. табл. 3.1

<i>I</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
13	13	Total SA	Франція
2. Автомобілебудування (Motor vehicles)			
14	1	Fiat Chrysler Automobiles Group	Італія
15	2	BMW AG Group	Німеччина
16	3	Daimler AG	Німеччина
17	4	Volkswagen Group AG	Німеччина
18	5	Ford Motor Company	США
19	6	General Motors Company	США
20	7	Renault SA	Франція
21	8	Volvo Group	Швеція
22	9	Honda Motor Co., Ltd.	Японія
23	10	Nissan Motor Co., Ltd.	Японія
24	11	Toyota Motor Corporation	Японія
3. Виробництво продуктів харчування, напоїв і тютюнових виробів (Food, beverages and tobacco)			
25	1	Anheuser-Busch InBev SA/NV	Бельгія
26	2	British American Tobacco plc	В. Британія
27	3	Diageo plc	В. Британія
28	4	Imperial Tobacco Group plc	В. Британія
29	5	SABMiller plc	В. Британія
30	6	Mondelez International, Inc.	США
31	7	Pepsico, Inc.	США
32	8	The Coca-Cola Company	США
33	9	Nestlé SA	Швейцарія
34	10	Japan Tobacco, Inc.	Японія
4. Виробництво електричного та електронного обладнання (Electrical & electronic equipment)			
35	1	Koninklijke Philips NV	Нідерланди
36	2	Siemens AG	Німеччина
37	3	Samsung Electronics Co., Ltd.	Респ. Корея

Продовж. табл. 3.1

1	2	3	4
38	4	Apple Inc.	США
39	5	General Electric Company	США
40	6	Hewlett-Packard, Inc.	США
41	7	International Business Machines	США
42	8	Hon Hai Precision Industry Co., Ltd. (Foxconn)	Тайвань
43	9	Sony Corporation	Японія
5. Фармацевтика (Pharmaceuticals)			
44	1	AstraZeneca plc	В. Британія
45	2	GlaxoSmithKline plc	В. Британія
46	3	Teva Pharmaceutical Industries Limited	Ізраїль
47	4	Johnson & Johnson	США
48	5	Merck & Co, Inc.	США
49	6	Pfizer, Inc.	США
0	7	Sanofi	Франція
51	8	Novartis AG	Швейцарія
52	9	Roche Holding AG	Швейцарія
6. Комунальна галузь (Utilities (Electricity, gas and water))			
53	1	Iberdrola SA	Іспанія
54	2	Enel SpA	Італія
55	3	E.ON SE	Німеччина
56	4	RWE AG	Німеччина
57	5	Electricite de France SA	Франція
58	6	Engie SA (GDF Suez)	Франція
59	7	Vattenfall AB	Швеція
7. Оптова торгівля (Wholesale trade)			
60	1	ITOCHU Corporation	Японія
61	2	Marubeni Corporation	Японія
62	3	Mitsubishi Corporation	Японія
63	4	Mitsui & Co., Ltd.	Японія
64	5	Sumitomo Corporation	Японія

1	2	3	4
8. Телекомунікаційна галузь (Telecommunications)			
65	1	Liberty Global plc	В. Британія
66	2	Vodafone Group plc	В. Британія
67	3	Telefonica SA	Іспанія
68	4	Deutsche Telekom AG	Німеччина
69	5	Orange	Франція
9. Розробка та видобуток корисних копалин (Mining & quarrying)			
70	1	BHP Billiton Limited & plc	Австралія
71	2	Anglo American plc	В. Британія
72	3	Rio Tinto plc	В. Британія
73	4	Glencore International AG	Швейцарія

Примітки:

1. Складено автором.
2. Назви ТНК збережені в оригінальному варіанті.
3. Критерій сортування ТНК у таблиці в рамках галузі обрано довільно – за країною базування, а в рамках однієї країни базування – за назвами ТНК в алфавітному порядку.
4. Назви галузей подані разом із оригінальними назвами англійською мовою в дужках.

Слід зазначити, що наведена класифікація галузей використовується ЮНКТАД із посиланням на «Стандарти промислової класифікації», які застосовуються Комісією з цінних паперів і фондових бірж США¹. Вона подекуди відносить доволі схожі за сферою діяльності компанії до різних сфер, тоді як доволі різноманітні компанії об'єднує у рамках однієї галузі. Приміром, одна із галузей має назву Food, beverages and tobacco – («Виробництво продуктів харчування, напоїв і тютюнових виробів») – при тому, що компанії з виробництва тютюну та відповідних виробів суттєво відрізняються від інших компаній галузі за низкою показників результативності. Тому в рамках формування нашої вибірки ми зробили декілька коректив. Зокрема, в галузі з розвідки, видобутку та продажу нафти

¹ Це посилання є, на нашу думку, важливим, оскільки в різних джерелах можна зустріти різну класифікацію галузей.

було представлено 12 ТНК, і ще одна¹ – в галузі розвідки та розробки нафтових і газових родовищ. Ми об'єднали ці ТНК в одну галузь, яку для спрощення називатимемо нафтовою галуззю. Однак слід зазначити, що більшість компаній цієї галузі займаються, крім нафти, ще й природним газом.

Вищезгадана галузь із виробництва продуктів харчування, напоїв і тютюнових виробів охоплює дев'ять ТНК. По одній корпорації містять галузі під назвами Food (Cargill американського базування) і Тобассо (Imperial Tobacco Group plc британського базування)². Ці ТНК були об'єднані, але, як виявилось пізніше, Cargill є приватною корпорацією, на офіційному сайті якої жодних даних не представлено. Тому вона була виключена з вибірки. У галузі розробки та видобутку корисних копалин одна компанія також була виключена з вибірки – бразильська Vale SA, оскільки її даних на офіційному сайті компанії також не було. Сама ж вибірка у підсумку вміщує 13 ТНК нафтової галузі, 11 автомобілебудівних корпорацій, 10 ТНК харчової галузі, дев'ять компаній із виробництва електроніки, дев'ять фармацевтичних ТНК, сім комунальних компаній, п'ять корпорацій оптової торгівлі, п'ять телекомунікаційних ТНК та чотири корпорації із розробки та видобутку корисних копалин³.

Статистичний масив для дослідження сформований на основі даних фінансової звітності зазначених ТНК, яку ми брали з офіційних сайтів корпорацій. Необхідність проведення такої роботи зумовлена відсутністю статистичних баз, які б містили необхідні дані, тим більше безкоштовних. Існує незначна кількість платних баз даних⁴, передплата на які в Україні відсутня. Однак навіть у платних базах даних існує багато обмежень. Так, деякі бази подають інформацію лише стосовно місцевих корпорацій. Нам

¹ Це – британська ТНК BG Group plc, офіційна назва галузі – Oil and gas field exploration.

² Теоретично можна навіть припустити, що це – незначні помилки у назвах галузей.

³ У нашому дослідженні для спрощення ми вживатимемо скорочені назви галузей та компаній. У повному вигляді вони наведені в табл. 3.1.

⁴ Під незначною кількістю ми розуміємо те, що баз даних корпоративного сектору в принципі дуже мало порівняно, скажімо, із базами даних макроекономічної статистики.

удалося встановити існування таких баз даних, приміром у США (наприклад Factiva, COMPUSTAT). Інші бази дають статистику лише щодо ТНК окремих країн базування.

На жаль, не вдалося достеменно встановити, чи існують бази даних саме за ТНК різних країн базування. На наш погляд, це можна пояснити п'ятьма чинниками. По-перше, діяльність транснаціональних корпорацій щільно пов'язана з проблематикою оподаткування, яку кожна країна вважає виключно своєю компетенцією. Тому розголошення інформації про ТНК власного базування часто є не вигідним для країни базування, а також для самих ТНК. По-друге, проблема мультивалютності. Формування спільної бази даних фінансової звітності для корпорацій, які складають її в різних валютах є проблематичним з огляду на те, за яким курсом здійснювати конвертацію. По-третє, якщо відносно новітні статистичні дані – дець із середини 2000-х років – є доступними у більш-менш уніфікованому форматі, то давніша інформація надзвичайно строката. Річ у тім, що тенденції до уніфікації фінансової звітності корпорацій посилюються лише нещодавно. По-четверте, в різних країнах існують різні правила та / або традиції щодо хронології фінансового року. Так, у більшості країн Європи та у США фінансовий рік починається з січня, а завершується 31 грудня. У Японії та деяких країнах Азії він починається 1 квітня, а завершується 31 березня. Тому законодавство низки країн передбачає можливість різної хронологізації фінансового року. По-п'яте, щодо деяких компаній дані за більш ранні періоди просто відсутні. Це зумовлено бурхливими процесами злиттів та поглинань, які постійно тривають на глобальному ринку [50]. Часто трапляється так, що перед злиттям чи поглинанням існувала одна ТНК, а після – вже інша, яка має інші показники продажів, прибутків, активів і т. д. Для окремих ТНК, часто задіяних у таких процесах, фінансова звітність може в принципі існувати не більше декількох років. Цих проблем можна уникнути при проведенні конкретного аналізу, однак у рамках формування зведеної бази даних вони потребують більш фундаментального вирішення.

Отже, за кожною із 73-х ТНК нашої вибірки ми зняли з офіційних сайтів корпорацій балансові звіти й звіти про прибутки та збитки¹ за період від 2000 до 2014 р.² Ці звіти представлені переважно в рамках щорічних корпоративних звітів³. Рідше фінансова звітність подається окремо. Усі звіти є консолідованими, тобто охоплюють сукупність усіх операцій батьківської ТНК та всіх її філій, відділень та інших структурних підрозділів. Із погляду хронології не всі ТНК подають звітність за повний період, визначений у нашому дослідженні. Це стосується переважно більш ранніх періодів. Приміром, щодо деяких корпорацій спостереження починаються з 2005 року, щодо інших – пізніше, а щодо третіх – раніше. У декількох випадках дані завершуються 2013-м, а не 2014-м роком. Це не має вирішального значення для нашого дослідження, оскільки у принципі не впливає на галузеві усереднення, а статистичні програмні продукти, які ми використовували, мають власні алгоритми вирішення проблеми відсутності окремих даних.

У готовому вигляді ми взяли з фінансової звітності дві групи показників. Перша група – це, власне, лише чистий прибуток, який подається у звіті про прибутки та збитки у вартісному вираженні. Він враховує прибуток, отриманий в результаті як регулярної діяльності, так і допоміжної. Чистий прибуток – це показник, який ураховує прибуток не лише контролюючих акціонерів батьківської компанії, а й міноритарних власників. На цьому ми наголошуємо, оскільки іноді під чистим прибутком розуміється прибуток, доступний лише для мажоритарних власників.

Друга група – вісім показників консолідованого балансового звіту ТНК. Це поточні активи, сукупні активи, короткотерміновий борг, поточні пасиви,

¹ Методологія побудови та аналізу цих типів корпоративних фінансових звітів розглядалася у розділі 1, а також у Додатку Е.

² Слід зазначити, що типова практика організації web-сайтів ТНК передбачає існування спеціальної рубрики, яка орієнтована на інвесторів та акціонерів корпорації. У більшості випадків ця рубрика має назву Investors, або Investor Relations, або Shareholders Information, або Publications. Саме в цих рубриках подається корпоративна звітність. Для оптимізації обсягу списку використаних у нашому дослідженні джерел ми не стали вносити до нього адреси всіх 73 web-сайтів, оскільки це надто перевантажило би роботу. Використану інформацію, однак, дуже легко знайти в зазначених рубриках, а самі сайти ТНК здебільшого мають такий формат – «назва ТНК.com». Даний шаблон назв офіційних сайтів застосовується у понад 95 % випадків.

³ Annual reports.

довготерміновий борг, довготермінові пасиви, сукупні пасиви та власний капітал. Усі показники цієї групи подаються у вартісному вираженні та характеризують певний результат діяльності ТНК станом на кінець відповідного фінансового року. Особливістю відображення статей у розділі активів є те, що подеколи там виникає специфічна стаття, яка за своїм змістом не відноситься до капітальних активів, однак і не є поточним активом. Це – активи, що підлягають продажу¹. Іноді вони вводяться окремим рядком до поточних активів, однак здебільшого просто виділяються окремо – поряд із поточними та капітальними активами. У нашій вибірці ми вводили цю статтю до поточних активів, оскільки все ж виручка від продажу цих активів є реальною ліквідністю, часто – абсолютною, коли продаж здійснюється за готівку. А оскільки головним напрямом використання даних за поточними активами у нашому дослідженні є розрахунок модифікованого коефіцієнта короткотермінової заборгованості, то саме така ліквідність нас і цікавить.

Дані щодо заборгованості ТНК представлені двома статтями – короткотерміновий борг (поточні пасиви) та довготерміновий борг (довготермінові пасиви). Слід наголосити, що ми не застосовуємо бухгалтерський підхід щодо ідентифікації боргу, який передбачає віднесення до позикового капіталу всіх пасивів. Про це ми детально говорили у розділі 2. Пасиви корпорації з операційної точки зору не є операціями із залучення ресурсів. Ми використовуємо суто економічне трактування позикового капіталу. Звідси короткотерміновий борг – це лише та частина поточних пасивів, яка вміщує короткотерміновий борг (терміном до одного року), а також поточну частину довготермінового боргу, котра підлягає виплаті впродовж одного року. При цьому поточна частина довготермінового боргу іноді не виділяється у пасивах окремою статтею, а залучається до короткотермінового боргу. Довготерміновий борг – це лише та частина довготермінових пасивів, яка містить власне довготерміновий борг та

¹ Assets held for sale.

лізингові платежі. Короткотерміновий борг та довготерміновий борг разом складають позиковий капітал ТНК.

Що стосується позикового капіталу, то тут слід мати на увазі два методологічні нюанси. По-перше, до боргу ми відносимо боргові зобов'язання за деривативами. У ряді випадків вони виділяються у пасивах окремими статтями – у частині як поточних пасивів, так і довготермінових. У більшості компаній вони не виділяються окремо, а якщо існують, то включаються за замовчанням до боргу. По-друге, позиковий капітал зазвичай потребує сплати відсотків. Окремі типи позик можуть бути безвідсотковими. Вони трапляються доволі рідко, а якщо є, то можуть виділятися у пасивах окремими статтями. У нашому дослідженні безвідсоткові позики не вводяться до боргу.

Формування статистичного масиву із зазначених показників супроводжувалося рядом проблемних моментів, які не впливають на результати нашого дослідження, однак потребують окремих коментарів. По-перше, це ведення різними ТНК звітності у різних валютах. Переважна частина ТНК вибірки подають звітність у доларах США, і це стосується також неамериканських корпорацій. Однак деякі ТНК застосовують валюти країни базування. Інші ТНК подають звітність в одній валюті упродовж декількох років, а потім переходять на іншу. На перший погляд, цей аспект викликає занепокоєння. Однак у нашому аналізі ми використовуємо лише відносні дані, що вимірюються у відсотках або є коефіцієнтами. Тому проблема різновалютності не справлятиме жодного впливу на результати, навіть якщо звітність якихось років була в одній валюті, а якихось – в іншій. По-друге, це різна хронологія обліку фінансового року в різних країнах, про що вже згадувалося. Ми не маємо жодної можливості вирішити дану колізію, однак вважаємо, що з аналогічних до вищенаведених причин це не здійснюватиме суттєвого впливу на результати нашого дослідження, а якщо і матиме, то незначний. По-третє, це питання про кінець фінансового року. Зазвичай це останній календарний день місяця. Однак, на практиці не зовсім

так: останнім днем фінансового року, станом на який фіксуються всі статистичні дані, виступає останній робочий день фінансового року. Приміром, якщо фінансовий рік завершується 31 грудня, як у більшості досліджуваних ТНК, а 30 і 31 грудня – відповідно субота та неділя, то реальним останнім днем фінансового року буде 29 грудня. Це стосується всіх даних, представлених у нашому дослідженні.

Ще один використаний нами показник – ринкова вартість акцій ТНК станом на кінець відповідного періоду. Ці дані ми брали не з фінансової звітності, а з фінансового порталу Yahoo Finance [215], який сьогодні є, на наш погляд, найкращим безкоштовним фінансовим порталом. Слід зазначити, що на цьому сайті подаються котирування акцій корпорацій на різних біржах, а сучасні ТНК, як відомо, мають крос-котирування на кількох торговельних майданчиках та у позабіржових торговельних системах. У порядку пріоритету ми обирали ті біржі, які є місцевими для штаб-квартири ТНК, однак такі дані подавалися не завжди. Наступним вибором у наших пріоритетах була інша відома біржа, при цьому перевага віддавалася тій, що мала тривалішу історію котирувань. У сучасному глобалізованому світі ринки є доволі ефективними, а вартість цінних паперів змінюється по всьому світі, тому вибір біржі майже не має суттєвого значення. У рідких випадках знайти якісь дані на Yahoo Finance не вдавалося, тому ми використовували фінансовий портал Bloomberg [86]. За наявності різних бірж також виникло питання різних валют. У більшості випадків валюта даних фінансової звітності збігається з валютою котирування акцій, однак подеколи вони різняться. Це може викликати певні методологічні запитання, однак у статистичному сенсі не впливає на результати нашого дослідження. З погляду застосування статистичних методів аналізу це просто ряд даних, який має певні одиниці вимірювання, а нас цікавитиме його динаміка разом із динамікою інших показників.

Що ж стосується самих цін, то вони є скоригованими цінами закриття¹. Це означає, що всі ціни хронологічно порівнювані, оскільки скориговані на дивідендові виплати та спліти. Спліти, як відомо, є дрібненням або укрупненням акцій, що безпосередньо впливає на їхню поточну ринкову вартість, однак не впливає на ринкову капіталізацію самої компанії. Тому для адекватного відображення рівня капіталізації фактичні ціни піддають коригуванню для врахування названих аспектів. Ціна закриття – це ціна, яка була встановлена в останній операції з даними цінними паперами певного торгового періоду. У нашому випадку торговим періодом є рік, а ціни – відповідно – є цінами річного закриття. Слід зазначити, що для ТНК із завершенням фінансового року 31 грудня ми брали й ціни акцій станом на 31 грудня – так само як для компаній, що завершують фінансовий рік 31 березня, ми використовували ціни акцій станом на 31 березня. Проте, як зазначалося вище, ціна кінця періоду може й не бути ціною 31 грудня або 31 березня, що залежить від того, які дні в кінці даного місяця були робочими й торговими.

Слід також звернути увагу на такий формальний момент. Оскільки скоригована ціна закриття є штучним статистичним показником, то вона, на відміну від реальної біржової ціни, може набувати будь-яких значень. Так, реальна ціна змінюється на біржі або у позабіржових торговельних системах із певним кроком – «тіком», що визначається регламентом. На деяких біржах США, приміром, стандартним тіком є п'ять центів за акцію, тобто вона не може коштувати, скажімо, 35,23 \$, а може лише 35,20 \$ чи 35,25 \$. На скориговані ціни це правило не поширюється.

Розглянуті групи показників складають описовий блок статистичної бази нашого дослідження. Наступним кроком є формування розрахункового блоку вибірки. Він містить дві групи показників, які були розраховані для кожної ТНК у кожному році з наявною статистикою: коефіцієнти структури капіталу та показники, що характеризують ефект фінансового левериджу. Серед

¹ Adjusted close price.

коефіцієнтів структури капіталу ми розраховували коефіцієнт заборгованості (Ж.3), коефіцієнт довготермінової заборгованості (Ж.4), коефіцієнт короткотермінової заборгованості (Ж.5) та модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості (1.12), які для зручності виражені у відсотках. Оскільки для розрахунку коефіцієнта короткотермінової заборгованості потрібні ще два додаткові показники, ми також розраховували коефіцієнти поточної ліквідності для кожної ТНК у кожному році (1.10) та середньогалузеві коефіцієнти поточної ліквідності, які разом дозволили розрахувати компенсаційний множник (1.11). Середньогалузеві коефіцієнти поточної ліквідності були розраховані як середні арифметичні прості з відповідних показників кожної ТНК галузі за певний рік.

Серед показників, які ми застосовуватимемо для оцінювання ефекту транскордонного фінансового левериджу, були розраховані такі коефіцієнти прибутковості, як дохідність активів – ROA (Ж.1) та дохідність акціонерного капіталу – ROE (Ж.2).

Щодо ринкової вартості акцій, то вона, з одного боку, є вартістю корпорації та вважається одним із найбільш типових показників для оцінювання ефекту фінансового левериджу. В різних версіях вона враховується в теорії чистого операційного прибутку, теорії Модильяні–Міллера, традиційному підході, компромісній теорії. Окрім того, важливою теоретичною обставиною в цьому сенсі є абсолютне домінування в сучасній теорії корпоративних фінансів моделі максимізації добробуту акціонерів, яка вважає ключовою метою корпоративного управління зростання ринкової вартості акцій у довготерміновій перспективі. Таке домінування значною мірою пояснює те, що інші аспекти досліджені менше.

За всіма показниками розрахункового блоку на основі методу середньої арифметичної простої були розраховані середньогалузеві значення для кожного року. В якості однієї з технічних альтернатив ми розглядали метод середньої арифметичної зваженої із, скажімо, зважуванням за обсягами продажів. Однак, на нашу думку, такий метод не дав би нам значних

статистичних переваг, оскільки в рамках галузей немає разючих відмінностей між компаніями з погляду обсягів продажів, а тому зважена середня несуттєво відрізнялася би від простої.

Для проведення галузевих узагальнень за кожною ТНК та галуззю ми розраховали середню арифметичну просту для всіх показників, а також стандартні відхилення та коефіцієнти варіації (Додаток К). Шаблон даних описового та розрахункового блоків нашого дослідження наведений у Додатку Л.

3.2. Галузевий аналіз ефективності транскордонного фінансового левериджу

Аналізуючи ТНК окремих галузей, слід насамперед визначити, який вплив чинить структура капіталу на їхній фінансовий леверидж. Серед розрахованих нами показників, описаних у попередньому підрозділі, у якості характеристик структури капіталу розглянемо спочатку всі чотири коефіцієнти: коефіцієнт заборгованості, коефіцієнт довготермінової заборгованості, коефіцієнт короткотермінової заборгованості та модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості. Щодо показника, який характеризує власне фінансовий леверидж, то розглянемо передусім чистий прибуток ТНК – ROE та ROI, а також поточну ринкову вартість акцій корпорації. Виявлення ефекту фінансового левериджу та його кількісна ідентифікація передбачають статистичну перевірку впливу кожного з чотирьох коефіцієнтів структури капіталу на кожний із чотирьох результативних показників.

Зазначимо, що, виходячи із формального погляду та визначень, наведених у розділі 1, під показниками, що характеризують фінансовий леверидж, слід розуміти ті, які визначають певний фінансово-господарський ефект для корпорації. Серед наших показників такими є чистий прибуток, ROE та ROI, окрім ринкової вартості акції. У цьому контексті доцільно вести

мову про два види фінансового левєриджу: прямий та непрямий. Економічний ефект, пов'язаний із першими трьома показниками, є прямим фінансовим левєрижем¹. Він впливає на окремі показники результативності корпорації, що пов'язані з чистим прибутком, або, іншими словами, на показники, які фіксуються після виплати відсотків за позиковим капіталом. Окрім чистого прибутку це може бути прибуток до сплати податків (ЕВТ). Вплив структури капіталу на ринкову вартість акцій не є прямим результатом, тому його слід розглядати як непрямий фінансовий левєридж. У принципі, окрім ринкової вартості акцій корпорації, це може бути й інший показник, безпосередньо не пов'язаний із виплатою відсотків за позиковими коштами.

На першому етапі нашого емпіричного дослідження, застосовуючи традиційний кореляційний аналіз, ми спочатку маємо на меті виявити силу зв'язку між зазначеними показниками, яку ми розглядатимемо як статистичне підтвердження існування ефекту фінансового левєриджу. Для цього ми використали традиційний коефіцієнт кореляції, котрий розраховується за формулою (К.3).

На другому етапі побудова регресійних моделей для окремих пар зазначених показників дасть можливість встановити кількісні параметри ефекту транскордонного фінансового левєриджу та зробити певні узагальнення. Проводити такий аналіз ми будемо у форматі окремих галузей.

Формування розрахункового блоку нашого дослідження здійснювалося на основі програмного продукту Microsoft Excel 2013 – це комплекс простих розрахунків, що не потребують спеціального програмного забезпечення. Усі наступні розрахунки, зокрема кореляційний аналіз, регресійний аналіз та кластеризація, проводилися у програмному пакеті STATISTICA від StatSoft. Inc.

Результати кореляційного аналізу фінансового левєриджу ТНК нафтової

¹ Це – показники, розглянуті в нашому дослідженні, хоча в принципі це можуть бути будь-які інші показники.

галузі наведені в табл. М.1 Додатка М. Із проведених розрахунків випливає ціла низка висновків. По-перше, середньогалузева структура капіталу у нафтовій сфері передбачає використання 25,86 % позикових коштів, при цьому коефіцієнт довготермінової заборгованості складає 20,25 %, а коефіцієнт короткотермінової заборгованості та модифікований коефіцієнт – відповідно 5,61 та 7,12 % (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Порівняльна таблиця окремих показників ТНК різних галузей

Показник	Галузь									Разом
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>I</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
DR, у %	25,86	62,67	41,18	35,98	31,37	55,93	71,24	57,95	35,26	–
LTDR, у %	20,25	29,04	28,09	24,57	24,28	39,54	52,74	46,68	27,12	–
SHTDR, %	5,61	29,04	13,09	11,41	7,08	16,38	18,50	11,27	8,14	–
MODIF, %	7,12	29,38	15,05	10,12	8,21	13,24	18,64	11,64	9,22	–
ROE, %	21,77	8,73	26,67	15,89	23,99	12,33	12,47	11,36	20,38	–
ROI, %	10,42	2,67	10,00	5,17	10,17	3,19	2,55	3,45	10,01	–
Кількість сильних значущих кореляцій, більших від 0,75 										
DR – Price	0	0	2	1	1	0	2	1	1	8
DR – NI	2	1	0	2	0	1	3	0	1	10
DR – ROE	2	0	1	0	1	1	0	0	0	5
DR – ROI	2	3	4	1	2	1	2	0	0	15
LTDR – Price	0	0	1	0	0	1	1	1	0	4
LTDR – NI	2	2	0	1	0	1	2	0	1	9
LTDR – ROE	1	2	1	1	1	0	0	0	1	7
LTDR – ROI	2	2	1	1	3	1	0	0	1	11
SHTDR – Price	2	1	1	1	0	2	1	0	0	8
SHTDR – NI	1	0	0	1	1	0	2	0	0	5
SHTDR – ROE	1	0	1	1	0	0	0	0	0	3
SHTDR – ROI	1	0	1	0	0	2	1	0	0	5
MODIF – Price	2	0	0	1	0	0	1	0	0	4
MODIF – NI	0	0	0	0	1	0	1	0	0	2
MODIF – ROE	1	0	1	0	0	1	1	0	0	4
MODIF – ROI	1	0	0	0	0	2	1	0	0	4

Продовж. табл. 3.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Кількість сильних значущих кореляцій, більших від 0,75 , у % від загальної кількості ТНК у галузі										
DR – Price	0,0	0,0	20	11,1	11,1	0	40	20	25	11,0
DR – NI	15,4	9,1	0	22,2	0	14,3	60	0	25	13,7
DR – ROE	15,4	0	10	0	11,1	14,3	0	0	0	6,8
DR – ROI	15,4	27,3	40	11,1	22,2	14,3	40	0	0	20,5
LTDR – Price	0	0	10	0	0	14,3	20	20	0	5,5
LTDR – NI	15,4	18,2	0	11,1	0	14,3	40	0	25	12,3
LTDR – ROE	7,7	18,2	10	11,1	11,1	0	0	0	25	9,6
LTDR – ROI	15,4	18,2	10	11,1	33,3	14,3	0	0	25	15,1
SHTDR – Price	15,4	9,1	10	11,1	0	28,6	20	0	0	11,0
SHTDR – NI	7,7	0	0	11,1	11,1	0	40	0	0	6,8
SHTDR – ROE	7,7	0	10	11,1	0	0	0	0	0	4,1
SHTDR – ROI	7,7	0	10	0	0	28,6	20	0	0	6,8
MODIF – Price	15,4	0	0	11,1	0	0	20	0	0	5,5
MODIF – NI	0,0	0	0	0	11,1	0	20	0	0	2,7
MODIF – ROE	7,7	0	10	0	0	14,3	20	0	0	5,5
MODIF – ROI	7,7	0	0	0	0	28,6	20	0	0	5,5
Середньогалузевий коефіцієнт варіації, у %										
DR	<u>21,3</u>	<u>11,7</u>	<u>23,6</u>	22,4	<u>28,1</u>	<u>13,4</u>	<u>11,2</u>	<u>9,9</u>	<u>26,1</u>	<u>18,6</u>
LTDR	25,8	16,1	29,4	28,7	38,0	16,7	9,4	11,4	26,1	22,4
SHTDR	53,4	19,0	44,1	36,5	52,2	35,4	31,2	28,6	66,0	40,7
MODIF	64,8	24,0	57,0	43,0	71,4	38,0	32,2	37,7	79,3	49,1
TD	38,9	35,7	42,3	22,5	46,1	30,4	14,8	22,8	40,4	32,7
TL	28,2	22,0	30,9	18,5	33,0	22,4	13,4	19,6	29,0	24,1
Equity	29,7	33,6	27,1	22,2	30,1	24,7	44,0	23,4	44,1	31,0

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Нумерація галузей відповідає їхньому порядковому номеру в загальній вибірці, яка наведена в табл. 3.1. Це зроблено з огляду на те, що назви галузей просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено ті середньогалузеві значення варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх інших наведених варіацій.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.

Слід зазначити, що рівень заборгованості в галузі є показником доволі сталим. Він має невисокі абсолютні значення коефіцієнта варіації: його середньогалузевий рівень становить 21,3 % (для коефіцієнта заборгованості – найнижчий серед інших середньогалузевих показників), а також має низький відносний рівень волатильності: для шести із 13 ТНК галузі його значення є найнижчим серед коефіцієнтів варіації інших показників, а ще для трьох корпорацій перевищує лише один показник (здебільшого несуттєво)¹.

По-друге, щодо щільності зв'язку, то тут наведені кореляції не дозволяють одразу зробити однозначний висновок. Наголосимо, що доцільно брати до уваги лише статистично значущі показники, тобто такі, що виключають випадковість кореляційного зв'язку з урахуванням кількості спостережень. По суті статистична значущість виявляється на основі t-критерію, у нашому випадку із рівнем значущості 95 %². Логічна різниця між статистично значущими та незначущими кореляціями полягає в наступному. Кореляції, які не є статистично значущими, не виключають існування зв'язку. Статистично значущі показники підтверджують його не випадкове існування.

Поряд зі значущістю другим критерієм прийняття до уваги кореляцій є їхнє абсолютне значення. У принципі за високих абсолютних значень коефіцієнта кореляції його можна враховувати навіть за відсутності статистичної значущості, що, однак, потребуватиме додаткового обґрунтування. Однозначних критеріїв градації коефіцієнта кореляції не існує, однак, як правило, високими вважаються показники, що перевищують $|0,75|$ [7, с. 17]. Це – сильна кореляція. Ми братимемо до уваги лише статистично значущі кореляції, що перевищують $|0,75|$.

Із табл. М.1 Додатка М видно, що, навіть відкинувши невеликі статистично значущі кореляції, неможливо чітко визначити, яка пара

¹ У даній таблиці ми навели лише три показники – ті, що пов'язані зі структурою капіталу, тоді як аналогічні розрахунки були проведені для всіх показників описового та розрахункового блоків. У переважній більшості випадків варіація коефіцієнта заборгованості є значно нижчою (часто найнижчою) для більшості з цих показників.

² У більшості подібних тестів це – стандартний рівень значущості, який передбачає, що $p < 0,05$.

кореляцій якнайкраще характеризує фінансовий леверидж. Суто номінально, приміром, для коефіцієнта загальної заборгованості таких кореляцій залишилося більше – шість проти п'яти для коефіцієнта довготермінової заборгованості. Однак це не дозволяє стверджувати, що перший коефіцієнт краще застосовувати для аналізу фінансового левериджу. У рамках такого аналізу ми маємо статистично визначити, який саме із двох зазначених коефіцієнтів краще використовувати. При цьому обидва коефіцієнти короткотермінової заборгованості аналізуються радше для того, аби виявити, який є кращим серед них. При цьому для аналізу фінансового левериджу в цілому вони не використовуватимуться, що навіть не передбачено наявними в літературі підходами.

Аналізуючи щільність зв'язку, слід мати на увазі такий важливий момент. Структура капіталу є лише одним із чинників, який впливає на досліджувані показники результативності – чистий прибуток, ROE та ROI. На наш погляд, структура капіталу – далеко не перший серед них. Тому кореляційна щільність зв'язку в принципі може бути несуттєвою, передбачаючи при цьому значний фінансовий леверидж. З іншого боку, надто висока кореляція може бути лише статистичною – при тому, що багато інших чинників не враховано.

Щодо показників результативності, то бачимо, що непрямий фінансовий леверидж є меншим – перші два коефіцієнти заборгованості не показали залежності в парах із ринковою вартістю акції. При цьому вони приблизно однаково показали зв'язок із показниками прямого фінансового левериджу.

По-третє, попри відсутність чітких статистичних ознак того, які саме пари показників якнайкраще відображають фінансовий леверидж, напрями зв'язку між показниками простежуються доволі чітко. Для коефіцієнта заборгованості та коефіцієнта довготермінової заборгованості переважна більшість кореляцій є від'ємними. Для ROE та ROI лише одна ТНК має позитивні кореляції з коефіцієнтом заборгованості, а для коефіцієнта довготермінової заборгованості – лише чотири ТНК, а ще одна – лише для

ROE. Щодо кореляції з чистим прибутком, то вона є позитивною лише для двох ТНК у кожній групі кореляцій.

По-четверте, обидва короткотермінові коефіцієнти мають у цілому значно нижчі кореляції, а тому меншою мірою характеризують фінансовий леверидж. Однак обидва показують значні кореляції для ринкової вартості акцій для двох ТНК. Це не дає достатніх підстав для висновків, однак у разі наявності аналогічних результатів для інших галузей такі залежності слід буде взяти до уваги.

По-п'яте, сталість структури капіталу, а також переважно негативні кореляції дозволяють, на наш погляд, статистично підтвердити положення про існування оптимальної структури капіталу, яке передбачено низкою теорій. Після досягнення цього рівня фінансовий леверидж як функція структури капіталу стає спадним, а його варіація стабілізується. Цей висновок слід вважати правильним за припущення, що такий рівень уже досягнуто досліджуваними ТНК. Додатковим підтвердженням даного висновку є значно більша варіація обох короткотермінових коефіцієнтів структури капіталу. Фінансовий зміст у цьому є таким. Відхилення від оптимуму коефіцієнта заборгованості відбувається скоріше внаслідок неочікуваних змін у рівні довготермінової заборгованості та потребує відновлення. Таке відновлення, імовірно, здійснюється за рахунок саме короткотермінової заборгованості. А оскільки абсолютний рівень коротко- та довготермінової заборгованості відрізняється в рази, то коефіцієнт варіації короткотермінових коефіцієнтів також у рази перевищує аналогічні показники за довготерміновими коефіцієнтами.

Ще одним доказом існування оптимальної структури капіталу можна, з нашої точки зору, вважати те, що навіть та незначна кількість позитивних кореляцій є слабкими. Так, для коефіцієнта заборгованості лише 11 із 51 кореляцій є додатними. Серед них немає жодної сильної кореляції, вісім є середніми – від 0,25 до 0,75 (найбільша становить 0,69), а три – слабкі (0,10; 0,12 та 0,25). Схожу ситуацію спостерігаємо для інших коефіцієнтів. Слабкі

позитивні кореляції означають, що в цих ситуаціях якщо і зберігся позитивний ефект фінансового левериджу, то він є незначним. Це означає, що структура капіталу наближається або майже наблизилася до свого оптимуму.

Для ТНК автомобілебудівної промисловості характерним є відносно високий рівень використання позикових коштів. Середньогалузевий коефіцієнт заборгованості складає 62,67 %, а довготермінової заборгованості – 29,04 % (див. табл. 3.2). Слід також зазначити, що в цій галузі ТНК використовують значні обсяги короткотермінового позикового капіталу. Коефіцієнти короткотермінової заборгованості складають відповідно 29,04 та 29,38 %. При цьому рівень заборгованості є сталим, а середньогалузевий коефіцієнт варіації – ще меншим, ніж у нафтовій галузі. Він становить лише 11,7 % та є найменшим серед усіх середньогалузевих варіацій. Для восьми із 11 ТНК галузі варіація коефіцієнта заборгованості є найнижчою серед усіх наведених варіацій, а ще для однієї корпорації перевищує лише один показник.

Спостережувані кореляції також не дозволяють однозначно виділити кращу характеристику структури капіталу (табл. М.2 Додатка М). Як коефіцієнт заборгованості, так і коефіцієнт довготермінової заборгованості впливають на результативні показники, більшою мірою – на ROI. Як і у випадку нафтової галузі, не спостерігається значний вплив на ринкову вартість акцій досліджуваних ТНК. Зазначимо також, що коефіцієнт заборгованості не спричинює значущий вплив на ROE жодної ТНК.

Як і для нафтової галузі, більшість кореляцій для довготермінових коефіцієнтів є від'ємними. Лише три з 11 ТНК мають позитивні кореляції в парах коефіцієнта заборгованості з ROE та ROI, а в парах із коефіцієнтом довготермінової заборгованості – лише одна корпорація. Щодо чистого прибутку, то позитивні кореляції мають лише дві ТНК – для обох довготермінових коефіцієнтів заборгованості.

Важливу закономірність спостерігаємо для короткотермінових

коефіцієнтів заборгованості. Вони практично не показують значущих кореляцій, окрім однієї – для короткотермінового коефіцієнта та поточної ринкової вартості.

Аналогічно до нафтової галузі, всі наведені висновки також підтверджують тезу про існування оптимального рівня структури капіталу.

Аналізуючи фінансовий леверидж ТНК харчової промисловості, зазначимо, що він відрізняється від попередніх двох галузей у кількох важливих моментах, хоча й має багато спільного (табл. М.3 Додатка М).

По-перше, середньогалузевий коефіцієнт заборгованості складає 41,18 %, а довготермінової заборгованості – 28,09 %. Короткотермінові коефіцієнти дорівнюють відповідно 13,09 та 15,05 % (див. табл. 3.2). Як бачимо, рівень заборгованості суттєво перевищує показники нафтової галузі, однак є значно меншими від автобудівної. У цій галузі коефіцієнт заборгованості є значно менш сталим – його середній коефіцієнт варіації дорівнює 23,6 %, однак він усе ж найменший серед усіх середніх варіацій. Відносно висока варіація коефіцієнта заборгованості підтверджується також тим, що він є найменшим із-поміж усіх коваріацій лише для двох ТНК, а ще для чотирьох є другим найменшим.

По-друге, щодо власне ефекту фінансового левериджу, то у харчовій промисловості він виражений більш чітко. У парах із довготерміновими коефіцієнтами спостерігаємо значно більшу кількість статистично значущих сильних кореляцій. Жоден із довготермінових коефіцієнтів не має сильної значущої кореляції для чистого прибутку, але коефіцієнт заборгованості показує таку кореляцію для показника ROI. Також зазначимо, що у цій галузі з'являються значущі статистичні ознаки непрямого фінансового левериджу: коефіцієнт заборгованості дає дві сильні значущі кореляції для ринкової вартості акцій, а довготермінової заборгованості – одну.

По-третє, подібно до попередніх галузей для ТНК харчової промисловості чітко спостерігається обернений напрям фінансового левериджу для показників ROI та ROE для обох довготермінових

коефіцієнтів – по сім ТНК із 10 для кожного. Менш однозначною є ситуація для чистого прибутку: для коефіцієнта заборгованості від’ємні кореляції мають сім ТНК із 10, а для коефіцієнта довготермінової заборгованості – лише чотири.

По-четверте, щодо коефіцієнтів короткотермінової заборгованості, то традиційний дає більшу кількість статистично значущих сильних кореляцій, однак неможливо однозначно стверджувати, що самі кореляції є нижчими порівняно із довготерміновими коефіцієнтами.

По-п’яте, висновок про існування оптимальної структури капіталу також можна підтвердити й на прикладі ТНК харчової галузі, для якої спостерігаємо аналогічні статистичні ознаки. Однак у цій галузі є дещо відмінний аспект. Він полягає в існуванні залежності між варіацією коефіцієнтів структури капіталу та рівнем фінансового левериджу. Для ТНК цієї галузі відносний рівень фінансового левериджу є вищим порівняно із попередніми галузями, і сама структура капіталу є значно більш мінливою. Цей висновок, однак, потребує додаткового тестування й на прикладі інших галузей.

Для ТНК електротехнічної галузі характерне використання позикових коштів на рівні 35,98 %, а середньогалузевий коефіцієнт короткотермінової заборгованості складає 11,41 % (див. табл. 3.2). Коефіцієнт заборгованості, як і в інших галузях, має доволі низький рівень варіації, а його середній рівень становить 22,4 % (табл. М.4 Додатка М).

Для цієї галузі, як і для попередніх, також спостерігаємо негативний ефект фінансового левериджу. Явна більшість усіх кореляцій із показниками чистого прибутку, ROE та ROI є від’ємними, а серед сильних значущих кореляцій – усі, крім однієї. Визначити, який саме показник краще характеризує структуру капіталу та фінансовий леверидж, також неможливо. Втім, для електротехнічних корпорацій можемо упевнено підтвердити положення про оптимальну структуру капіталу, яке, крім негативного ефекту фінансового левериджу, підкріплюється значно вищими варіаціями

короткотермінових коефіцієнтів порівняно із довготерміновими, а також низькою варіацією довготермінових коефіцієнтів.

У фармацевтичній промисловості спостерігаємо використання позикових коштів на рівні 31,37 %. Короткотермінові коефіцієнти складають відповідно 7,08 та 8,21 %, а коефіцієнт довготермінової заборгованості – 24,28 % (див. табл. 3.2). Цей показник певною мірою близький до аналогічних показників нафтової та електротехнічної галузей, однак значно менший від показників автомобілебудівної та харчової промисловості. Коефіцієнт заборгованості має відносно незначний рівень варіації – для чотирьох із дев'яти спостережуваних ТНК він є найменшим серед усіх варіацій, а ще для двох корпорацій – другим найменшим (табл. М.5 Додатка М).

Для фармацевтичних ТНК ефект фінансового левериджу більшою мірою спостерігається в рамках кореляційних пар показника ROI та обох довготермінових коефіцієнтів. Для короткотермінових коефіцієнтів кореляції значно нижчі, а сильних значущих лише дві. Також можемо констатувати зворотний ефект фінансового левериджу – в рамках впливу сукупної та довготермінової заборгованості на ROE та ROI, що разом з іншими висновками ще раз підтверджує ідею про існування оптимальної структури капіталу.

Особливістю комунальних ТНК є те, що варіація коефіцієнта заборгованості є значно нижчою в абсолютному значенні порівняно з попередніми галузями – її середньогалузевий рівень (13,4 %) перевищує відповідний показник лише в автомобілебудуванні – 11,7 % (див. табл. 3.2). У цій галузі від'ємний ефект фінансового левериджу в цілому спостерігається для всіх пар обох довготермінових коефіцієнтів та всіх чотирьох показників корпоративної результативності (табл. М.6 Додатка М).

ТНК комунальної галузі використовують у середньому 55,93 % позикових коштів, що є четвертим найбільшим показником серед досліджуваних галузей – після оптової торгівлі, автобудування та

телекомунікацій. Значно більш висока варіація короткотермінових коефіцієнтів разом із негативним ефектом фінансового левериджу також підтверджують положення про існування оптимальної структури капіталу, яку вже досягнуто.

Корпорації оптової торгівлі демонструють доволі високу кількість сильних значущих кореляцій як для довготермінових, так і для короткотермінових коефіцієнтів (табл. М.7 Додатка М). Для чотирьох коефіцієнтів структури капіталу, що розглядаються, ця кількість становить сім, три, чотири та чотири кореляції відповідно. Це – значна кількість навіть в абсолютному вираженні, а, з урахуванням невеликої кількості ТНК у галузі є ще більш вагомою з погляду аналізу. При цьому більшість цих кореляцій – для показника чистого прибутку.

У цій галузі ТНК використовують найбільше позикових коштів – у середньому 71,24 % – та довготермінових позикових коштів – у середньому 52,74 % (див. табл. 3.2). При цьому коефіцієнт короткотермінової заборгованості є другим найбільшим (18,50 %) – після автомобілебудування (29,04 %). Варіація коефіцієнта довготермінової заборгованості хоча й незначна в абсолютному вираженні, але не є найменшою серед інших варіацій.

В оптовій торгівлі підтверджується в цілому негативний ефект фінансового левериджу для обох довготермінових коефіцієнтів у парах із ROI. У парах же із ROE спостерігається радше позитивний ефект, який, однак, не підтверджується жодною сильною значущою кореляцією.

Для телекомунікаційних ТНК спостерігаємо надзвичайно слабкий ефект фінансового левериджу – лише дві сильні значущі кореляції для довготермінових коефіцієнтів та жодної – для короткотермінових (табл. М.8 Додатка М).

У цій галузі – найнижчий середньогалузевий рівень варіації коефіцієнта заборгованості – 9,9 % (див. табл. 3.2). У принципі можна припустити, що варіація коефіцієнта заборгованості прямопропорційно пов'язана з ефектом

фінансового левериджу. Це припущення ми розглянемо детальніше в рамках міжгалузевого порівняння, однак уже зараз видно, що в цілому воно зберігається для вищезгаданих галузей.

Телекомунікаційні ТНК використовують у середньому 57,95 % позикових коштів, що є третім найбільшим показником між галузями. При цьому вони використовують відносно небагато короткотермінових позикових коштів: відповідний коефіцієнт становить лише 11,27 %. Для більшості ТНК галузі підтверджується обернена залежність між довготерміновими коефіцієнтами заборгованості та показниками ROE та ROI, а також чистим прибутком.

Видобувні корпорації надзвичайно яскраво демонструють негативний ефект фінансового левериджу – майже для всіх показників у парах із довготерміновими коефіцієнтами (табл. М.9 Додатка М). Значущих кореляцій небагато, але з урахуванням лише чотирьох ТНК у галузі вони дають високий результат у відносному вимірі. Як і в більшості розглянутих галузей, неможливо чітко визначити, який результативний показник якнайкраще характеризує ефект фінансового левериджу. Для обох короткотермінових коефіцієнтів сильних значущих кореляцій немає.

У середньому ТНК видобувної галузі використовують 35,26 % позикових коштів, що, на загальному тлі можна вважати помірним показником (див. табл. 3.2). Варіація середньогалузевого коефіцієнта заборгованості хоча й найменша з-поміж інших варіацій (26,1 %), але є другою найбільшою варіацією даного коефіцієнта серед інших галузей (найбільший – 28,1 % у фармацевтиці). Виходячи зі статистичних даних за галузю можемо сказати, що положення про існування оптимальної структури капіталу тут також підтверджується.

Статистичні розрахунки та кореляційний аналіз окремих корпорацій та галузей дають можливість провести комплексне міжгалузеве порівняння й зробити ряд важливих узагальнень стосовно структури капіталу досліджуваних ТНК та їхнього фінансового левериджу.

По-перше, у різних галузях спостерігається різний рівень використання позикових коштів, що статистично підтверджується доволі значними відмінностями в коефіцієнтах їхньої заборгованості – загальної заборгованості, довготермінової, короткотермінової та у модифікованому коефіцієнті короткотермінової заборгованості (див. табл. 3.2).

Приміром, найвище середньогалузеве значення коефіцієнта заборгованості спостерігаємо в галузі оптової торгівлі (71,24 %), а найнижче – у нафтовій галузі (25,86 %). При цьому рівень короткотермінової заборгованості не відповідає рівню довготермінової – він може бути третім найвищим у компанії, яка має, скажімо, другий найвищий рівень довготермінової заборгованості. Однак наразі ми не можемо провести чітку градацію корпорацій за рівнем використання позикових коштів, оскільки насправді невідомо, який рівень є високим, а який низьким. Точніше сказати, крайні межі відомі – вони визначаються максимальним та мінімальним рівнями заборгованості, а невідомими є внутрішні межі цих умовних діапазонів. Не можна визначити, скажімо, куди відносити другу за рівнем заборгованості ТНК – до високого рівня або вже до середнього (наступного). Групування досліджуваних ТНК за рівнем використання позикових коштів ми здійснимо в наступному підрозділі на основі статистичного методу кластеризації k-середніх, у якому рівень заборгованості буде введено в якості одного з критеріїв кластеризації.

По-друге, аналіз кількості сильних значущих кореляцій, що перевищують $|0,75|$ (див. табл. 3.2), дозволяє виявити окремі пари показників, у рамках яких значний ефект фінансового левериджу спостерігається найчастіше. Це – пара DR – ROI (20,5 % сильних значущих кореляцій), пара LTDR – ROI (15,1 %), пара DR – NI (13,7 %) та пара LTDR – NI (12,3 %). Для зручності аналізу ці пари з відповідними відсотковими значеннями наведені в табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Напрями фінансового левериджу

№	Кореляційна пара	Кількість сильних значущих кореляцій за вибіркою, у %
1	DR – ROI	20,5
2	LTDR – ROI	15,1
3	DR – NI	13,7
4	LTDR – NI	12,3
5	DR – Price	11,0
6	SHTDR – Price	11,0
7	LTDR – ROE	9,6
8	DR – ROE	6,8
9	SHTDR – NI	6,8
10	SHTDR – ROI	6,8
11	LTDR – Price	5,5
12	MODIF – Price	5,5
13	MODIF – ROE	5,5
14	MODIF – ROI	5,5
15	SHTDR – ROE	4,1
16	MODIF – NI	2,7

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Градація у таблиці здійснена за показниками кількості сильних значущих кореляцій у третьому стовпчику.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті пари, у рамках яких ефект фінансового левериджу проявляється найвиразніше.

При цьому очевидно, що друга пара фактично дублює першу, а четверта – третю, з огляду на те, що в першій і третій парах у якості характеристики структури капіталу використовується загальний коефіцієнт заборгованості, а в другій та четвертій – коефіцієнт довготермінової заборгованості. Як бачимо, загальний коефіцієнт дає сильні значущі кореляції у більшій

кількості випадків, а тому, за інших рівних умов, для характеристики структури капіталу та фінансового левериджу ТНК доцільно використовувати саме його. Залежні змінні – ROI та чистий прибуток – являють собою показники фінансово-господарської діяльності ТНК, які безпосередньо характеризують ефект фінансового левериджу.

Щодо непрямого фінансового левериджу слід звернути увагу на сильний значущий вплив на ринкову вартість акції, що чинить коефіцієнт заборгованості, а також коефіцієнт короткотермінової заборгованості. Відповідні кореляції трапляються в 11 % спостережень для кожного показника. Стосовно коефіцієнтів короткотермінової заборгованості, то це єдиний у рамках нашої вибірки випадок значного фінансового левериджу. Наступна пара, в якій фігурує бодай один із короткотермінових коефіцієнтів, – лише на дев'ятому місці, а кількість значущих кореляцій – лише 6,8 %.

Таким чином, за інших рівних умов ефект прямого фінансового левериджу ТНК якнайкраще проявляється у процесі впливу коефіцієнта заборгованості на дохідність активів та на чистий прибуток, а непрямого фінансового левериджу – у процесі впливу коефіцієнтів заборгованості та короткотермінової заборгованості на ринкову вартість акцій корпорації. Наразі ми у принципі можемо використати всі чотири наведені показники в якості критеріїв кластеризації вибірки. Однак, зважаючи на те, що чистий прибуток і так уже врахований при розрахунку дохідності активів, вочевидь достатньо буде використати лише першу пару з ROI. У якості ж характеристики ефекту непрямого фінансового левериджу можна використати статистично ідентичні п'яту або шосту пару.

По-третє, аналізуючи коефіцієнти короткотермінової заборгованості, слід зазначити, що припущення про те, що модифікований коефіцієнт краще характеризує фінансовий леверидж порівняно із традиційним коефіцієнтом, виявилось в цілому хибним. У трьох із чотирьох випадків традиційний коефіцієнт краще характеризує ефект фінансового левериджу порівняно із модифікованим коефіцієнтом. Лише для пари із ROE модифікований

коефіцієнт виявився кращим. Для нього кількість сильних значущих кореляцій становить 5,5 %, тоді як для традиційного коефіцієнта – 4,1 %. Можливо, модифікований коефіцієнт доцільно використовувати з іншою метою, скажімо, для виявлення та передбачення корпоративних проблем із ліквідністю, що, однак, потребує додаткового емпіричного тестування.

По-четверте, ефект фінансового левериджу є здебільшого оберненим. Це стосується впливу на ROE, ROI та чистий прибуток. У більшості випадків спостережувані кореляції – від’ємні, а значущі сильні кореляції є від’ємними майже в усіх випадках. Така закономірність характерна для всіх досліджуваних галузей. Щодо ринкової вартості акцій, то напрям впливу є менш однозначним, хоча, ймовірно, також оберненим¹. Це означає, що зі зростанням рівня заборгованості зазначені показники знижуються.

По-п’яте, певний парадокс, що міститься у викладках попереднього пункту, дозволяє сформулювати надзвичайно важливий висновок. Структура капіталу розглядуваних ТНК має оптимальний рівень, вона досягла його та впродовж досліджуваного періоду перебувала в такому оптимальному стані. Річ у тім, що попередній висновок суперечить чинним теоріям структури капіталу, які передбачають, що позиковий капітал використовується для підвищення прибутку ТНК за рахунок ефекту «податкового щита». За цією логікою зростання коефіцієнта заборгованості повинно спричинювати зростання прибутку, а відповідно й окремих показників, що використовують його в якості однієї із розрахункових змінних, таких як ROE та ROI. Очевидно, що такий ефект не може тривати постійно – за досягнення певного рівня його вплив може стати негативним. Цей рівень і є оптимальним з погляду фінансового левериджу. Після досягнення цього рівня фінансовий леверидж як функція структури капіталу стає спадним, а його варіація стабілізується.

Проведений статистичний аналіз свідчить про існування такого рівня в

¹ У даному випадку ці напрями є абсолютно очевидними в рамках кожної галузі, а тому ми поки що не здійснюємо безпосереднього статистичного підтвердження цих фактів. Це буде зроблено в наступному підрозділі.

досліджуваній вибірці. Підтвердженням цього є чотири аспекти. Перший – вищеназваний та статистично підтверджений обернений ефект фінансового левериджу. Другий – сталість самого коефіцієнта заборгованості. Середньогалузеві варіації коефіцієнта заборгованості є низькими в абсолютних значеннях (див. табл. 3.2). Найбільший коефіцієнт варіації становить лише 28,1 %, а найнижчий – 9,9 %. Його середній рівень за вибіркою – 18,6 %. При цьому для семи із дев'яти досліджуваних галузей варіація коефіцієнта заборгованості є найнижчою серед усіх варіацій. Слід також зазначити, що такий висновок є чинним і для більшості окремих ТНК у рамках даних галузей. Така сталість, на нашу думку, і є свідченням оптимального рівня структури капіталу. Третій аспект – значно більша варіація короткотермінових коефіцієнтів, порівняно із загальним та довготерміновим. Фінансовий зміст цього такий. Відхилення від оптимуму коефіцієнта заборгованості відбувається скоріше внаслідок неочікуваних змін у рівні довготермінової заборгованості та потребує відновлення. Таке відновлення, ймовірно, здійснюється за рахунок саме короткотермінової заборгованості, яка є більш гнучкою та у певному сенсі мобільною. А оскільки абсолютний рівень коротко- та довготермінової заборгованості відрізняється в рази, то коефіцієнт варіації короткотермінових коефіцієнтів також у рази перевищує аналогічні показники за довготерміновими коефіцієнтами. У даному контексті саме короткотермінова заборгованість є певним компенсатором порушення оптимального рівня заборгованості. Четвертим доказом існування оптимальної структури капіталу, можна, з нашої точки зору, вважати те, що навіть та незначна кількість позитивних кореляцій є слабкими. Так, для коефіцієнта заборгованості лише 11 із 51 кореляції є додатними. Серед них немає жодної сильної кореляції, 8 є середніми – від 0,25 до 0,75 (найбільша з них становить 0,69), а 3 – слабкі (0,10; 0,12 та 0,25). Схожу ситуацію спостерігаємо для інших коефіцієнтів. Слабкі позитивні кореляції означають, що в цих ситуаціях якщо і зберігся позитивний ефект фінансового левериджу, то він є незначним. Це також є

свідченням того, що структура капіталу наближається або майже наблизилася до свого оптимуму.

Проведений емпіричний тест також допомагає сформулювати авторське визначення оптимальної структури капіталу ТНК. Це таке співвідношення між власними та позиковими коштами, яке дає можливість максимізувати позитивний ефект фінансового левериджу, котрий визначається цілями конкретної корпорації та після досягнення якого фінансовий леверидж як функція структури капіталу стає спадним, а варіація рівня сукупної заборгованості стабілізується. Процес оптимізації передбачає формування балансу та певного паритету між різними напрямками фінансового левериджу та конкретними цілями й завданнями корпорації. Встановлення такого паритету можливе лише у ході практичної діяльності кожної окремої ТНК, зважаючи на весь спектр бізнесових, маркетингових, фінансових та інших завдань. Щодо кількісної ідентифікації цього оптимуму, то це – середньогалузевий рівень коефіцієнта заборгованості, а на рівні окремих ТНК – середній рівень для даної корпорації.

3.3. Економетрична ідентифікація моделей впливу глобальної корпоративної структури капіталу на ефективність фінансового левериджу ТНК

Як уже зазначалося, одним із напрямів статистичного підтвердження існування галузевої специфіки фінансового левериджу є кластеризація вибірки. Ми проведемо багатокритеріальну кластеризацію за відомим методом k-середніх, який передбачає мінімізацію сукупного квадратичного відхилення точок кластера від його центру. При цьому координати точок центру не задаються в якості констант, а вираховуються та перераховуються в залежності від розташування інших точок доти, доки не буде знайдений

оптимум¹. Кількість кластерів задається довільно.

У якості міри близькості метод *k*-середніх використовує Евклідову відстань, яка розраховується як квадратний корінь із суми квадратів різниць між двома значеннями (точками):

$$d(x, y) = \sqrt{(x_1 - y_1)^2 + (x_2 - y_2)^2 + \dots + (x_n - y_n)^2} = \sqrt{\sum_{n=1}^k (x_n - y_n)^2}, \quad (3.1)$$

де $d(x, y)$ – Евклідова відстань між точками x та y у багатомірному просторі,

x_n – значення точки x за n -м виміром,

y_n – значення точки y за n -м виміром.

Алгоритм методу такий. Кількість кластерів визначається заздалегідь. Кількість вимірів (координат кожного спостереження) також є опцією аналітика. Спочатку для спостережень обирається центр кожного кластера. У принципі ці центри можна обрати довільно, хоча зазвичай це робиться на основі певного критерію, приміром максимізації відстані між центрами. Кожне спостереження відносять до того кластера, Евклідова відстань до центру якого є найкоротшою. Наступним кроком є перерахунок координат центру кластера, після чого кластер формується знову. Алгоритм припиняється, коли координати центру кластера не змінюються.

У нашому випадку ми обрали критеріями кластеризації значення коефіцієнта заборгованості, а також ефект фінансового левериджу, який спостерігається в рамках впливу коефіцієнта заборгованості на ROI та в рамках впливу коефіцієнта короткотермінової заборгованості на ринкову вартість акції. Щодо останнього критерію, то слід нагадати, що він є статистично ідентичним до пари DR – Price, однак ми обрали його з огляду

¹ Усі розрахунки проведені в статистичному пакеті Statsoft Statistica 10.

на те, що коефіцієнт заборгованості вже фігурує в одному критерії, а сама логіка впливу короткотермінової заборгованості на вартість акцій цілком обґрунтована. Річ у тім, що поточна ринкова вартість акцій є показником, який значно більшою мірою, порівняно з ROI, ROE та чистим прибутком, виступає об'єктом впливу поточних короткотермінових чинників та поточної кон'юнктури. Ціна може змінюватися навіть декілька разів на день. Рівень короткотермінової корпоративної заборгованості також спричинює такий поточний вплив, тим більше що він відрізняється в різних ТНК та галузях, іноді суттєво.

Слід зазначити, що кластеризація потребує додаткової статистичної підготовки. Річ у тім, що дані за першим критерієм є в готовому вигляді – це середні значення коефіцієнта заборгованості для кожної досліджуваної ТНК. За двома ж іншими критеріями такі дані відсутні. Кореляційні відношення нам показали лише залежність між показниками, однак не дали конкретної кількісної ідентифікації ефекту фінансового левериджу. Таку кількісну ідентифікацію можна провести, приміром, на основі парної регресійної моделі, у котрій в якості незалежної змінної використати коефіцієнт заборгованості та коефіцієнт короткотермінової заборгованості, а в якості залежних змінних – дохідність активів та ринкову вартість акцій [16, с. 151–156]. У нашому випадку більшість таких залежностей демонструють лінійний характер, а тому доцільно використати лінійний тип залежності в регресійній моделі, який для обох критеріїв відповідно матиме такий вигляд:

$$ROI_{MNEi} = FL_{ROI}^{DR} \times DR_{MNEi} + b_{intercept}, \quad (3.2)$$

$$Price_{MNEi} = FL_{Price}^{SHTDR} \times SHTDR_{MNEi} + b_{intercept}, \quad (3.3)$$

де ROI_{MNEi} та $Price_{MNEi}$ – залежні змінні, що характеризують фінансово-господарський результат ТНК, який виникає внаслідок використання

ефекту фінансового левериджу;

FL_{ROI}^{DR} та FL_{Price}^{SHTDR} – коефіцієнти регресійних моделей, які

характеризують прямий та непрямий ефект фінансового левериджу відповідно;

DR_{MNEi} – коефіцієнт заборгованості, який характеризує структуру капіталу i -ї ТНК;

$SHTDR_{MNEi}$ – коефіцієнт короткотермінової заборгованості, який характеризує структуру капіталу i -ї ТНК;

$b_{intercept}$ – вільний член регресійної моделі, який характеризує перетин лінії апроксимації із віссю ординат.

У нашому дослідженні показниками, які безпосередньо характеризують ефект фінансового левериджу, слід вважати лінійні коефіцієнти наведених моделей (FL_{ROI}^{DR} та FL_{Price}^{SHTDR}), котрі характеризують кут нахилу лінії апроксимації. Фінансовий зміст цих коефіцієнтів полягає в тім, що вони показують, на скільки одиниць власного виміру зміняться залежні змінні (ROI_{MNEi} та $Price_{MNEi}$) внаслідок зміни незалежної змінної (DR_{MNEi} та $SHTDR_{MNEi}$) на одиницю. Вільний член регресії з погляду свого фінансового змісту показує, яким буде значення незалежної змінної за нульового значення коефіцієнта заборгованості, що в нашому випадку є скоріше теоретичним положенням, ніж практичним.

Власне, нас не цікавлять інші параметри моделі, крім коефіцієнтів регресії. У певному розумінні ми вже здійснювали статистичну перевірку рівня значущості досліджуваних зв'язків у рамках кореляційного аналізу. І саме на основі такої значущості ми з'ясували основні напрями фінансового левериджу, які й використовуємо в регресійній моделі. Окрім того, така перевірка здійснюється програмою Statistica автоматично, і більшість наших моделей її пройшли. Таким чином, для кількісної ідентифікації двох

критеріїв кластеризації, котрі характеризують фінансовий леверидж, необхідно побудувати дві парні регресійні моделі для кожної досліджуваної ТНК: одну для пари DR – ROI, другу для пари SHTDR – Price. У підсумку матимемо 146 моделей, із яких для кластеризації використаємо вищеназвані коефіцієнти регресії. Результати розрахунків наведені в табл. П.1 Додатка П.

Важливим методологічним і технічним аспектом кластеризації є визначення кількості кластерів. У принципі жодних обмежень у цьому плані не існує, однак ця кількість повинна мати зрозумілу логіку та раціональне обґрунтування. Логіка нашого дослідження підказує, що кластерів не має бути більше, ніж досліджуваних галузей, тобто більше дев'яти. У протилежному разі в рамках досліджуваних галузей сформувалися би (суто статистично) підгалузі (субкластери), а при нашому і так відносно невеликому розмірі вибірки вони містили би зовсім невелику кількість ТНК. Це було б не найкращим варіантом із погляду достовірності та репрезентативності отримуваних висновків. Подібна ситуація могла би виникнути за будь-якої відносно великої кількості кластерів щодо розміру вибірки, скажімо семи, восьми чи дев'яти. Найменша можлива кількість кластерів диктується загальноприйнятою градацією діапазонів, значення яких поділяються на низькі, середні та великі. Тому ми вважаємо, що кластерів має бути щонайменше три, а в нашому випадку від трьох до шести. Однак перед фінальною версією кластеризації (власне, перед остаточним вибором кількості кластерів) ми провели декілька експериментів, поділяючи вибірку спочатку на три кластери, а потім додаючи по одному кластеру в рамках кожного наступного експерименту – до дев'яти.

Ось результати цих експериментів. Для випадку із трьома кластерами до першого потрапила лише одна ТНК – Samsung¹. Це фактично перетворило наш аналіз на двокластерний та змусило одразу відкинути варіант із трьома

¹ ТНК Samsung дала такий результат із суто статистичних причин. Котирування її акцій були у південнокорейських вонах, а їхні абсолютні значення є вкрай великими. Тому навіть після стандартизації даних значення непрямого ефекту фінансового левериджу виявилися дуже великими. Тому програмний алгоритм і виокремлює цю ТНК в окремий кластер. По суті це так званий багатомірний викид.

кластерами. Із погляду результатів самого аналізу це не є проблемою – кластеризація лише вказує нам на абсолютну ідентичність ТНК Samsung. Вона також з'являється в якості єдиного представника кластера при кожному наступному додаванні їхньої кількості. Експеримент із чотирма кластерами дав фактично один кластер із лише ТНК Samsung. У випадку із п'ятьма кластерами з'являється ще один кластер із лише однією ТНК – AstraZeneca. Це означає, що кластеризації за чотирма та п'ятьма критеріями реально дають три кластери, а також кластери з однієї ТНК. Суто суб'єктивно складається враження, що у кластеризації слід залишити якомога менше кластерів, а це вже щонайменше шість. Оскільки суто поверхове порівняння кластеризації з шістьма та сімома кластерами не показало відчутної різниці, ми, зрештою, вирішили зупинитися на шести кластерах.

Різні критерії кластеризації мають доволі різні одиниці вимірювання, які в абсолютних значеннях можуть відрізнятися дуже суттєво. Тому необхідно привести їх до спільного знаменника, що забезпечується спеціальною технікою стандартизації. Вона передбачає, що для кожного критерію розраховується середня та стандартне відхилення, а відповідний стандартизований показник розраховується як відношення стандартного відхилення до середньої (К.5). Усі критерії таким чином набувають спільного формату та можуть на рівній основі брати участь у кластеризації.

Слід зазначити, що всі три критерії є значущими за F-критерієм та суттєво впливають на результати кластеризації (відповідні показники значущості прямують до нуля). Особливістю даної кластеризації є те, що два із шести кластерів містять лише по одній ТНК. Це другий кластер (Samsung) і третій (AstraZeneca). Ми не аналізуватимемо ці кластери, а самі ТНК проаналізуємо після завершення дослідження інших чотирьох кластерів. Це означає, що всі порівняння між кластерами передбачатимуть не шість, а чотири кластери.

Перший кластер містить 13 ТНК (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Склад та галузева структура кластера 1

№	ТНК	Відстань від центру кластера	Галузь
1	Total SA	0,200711	1
2	BG Group plc	0,218231	1
3	Vodafone Group plc	0,219067	8
4	Royal Dutch Shell plc	0,224225	1
5	Novartis AG	0,281926	5
6	Anglo American plc	0,306795	9
7	Johnson & Johnson	0,361559	5
8	China National Offshore Oil Company	0,383296	1
9	Mondelez International, Inc.	0,397734	3
10	Koninklijke Philips NV	0,435826	4
11	BHP Billiton Limited & plc	0,439740	9
12	Exxon Mobil Corporation	0,451345	1
13	BP plc	0,713297	1

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. «Відстань від центру кластера» – умовна відстань даної ТНК від центру кластера. Розраховується автоматично Statistica.
3. Градація в таблиці проведена за відстанню ТНК від центру кластера.

До цього кластера потрапили шість із 13 нафтових ТНК, дві із дев'яти фармацевтичних корпорацій, дві із чотирьох ТНК видобувної галузі, а також по одній ТНК телекомунікаційної, електротехнічної та харчової сфер. Як бачимо, попри доволі високий рівень галузевої диверсифікації даного кластера, найбільш типовими його представниками все ж є нафтові ТНК – за найменшою відстанню від центру кластера вони посідають перше, друге й четверте місця. Враховуючи невелику кількість ТНК у видобувній галузі, можна вважати половину їхньої присутності у першому кластері також значним показником. Корпорації першого кластера використовують у

середньому 24,31 % (табл. Р.1 Додатка Р) позикових коштів у структурі капіталу, що є найнижчим середнім показником з-поміж усіх кластерів. Зростання коефіцієнта заборгованості цих ТНК на 1 % приводить у середньому до зниження ROI на 0,62 %, а зростання коефіцієнта короткотермінової заборгованості на 1 % – зниження ринкової вартості акцій на 3,98 %. Ефект фінансового левериджу в цьому кластері є другим найнижчим серед усіх кластерів як за ROI, так і за ринковою вартістю акцій.

До складу четвертого кластера входять 27 ТНК (табл. 3.5). Це кількісно найбільший кластер.

Таблиця 3.5

Склад та галузева структура кластера 4

№	ТНК	Відстань від центру кластера	Галузь
1	2	3	4
1	Mitsubishi Corporation	0,037044	7
2	ITOCHU Corporation	0,049496	7
3	Enel SpA	0,076866	6
4	Mitsui & Co., Ltd.	0,079371	7
5	Electricite de France SA	0,109366	6
6	RWE AG	0,135632	6
7	Daimler AG	0,148923	2
8	Diageo plc	0,167244	3
9	British American Tobacco plc	0,181641	3
10	Volvo Group	0,241728	2
11	Orange	0,255390	8
12	International Business Machines	0,289889	4
13	Toyota Motor Corporation	0,317752	2
14	Deutsche Telekom AG	0,338805	8
15	Sumitomo Corporation	0,377945	7
16	Iberdrola SA	0,394390	6
17	Honda Motor Co., Ltd.	0,402574	2
1	GlaxoSmithKline plc	0,432775	5

Продовж. табл. 3.5

1	2	3	4
19	Nissan Motor Co., Ltd.	0,442519	2
20	General Electric Company	0,457005	4
21	Telefonica SA	0,480646	8
22	Volkswagen Group AG	0,501261	2
23	Marubeni Corporation	0,537481	7
24	BMW AG Group	0,563371	2
25	Liberty Global plc	0,573608	8
26	Imperial Tobacco Group plc	0,586947	3
27	Engie SA (GDF Suez)	0,846705	6

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. «Відстань від центру кластера» – умовна відстань даної ТНК від центру кластера. Розраховується автоматично Statistica.
3. Градація в таблиці проведена за відстанню ТНК від центру кластера.

До цього кластера входять сім із 11 автобудівних ТНК, три із 10 харчових, дві із дев'яти електротехнічних, п'ять із семи комунальних, усі ТНК сфери оптової торгівлі, чотири із п'яти телекомунікаційних та лише одна фармацевтична. Найбільш типовими представниками цього кластера є ТНК сфери оптової торгівлі та комунальні корпорації. Вони разом посідають перші шість позицій за відстанню від центру кластера. ТНК четвертого кластера використовують у середньому 61,64 % позикових коштів, а середній ефект їхнього фінансового левериджу становить -0,01781 за ROI та 1,721416 за ринковою вартістю акцій (табл. Р.2 Додатка Р). Серед усіх кластерів у даному кластері ефект фінансового левериджу найвищий за ROI та другий найвищий за ринковою вартістю акцій, а сама структура капіталу передбачає використання найбільшої частки позикових коштів.

П'ятий кластер складається лише із трьох ТНК – Renault SA, Anheuser-Busch InBev SA/NV та Glencore International AG (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

Склад та галузева структура кластера 5

№	ТНК	Відстань від центру кластера	Галузь
1	Glencore International AG	0,115990	9
2	Renault SA	0,327755	2
3	Anheuser-Busch InBev SA/NV	0,401953	3

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. «Відстань від центру кластера» – умовна відстань даної ТНК від центру кластера. Розраховується автоматично Statistica.
3. Градація в таблиці проведена за відстанню ТНК від центру кластера.

У цій ситуації важко робити узагальнення, оскільки даний кластер має дуже невеликий кількісний склад і є надзвичайно обмеженим із погляду своєї галузевої структури. Він, скоріше за все, подібно до другого та третього кластерів містить так звані множинні викиди. Однак із формального погляду слід зазначити, що він має другий найвищий рівень заборгованості – у середньому 54,12 % (табл. Р.3 Додатка Р), а також найнижчий рівень фінансового левериджу за ROI (-0,91) та найвищий за ринковою вартістю акцій (3,27).

До складу шостого кластера входять решта – 23 корпорації (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Склад та галузева структура кластера 6

№	ТНК	Відстань від центру кластера	Галузь
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
1	Teva Pharmaceutical Industries Limited	0,032909	5
2	Statoil ASA	0,115942	1
3	Pepsico, Inc.	0,121577	3
4	Hewlett-Packard, Inc.	0,129330	4

Продовж. табл. 3.7

1	2	3	4
5	Hon Hai Precision Industry Co., Ltd. (Foxconn)	0,130476	4
6	Sony Corporation	0,152717	4
7	The Coca-Cola Company	0,166549	3
8	General Motors Company	0,188040	2
9	Pfizer, Inc.	0,192231	5
10	E.ON SE	0,194052	6
11	Nestle SA	0,213571	3
12	Rio Tinto plc	0,234249	9
13	Eni SpA	0,261937	1
14	Japan Tobacco, Inc.	0,268893	3
15	ConocoPhillips	0,269262	1
16	OMV AG	0,288672	1
17	Repsol YPF SA	0,294198	1
1	Merck & Co, Inc.	0,316582	5
19	SABMiller plc	0,337623	3
20	Siemens AG	0,404550	4
21	Sanofi	0,409807	5
22	Roche Holding AG	0,414655	5
23	Chevron Corporation	0,484795	1

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. «Відстань від центру кластера» – умовна відстань даної ТНК від центру кластера. Розраховується автоматично Statistica.
3. Градація в таблиці проведена за відстанню ТНК від центру кластера.

Серед цих корпорацій шість із 13 належать до нафтової сфери, чотири із дев'яти – електротехнічні, п'ять із дев'яти – фармацевтичних ТНК, п'ять із 10 – харчові, сюди також входять одна автобудівна компанія, одна видобувна та одна комунальна. У даному кластері важко визначити, ТНК якої галузі є найбільш яскравими представниками, однак ми все ж схилиємося до

електротехнічних компаній. У цьому кластері в середньому використовують 31,6 % позикових коштів у структурі капіталу, що є другим показником серед кластерів. Ефект фінансового левєриджу – другий найбільший для ROI, а для ринкової вартості акцій – другий найменший. Вони складають у середньому -0,1981 та -0,7327 відповідно (табл. Р.4 Додатка Р).

Підбиваючи підсумки кластерного аналізу, можна зробити деякі висновки та узагальнення, зокрема щодо проведення паралелей із кореляційним галузевим аналізом. По-перше, кластерний аналіз охоплює меншу кількість ТНК порівняно із кореляційним аналізом. Це зумовлено тим, що програма Statistica автоматично виключає із кластеризації ті ТНК, щодо яких немає даних. У нашому випадку це п'ять компаній із відсутньою характеристикою непрямого фінансового левєриджу, а стосовно однієї з них не було даних ще й за прямим фінансовим левєриджем. Попри статистично визначені шість кластерів ми фактично аналізуємо лише чотири, оскільки два кластери містять лише по одній ТНК, тобто вони не є репрезентативними. Зрештою кластеризація була проведена за 68 корпораціями, поділеними на чотири (шість) кластерів. Окремі статистичні характеристики цієї кластеризації наведені в табл. 3.8.

Таблиця 3.8

Окремі статистичні характеристики кластерів

Показник / галузь	Кластер					
	1	2	3	4	5	6
<i>I</i>	2	3	4	5	6	7
Середня – DR	24,31	15,27	31,33	61,64	54,12	31,60
Середня – FL_{ROI}^{DR}	-0,62423	-0,40427	-1,98174	-0,01781	-0,90655	-0,1981
Середня – FL_{Price}^{SHTDR}	-3,97717	-64820	188,388	1,72146	3,26676	-0,7327
Місце із чотирьох кластерів за найбільшим значенням відповідного показника						
DR	4	–	–	1	2	3
FL_{ROI}^{DR}	3	–	–	1	4	2

Продовж. табл. 3.8

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>
FL ^{SHTDR} _{Price}	4	–	–	2	1	3
Кількість ТНК						
Нафтова	6 із 12					6 із 12
Автобудівна				7 із 9	1 із 9	1 із 9
Харчова	1 із 10			3 із 10	1 із 10	5 із 10
Електроніка	1 із 8	1 із 8		2 із 8		4 із 8
Фармацевтика	2 із 9		1 із 9	1 із 9		5 із 9
Комунальна				5 із 6		1 із 6
Оптова торгівля				5 із 5		
Телекомунікації	1 із 5			4 із 5		
Видобувна	2 із 4				1 із 4	1 із 4
Разом	13	1	1	27	3	23

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. У даній таблиці врахована лише та кількість ТНК, які реально брали участь у кластерному аналізі. Через відсутність повних статистичних даних Statistica автоматично виключила з аналізу такі ТНК, як Petrolіam (нафтовидобування), Fiat (автобудування), Ford (автобудування), Apple (електроніка) та Vattenfall (комунальна).
3. Сірим забарвленням виділені кластери, що містять по одній ТНК: Samsung та AstraZeneca відповідно.

По-друге, наявність окремих кластерів означає, що за кожним із критеріїв кластеризації статистично визначено діапазон коливання значень відповідних показників за досліджуваними ТНК. Для випадку трьох кластерів, як уже зазначалося, дуже легко здійснити описову характеристику таких діапазонів – низький рівень, середній рівень та високий рівень (значень відповідного показника). Для чотирьох та більшої кількості кластерів це завдання дещо ускладнюється, однак, на наш погляд, може бути вирішене з використанням статистичних характеристик близькості кластерів. Така близькість у багатомірному просторі визначається, як ми знаємо, на основі Евклідової відстані між кластерами (3.1).

У нашому випадку ці відстані являють собою відстані між центрами кластерів та були розраховані Statistica автоматично (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

Близькість кластерів за Евклідовою відстанню

№ кластера	1	2	3	4	5	6
1	0	4,779241	2,059004	1,411018	0,972589	0,657256
2	4,779241	0	5,34955	4,98772	4,95493	4,79468
3	2,059004	5,34955	0	3,07790	1,74710	2,67458
4	1,411018	4,98772	3,07790	0	1,35101	0,92724
5	0,972589	4,95493	1,74710	1,35101	0	1,25327
6	0,657256	4,79468	2,67458	0,92724	1,25327	0

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Сірим забарвленням у таблиці виділені відстані, що стосуються другого та третього кластерів, які ми не розглядаємо в якості кластерів через їхню нерепрезентативність.

Як ми й очікували, найбільшу відстань від інших кластерів мають саме другий та третій кластери, котрі містять лише по одній ТНК. Щодо інших кластерів, то найкоротша відстань спостерігається між кластерами 1 та 6, друга найкоротша – між кластерами 4 та 6, а третя – між кластерами 1 та 5. При цьому в абсолютних значеннях друга (0,93) і третя (0,97) найкоротша відстані є значно довшими порівняно з першою (0,66). Із погляду описового аналізу кластерів така близькість дає нам підстави говорити про певну схожість між першим та шостим кластерами, яка за потреби дозволить зробити певні узагальнення під час виявлення сталих шаблонів структури капіталу та фінансового левериджу.

По-третє, зважаючи на статистичні характеристики близькості кластерів та окремі характеристики кластеризації, наведені в табл. 3.8, можемо виділити три моделі фінансового левериджу ТНК.

Перша модель – модель негативного транскордонного фінансового левериджу. Вона передбачає негативний ефект як від прямого, так і від

непрямого фінансового левериджу, а також низьку частку позикових коштів у глобальній структурі капіталу ТНК, що описуються цією моделлю. У її рамках можна чітко виділити дві субмоделі: значного негативного ефекту фінансового левериджу та помірною негативного ефекту фінансового левериджу. Кількісними ідентифікаторами першої субмоделі є найнижчий серед кластерів рівень використання позикових коштів – 24,31 % у середньому, а також найбільший непрямий ефект фінансового левериджу (-3,98). Прямий ефект фінансового левериджу для цієї субмоделі в середньому складає -0,62. Ця субмодель фактично представляє перший кластер ТНК. Друга субмодель характеризується також незначним (але не найменшим) рівнем використання позикових коштів – у середньому 31,6 %, а також помірним негативним ефектом прямого (-0,20) та непрямого (-0,73) фінансового левериджу.

Перша модель є характерною для всіх 12 ТНК нафтової промисловості (100 %), для семи із 10 ТНК фармацевтичної сфери (70 %), для п'яти із восьми електротехнічних компаній (63 %), шести із 10 ТНК харчової промисловості (60 %), а також для трьох із чотирьох корпорацій видобувної галузі (75 %). У галузевому аспекті можемо стверджувати, що перша модель характерна для ТНК нафтової промисловості, здебільшого – для корпорацій фармацевтичної та видобувної галузей і частково – для компаній електротехнічної та харчової сфер. Ця модель є найбільш численною – вона описує 36 ТНК.

Слід наголосити на деяких особливостях ідентифікації першої моделі. По суті у даному випадку ми поєднуємо результати статистичної кластеризації із галузевою кластеризацією. Чи не простіше було би провести статистичну кластеризацію із меншою кількістю кластерів, скажімо п'ятьма? Можливо, в такому разі ми отримали б такий самий результат, як за суб'єктивного об'єднання кластерів у рамках однієї моделі на основі галузевої належності? Насправді це не так. Логіку вибору саме шести кластерів ми вважаємо обґрунтованою та виправданою (варіант п'яти

кластерів при цьому також розглядався), а умовне об'єднання цих двох кластерів відбулося також на статистично обґрунтованому рівні – найменша відстань між кластерами при тому, що друга найменша є удвічі більшою. Поділ же на п'ять кластерів демонстрував зовсім іншу структуру та статистичну ідентифікацію кластерів.

Друга модель – модель найбільшого прямого транскордонного фінансового левериджу. Для неї характерними є друге серед кластерів найбільше (але позитивне) середнє значення ефекту непрямого фінансового левериджу (3,27) та найбільше значення ефекту прямого фінансового левериджу (-0,91). Рівень використання позикових коштів у ТНК цієї моделі становить у середньому 54,12 %. Цей показник назвемо умовно середнім, зважаючи на наявність трьох діапазонів коливання коефіцієнта заборгованості. Однак із урахуванням абсолютних значень середніх показників це значення тяжіє радше до того рівня, який ми можемо схарактеризувати як вищий від середнього або відносно високий.

Статистично ця модель представлена ТНК п'ятого кластера – лише трьома корпораціями різних галузей, що не дозволяє зробити галузеві узагальнення. Таку статистичну «бідність» можна пояснити двома важливими фінансовими обставинами. По-перше, такий дуже високий ефект прямого фінансового левериджу не є типовим. Він трапляється на практиці нечасто, хоча напрям цього ефекту цілком відповідає загальній логіці нашого дослідження та попередньо отриманим висновкам. Тому за даним критерієм ці три ТНК і були виділені в окремий кластер. По-друге, так само рідкісним є й значний позитивний ефект непрямого фінансового левериджу. Якщо для прямого ефекту ми можемо теоретично обґрунтувати напрям впливу, то тут напрям є вельми неоднозначним. За інших рівних умов зростання заборгованості корпорації впливає на ринкову вартість акцій негативно (як, скажімо, для ТНК першої моделі), оскільки розцінюється ринком як переважно негативна інформація, а тим більше в такому значному абсолютному значенні. Зважаючи на наведені обставини, ми не можемо

розглядати цю модель як сталу, надійну й типову для нашої вибірки.

Третя модель – модель найбільшої глобальної заборгованості охоплює 27 ТНК і, як і перша модель, є доволі типовою для нашого статистичного масиву. Вона передбачає використання найбільшого обсягу позикових коштів – у середньому 61,64 %, а також демонструє помірний позитивний ефект непрямого фінансового левериджу – 1,72. Негативний ефект прямого фінансового левериджу є мінімальним, а його кількісне значення (-0,02) дозволяє припустити, що на практиці він майже відсутній.

У галузевому сенсі така модель фінансового левериджу є характерною для всіх п'яти ТНК оптової торгівлі (100 %), для п'яти із шести комунальних ТНК (83 %), для чотирьох із п'яти ТНК телекомунікаційної галузі (80 %), а також для семи із дев'яти автобудівних корпорацій (78 %).

Завершуючи аналіз результатів кластеризації, слід зазначити, що вони можуть бути використані для кількісної ідентифікації параметрів структури капіталу та фінансового левериджу нових ТНК, що не представлені в нашій вибірці. Це означає, що за появи таких корпорацій уже не буде потрібно проводити нову кластеризацію на основі більшої вибірки. Ці ТНК можна буде розподілити по наявних кластерах на основі визначення їхніх Евклідових відстаней (3.1) від центрів цих кластерів. Та чи інші ТНК належатиме до того кластеру, Евклідова відстань до центру якого буде найменша. У такому разі можна ідентифікувати тип моделі фінансового левериджу, який притаманний тій чи іншій ТНК. Хоча в ряді випадків тип моделі можна ідентифікувати й без додаткових розрахунків. Зважаючи на галузеві характеристики визначених моделей, ТНК можна віднести до того чи іншого типу моделі на основі її галузевої належності. Це, щоправда, стосується лише тих галузей, які чітко ідентифіковані в рамках цих моделей. Приміром, виробництво електроніки та харчова промисловість є найменш чітко ідентифікованими з погляду належності до якоїсь моделі фінансового левериджу. У цьому, зокрема, й полягає теоретична та практична цінність даної кластеризації. Більше того, за значного збільшення вибірки цілком

допустимим є варіант кількісного збільшення другого й третього кластерів, які наразі містять лише по одній ТНК.

Важливим висновком кластерного аналізу є й те, що ідея про існування оптимальної структури капіталу набула подальшого розвитку. У тому вигляді, у якому вона була сформульована в рамках кореляційного аналізу, ця ідея якнайкраще підтверджується для ТНК із моделлю негативного фінансового левериджу. Для обох субмоделей зростання рівня заборгованості призводить до негативного ефекту як прямого, так і непрямого транскордонного фінансового левериджу, при чому для першої субмоделі ці ефекти є значними.

Для моделі найбільшого прямого фінансового левериджу характерне значне скорочення ROI за збільшення рівня заборгованості. Це означає, що ТНК із цією моделлю, аналогічно до корпорацій із першою моделлю, вже досягли оптимальної структури капіталу та перевищили оптимальний рівень заборгованості. Значний непрямий ефект фінансового левериджу слід розглядати скоріше в рамках статичного викиду, через що ці три ТНК й були виділені в окремий кластер.

Корпораціям із моделлю найбільшої глобальної заборгованості притаманний мінімальний негативний ефект фінансового левериджу. Оптимальна структура капіталу тут, очевидно, вже досягнута, але відхилення від оптимуму дає значно менший негативний вплив на ROI порівняно із ТНК попередніх моделей.

Кількісним ідентифікатором цього оптимуму тепер уже виступає не лише середньогалузевий рівень, а й середній рівень кластера, хоча слід наголосити, що для кожної окремої ТНК він є індивідуальним. Приміром, для таких галузей, як нафтова, яка навпіл поділена між двома кластерами, цей рівень визначатиметься передусім на основі кластерних характеристик, які матимуть цьому плані пріоритет. Для галузей, які повністю входять до складу певного кластера, цей рівень визначатиметься радше на основі галузевих характеристик.

Висновки до розділу 3

У різних галузях спостерігається різний рівень використання позикових коштів, що статистично підтверджується доволі значними відмінностями в коефіцієнтах їхньої заборгованості. Найвище середньогалузеве значення коефіцієнта заборгованості – у галузі оптової торгівлі (71,24 %), а найнижче – у нафтовій галузі (25,86 %).

Кількість сильних значущих кореляцій, що перевищують $|0,75|$, дозволяє виявити пари показників, у рамках яких значний ефект транскордонного фінансового левериджу виявляється найчастіше. Це – пара DR – ROI (20,5 % сильних значущих кореляцій), пара LTDR – ROI (15,1 %), пара DR – NI (13,7 %) та пара LTDR – NI (12,3 %). Для аналізу прямого фінансового левериджу доцільно використовувати коефіцієнт заборгованості, а непрямого – коефіцієнт короткотермінової заборгованості.

Припущення про те, що модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості краще характеризує фінансовий леверидж порівняно із традиційним коефіцієнтом, виявилось хибним. У трьох із чотирьох випадків традиційний коефіцієнт усе ж краще характеризує ефект фінансового левериджу ніж модифікований. Останній потребує подальшої емпіричної перевірки, зокрема щодо доцільності його використання з іншою метою, скажімо для виявлення та передбачення корпоративних проблем із ліквідністю.

Структура капіталу розглядуваних ТНК має оптимальний рівень, вона досягла його та впродовж досліджуваного періоду перебувала в такому оптимальному стані. Після досягнення цього рівня фінансовий леверидж як функція структури капіталу стає спадним, а його варіація стабілізується. Проведений статистичний аналіз свідчить про існування такого рівня в досліджуваній вибірці. Підтвердженням цього є чотири аспекти: статистично доведений обернений ефект фінансового левериджу, сталість самого коефіцієнта заборгованості, значно більша варіація короткотермінових

коефіцієнтів порівняно із загальним та довготерміновим, а також низькі значення незначної кількості позитивних кореляцій.

Оптимальна структура капіталу ТНК являє собою таке співвідношення між власними та позиковими коштами, яке дозволяє максимізувати позитивний ефект транскордонного фінансового левериджу, який визначається цілями конкретної корпорації та після досягнення якого фінансовий леверидж як функція структури капіталу стає спадним, а варіація рівня сукупної заборгованості стабілізується.

На основі кластеризації вибірки із 68 ТНК дев'яти різних галузей за трьома критеріями, що характеризують структуру капіталу та фінансовий леверидж, було виявлено існування двох сталих моделей транскордонного фінансового левериджу.

Перша модель – модель негативного транскордонного фінансового левериджу. Вона передбачає негативний ефект як від прямого, так і від непрямого фінансового левериджу, а також низьку частку позикових коштів у глобальній структурі капіталу досліджуваних ТНК. У рамках цієї моделі можна виділити дві субмоделі: значного негативного ефекту фінансового левериджу та помірною негативного ефекту фінансового левериджу. Кількісними ідентифікаторами першої субмоделі є найнижчий серед кластерів рівень використання позикових коштів – 24,31 % у середньому, а також найбільший непрямий ефект фінансового левериджу (-3,98). Прямий ефект фінансового левериджу для цієї субмоделі в середньому складає -0,62. Друга субмодель характеризується також незначним (але не найменшим) рівнем використання позикових коштів – у середньому 31,6 %, а також помірним негативним ефектом прямого (-0,20) та непрямого (-0,73) фінансового левериджу.

Ця модель є характерною для всіх ТНК нафтової промисловості, для 70 % ТНК фармацевтичної сфери, для 63 % електротехнічних компаній, 60 % ТНК харчової промисловості, а також 75 % корпорацій видобувної галузі. У підсумку перша модель є характерною для ТНК нафтової промисловості,

здебільшого – для корпорацій фармацевтичної та видобувної галузей, і частково – для компаній електротехнічної та харчової сфер. Вона є найбільш численною та охоплює 36 ТНК.

Друга модель – модель найбільшої глобальної заборгованості – описує 27 ТНК і, як і перша модель, є типовою для нашої вибірки. Вона передбачає використання найбільшого обсягу позикових коштів – у середньому 61,64 %, а також демонструє помірний позитивний ефект непрямого фінансового левериджу – 1,72. Негативний ефект прямого фінансового левериджу є мінімальним, а його кількісне значення (-0,02) дозволяє припустити, що на практиці він майже відсутній.

У галузевому розрізі така модель транскордонного фінансового левериджу є характерною для всіх ТНК оптової торгівлі, для 83 % комунальних ТНК, для 80 % ТНК телекомунікаційної галузі, а також для 78 % автобудівних корпорацій.

Результати кластеризації можуть бути використані для кількісної ідентифікації параметрів структури капіталу та фінансового левериджу нових ТНК, що не представлені в нашому дослідженні. Це означає, що за появи таких корпорацій уже не потрібно буде проводити нову кластеризацію на основі більшої вибірки. Нові ТНК можна розподілити по наявних кластерах на основі визначення їхніх Евклідових відстаней від центрів цих кластерів або – з мінімальною похибкою – за галузевою ознакою, принаймні для найбільш чітко ідентифікованих галузей. У цьому, зокрема, й полягає теоретична та практична цінність даної кластеризації.

Важливим висновком кластерного аналізу є також те, що подальшого розвитку набула ідея про існування оптимальної структури капіталу. Вона якнайкраще підтверджується для ТНК із моделлю негативного транскордонного фінансового левериджу. Для обох субмоделей зростання рівня глобальної заборгованості призводить до негативного ефекту як прямого, так і непрямого фінансового левериджу.

Корпораціям із моделлю найбільшої глобальної заборгованості

притаманний мінімальний негативний ефект транскордонного фінансового левериджу. Оптимальна структура капіталу тут вже досягнута, але відхилення від оптимуму справляє значно менший негативний вплив на ROI порівняно із ТНК попередніх моделей.

Кількісним ідентифікатором цього оптимуму тепер уже виступає не лише середньогалузевий рівень, а й середній рівень кластера, хоча слід наголосити, що для кожної окремої ТНК він є індивідуальним. Приміром, для таких галузей, як нафтова, яка навпіл поділена між двома кластерами, цей рівень визначатиметься передусім на основі кластерних характеристик, які матимуть у цьому плані пріоритет. Для галузей, які повністю входять до складу певного кластера, цей рівень визначатиметься радше на основі галузевих характеристик.

Основні положення та результати цього розділу опубліковані автором в одноосібних роботах [19; 26; 28; 30].

ВИСНОВКИ

У дисертації розв'язано наукове завдання щодо виявлення та систематизації основних чинників глобальної структури капіталу ТНК у сучасних умовах, визначення та економетричної ідентифікації наявних моделей транскордонного фінансового левериджу. Результати дослідження характеризуються науковою новизною, мають теоретико-методологічне й практичне значення та дозволяють зробити такі висновки.

1. Глобальна корпоративна структура капіталу формується на рівні світового фінансового сектору в умовах трансформації ТНК у глобальні корпорації. Цей процес відбувається не лише на місцевих ринках країн, що приймають, а й на міжнародних та внутрішньофірмових ринках капіталу ТНК. Вона є співвідношенням між власними та позиковими коштами, яке формується у процесі залучення й використання корпораціями фінансових ресурсів, а також охоплює комплекс відповідних управлінських заходів, які забезпечують його оптимізацію.

2. Теорії структури капіталу є універсальними та розглядають ТНК як звичайні корпорації. Вони по-різному тлумачать корпоративну структуру капіталу й фінансовий леверидж та доходять різних висновків. Домінуючою є теорія Модильяні–Міллера, яка передбачає, що вартість корпорації із позиковим капіталом є більшою від вартості корпорації, що фінансується лише власними коштами, на величину «податкового щита», який дозволяє економити на податкових виплатах, що є особливо актуальним для ТНК, які функціонують у багатьох юрисдикціях. Теорії структури капіталу можна класифікувати: за змінюваністю структури капіталу – на статичні та динамічні; за об'єктом дослідження – на загальні та специфічні; за змістовою основою – на ті, що базуються на методі чистого прибутку, чистого операційного прибутку, та на ті, що базуються на аналізі структури капіталу як об'єкта впливу інших чинників.

3. Ефект транскордонного фінансового левериджу виникає внаслідок

використання міжнародними корпораціями у глобальній структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показників фінансово-господарської діяльності більшою мірою, ніж за відсутності запозичень.

4. Чинники структури капіталу ТНК поділяють на дві великі групи: чинники рівня країни та чинники рівня корпорації. Перша група значно більшою мірою визначає рішення ТНК щодо структури капіталу, ніж місцевих корпорацій. Деякі чинники можна розглядати як на рівні країни, так і на рівні корпорації. Це поведінковий чинник, валютний ризик та загроза рейдерських захоплень і ворожих поглинань. Фактори глобальної корпоративної структури капіталу відрізняються за одним принциповим критерієм – за походженням впливу. Джерелом походження впливу може бути або попит на фінансові ресурси з боку ТНК, або їх пропозиція. Чинники попиту є більш впливовими, оскільки рішення щодо структури капіталу приймаються самими корпораціями. Мотивація, яка формується під впливом пропозиції, є екстернальною щодо корпорації.

5. Фундаментальні чинники справляють вплив на структуру капіталу як материнських компаній ТНК, так і їхніх філій, а також місцевих корпорацій. Водночас між специфічними чинниками, такими як валютний ризик і рівень інтернаціоналізації, а також ступінь політичного ризику, матеріальний характер активів і комплекс поведінкових чинників, та глобальною корпоративною структурою капіталу ТНК спостерігається значно вища залежність.

6. Головним фактором глобальної структури капіталу ТНК є податок на прибуток корпорацій. Для них, на відміну від місцевих компаній, сукупний ефект «податкового щита» складається з двох субефектів: традиційного й «транснаціонального», який досягається за рахунок застосування стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів. Останній є значно впливовішим. «Податковий щит» використовується ТНК за двома напрямками: він не лише сприяє зростанню рівня використання позикових

коштів, а й призводить до збільшення внутрішньокорпоративної заборгованості.

Суттєвий вплив на структуру капіталу філій та материнських компаній ТНК справляють вимоги регуляторного середовища в частині застосування «правил слабкої капіталізації». У результаті ТНК не лише змінюють структуру капіталу філій на користь власних коштів, а й замінюють частку внутрішньої заборгованості на зовнішню. В Україні це регуляторне положення потребує вдосконалення із залученням міжнародного досвіду та вітчизняних реалій. По-перше, більш адекватним заходом в умовах потенційних зловживань та виведення коштів з країни видається встановлення обмежень з урахуванням сукупного позикового капіталу, а не лише кредитів від пов'язаних нерезидентів, як нині. Таке обмеження має стосуватися всіх нерезидентів. По-друге, його слід, принаймні тимчасово, застосовувати й щодо резидентів, хоча б до виходу країни з глибокої економічної кризи. Це не дозволить маніпулювати з базою оподаткування.

7. На структуру капіталу ТНК впливає схильність до інвестування в акції, що виникає внаслідок дії валютних ризиків. Останні призводять до зміни структури ризику й доходності цінних паперів. Унаслідок цього безризикові боргові папери стають ризиковими, а валютна складова формує переважну частину їх загального ризику. Боргові папери таким чином стають відносно менш привабливими для інвесторів, які починають схилитися до вкладання коштів в акції.

8. Ефект транскордонного фінансового левериджу якнайкраще проявляється в процесі впливу коефіцієнта заборгованості на доходність активів та коефіцієнта короткотермінової заборгованості на поточну ринкову вартість акцій ТНК.

9. Оптимальна глобальна корпоративна структура капіталу дозволяє максимізувати позитивний ефект транскордонного фінансового левериджу. Вона досягла такого рівня в досліджуваних ТНК та перебувала в такому або близькому до нього стані. Підтвердженням цього є чотири аспекти:

доведений обернений ефект фінансового левериджу, сталість коефіцієнта заборгованості, значно більша варіація короткотермінових коефіцієнтів порівняно із загальним та довготерміновим, а також низькі значення незначної кількості позитивних кореляцій.

10. За результатами проведеної методом k-середніх кластеризації масиву із 68 ТНК дев'яти галузей за трьома критеріями, що характеризують глобальну корпоративну структуру капіталу, було виявлено дві усталені моделі транскордонного фінансового левериджу. Модель негативного фінансового левериджу передбачає його від'ємний ефект, а також низьку частку позикових коштів у структурі капіталу. Ця модель є характерною для ТНК нафтової промисловості, здебільшого – для корпорацій фармацевтичної та видобувної галузі та частково – для компаній електротехнічної та харчової сфер.

Модель найбільшої глобальної заборгованості передбачає використання максимального обсягу позикових коштів, а також демонструє помірний позитивний ефект непрямого фінансового левериджу. Негативний ефект прямого фінансового левериджу є мінімальним, на практиці – майже відсутнім. Ця модель є характерною для ТНК сфери оптової торгівлі, здебільшого – для корпорацій комунальної, телекомунікаційної та автобудівної галузей.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андрійчук В. Г. Власний та позичковий капітал підприємства і критерії їх раціонального співвідношення / В. Андрійчук, С. Галузинський // Економіка України. – 1998. – № 6 (439). – С. 15 – 23.
2. Батурич В. М. Финансовый левиредж как эффективный инструмент управления финансовой деятельностью предприятия / В. М. Батурич, В. Э. Керимов // Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. – № 2. – С. 10 – 18.
3. Бланк І. О. Фінансове забезпечення розвитку Підприємства : Монографія / [І. О. Бланк, Л. О. Лігоненко, Н. М. Гуляєва та ін.] ; за ред. І. О. Бланка – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2011. – 344 с.
4. Бондаренко Л. П. Планування структури капіталу промислово-фінансових груп : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)» / Л. П. Бондаренко. – Львів, 2011. – 29 с.
5. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Ричард Брейли, Стюарт Майерс ; [пер. с англ.]. – [Межд. изд.]. – М. : ЗАО «Олимп – Бизнес», 1997. – 1120 с.
6. Вітренко Ю. Ю. Глобальна фінансова система транснаціональних корпорацій / Ю. Ю. Вітренко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія : Міжнародні відносини. – К. : КНУ імені Тараса Шевченка ; ВПЦ «Київський університет», 2002. – Вип. 16. – С. 50 – 52.
7. Грисенко М. В. Кількісні методи аналізу міжнародних економічних відносин : Навчальний посібник / М. В. Грисенко, О. А. Чугаєв. – К. : Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка, 2012. – 235 с.
8. Давыдова Л. В. Особенности формирования структуры капитала предприятия / Л. В. Давыдова, С. А. Ильминская // Финансы и кредит. – 2007.

– № 47. – С. 42 – 51.

9. Делімарська Ю. О. Регулювання фінансових операцій міжнародних корпорацій в умовах глобалізації світової економіки / Ю. О. Делімарська // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 38 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2007. – Ч. I. – С. 92 – 95.

10. Деркач І. О. Аналіз еволюції фінансового левериджу в умовах трансформації економіки / О. І. Деркач // Вісник ДонДУЕТ : Наук. журн., серія «Економічні науки» – Донецьк : Донецький державний університет економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. – 2003. – № 3 (19). – С. 266 – 279.

11. Деркач І. О. Комплекс економіко-математичних моделей управління підприємством на засадах концепції левериджу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / І. О. Деркач. – Київ, 2005. – 23 с.

12. Дзюба П. В. Структура капіталу сучасних ТНК (на прикладі компаній харчової промисловості) / П. В. Дзюба // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 67 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2007. – Ч. I. – С. 266 – 279.

13. Дзюба П. В. Трансферне ціноутворення у фінансовій системі ТНК : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / П. В. Дзюба. – К., 2006. – 20 с.

14. Дзюба П. В. Управління блокованими активами та його вплив на трансфертні потоки у фінансовій системі ТНК / П. В. Дзюба // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 38 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2002. – Ч. II. – С. 175 – 178.

15. Дзюба П. В. Фінансова система транснаціональних компаній / П. Дзюба // Міжнародна економіка : Зб. наук. праць / Відп. ред. – доктор економічних наук В. Є. Новицький. – К.: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2003. – Вип. 37. – С. 219 – 230.

16. Єріна А. М. Теорія статистики: Практикум / А. М. Єріна, З. О. Пальян. – К. : Тоавриство «Знання», КОО, 1997. – 325 с.

17. Заліско О. И. Теория Миллера–Модильяни как доминирующая концепция корпоративной структуры капитала / О. И. Заліско // Сборник научных трудов Национальной Академии Наук Азербайджана (Серия «Экономика»). – № 2. – Баку : Институт экономики Национальной Академии наук Азербайджана. – 2015. – С. 40 – 45.

18. Заліско О. І. Використання стратегії транснаціонального борг шифтингу як чинник трансформації національних податкових систем / Заліско О. І. // Глобальні соціально-економічні трансформації в ХХІ столітті : Матеріали ІІ науково-практичного круглого столу, 22 жовтня 2015 року, м. Київ. – Київ : Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2015. – С. 72 – 73.

19. Заліско О. І. Вплив структури капіталу на фінансову ефективність сучасних ТНК: на прикладі корпорацій харчової промисловості / Заліско О. І. // Актуальні питання соціально-економічного розвитку держави, регіону та підприємства : Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 27–28 листопада 2015 року, м. Львів. У 2-х частинах. – Львів : Громадська організація «львівська економічна фундація», 2015. – Ч. 1. – С. 16 – 18.

20. Заліско О. І. Еволюція наукових поглядів на проблему фінансового левериджу транснаціональних компаній / О. І. Заліско // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 119 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2014. – Ч. І. – С. 150 – 160.

21. Заліско О. І. Методологічні аспекти дослідження структури капіталу ТНК / О. Заліско // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія : Міжнародні відносини. – К. : КНУ імені Тараса Шевченка ; ВПЦ «Київський університет», 2015. – Вип. 1(43). – С. 48 – 54.

22. Заліско О. І. Окремі аспекти оподаткування корпорацій, пов'язані зі структурою капіталу: міжнародний досвід та українські реалії / Заліско О. І. // Геостратегічні пріоритети України в політичній, економічній, правовій та інформаційній сферах : Матеріали наукової конференції, 15 жовтня 2015 року, м. Київ. – Київ : Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2015. – С. 166 – 169.

23. Заліско О. І. Ретроспективний аналіз наукових концепцій структури капіталу ТНК / О. І. Заліско // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 124 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2015. – Ч. I. – С. 141 – 155.

24. Заліско О. І. Стратегія борг-шифтингу як інструмент використання переваг податкового щита сучасними ТНК / О. І. Заліско // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки» : Наук. період. вид. – Вип. 16. – Херсон : Міністерство освіти і науки України, Херсонський державний університет, Факультет економіки і менеджменту. – 2016. – Ч. 4. – С. 24 – 30.

25. Заліско О. І. Схильність до інвестування в акції як чинник формування структури капіталу ТНК / Заліско О. І. // Проблеми і перспективи розвитку світової економіки і міжнародних економічних відносин : Матеріали II міжнародної науково-практичної конференції, 8.10.2015 року, м. Київ. – Київ : Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2015. – С. 24 – 26.

26. Заліско О. І. Тенденції зміни структури капіталу ТНК у сучасних умовах: порівняльний аналіз окремих галузей / О. Заліско // Євроінтеграційний вибір України та проблеми макроекономіки : Тези

доповідей XIX Міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих вчених, 16 грудня 2015 року, м. Дніпропетровськ. – Дніпропетровськ : Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2015. – С. 63 – 65.

27. Заліско О. І. Теоретичні підходи до ідентифікації структури капіталу ТНК / О. І. Заліско // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 121 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2014. – Ч. II. – С. 245 – 257.

28. Заліско О. І. Фінансовий леверидж та структура капіталу сучасних ТНК: порівняльний аналіз кластерних моделей / Заліско О. І. // Актуальні проблеми міжнародних відносин : Зб. наук. праць. – Вип. 127 : У 2 ч. – К. : Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2016. – Ч. I. – С. 149 – 162.

29. Заліско О. І. Джерела фінансування ТНК: порівняльний аналіз різних підходів / Заліско О. І. // Сучасні тенденції розвитку світових фінансів : матеріали наукової конференції, 28 травня 2015 року, Київ. – Київ : Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2015. – С. 20 – 22.

30. Заліско О. І. Оптимальна структура капіталу: емпіричний тест фінансового левериджу сучасних ТНК / Заліско О. І. // Проблеми та перспективи розвитку національних економік: від мікро- до макрорівня : матеріали міжнародної науково-практичної конференції, 8 квітня 2016 року, Одеса. – Одеса : Одеський національний університет імені І. І. Мечникова, 2016. – С. 47 – 49.

31. Заліско О. І. Фінансовий леверидж в альтернативних моделях транснаціонального корпоративного менеджменту / Заліско О. // «Шевченківська весна» : матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів і молодих вчених, 3 квітня 2014 року, Київ. – Вип. II. – Київ : Київський національний університет імені Тараса

Шевченка, Інститут міжнародних відносин, Наукове товариство студентів та аспірантів, 2014. – С. 55 – 57.

32. Заліско О. І. Формування структури капіталу ТНК в умовах інноваційного розвитку світової економіки / Заліско О. І. // Інноваційні виміри розвитку світової економіки : матеріали круглого столу, 28 березня 2014 року, Київ. – Київ : Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2014. – С. 23 – 24.

33. Канищенко О. Л. Управління підприємством в умовах посилення нестабільності міжнародного ринкового середовища / Канищенко О. Л. // Теоретичні та прикладні питання економіки : Зб. наук. праць. – К. : КНУ імені Тараса Шевченка ; ВПЦ «Київський університет», 2015. – Вип. 1 (30). – С. 154 – 162.

34. Карпенко Г. В. Проблеми та перспективи залучення інвестиційного капіталу українськими підприємствами на світових фондових ринках шляхом IPO / Карпенко Г. В. // Фінанси України. – 2008. – № 10 (155). – С. 89 – 94.

35. Кістерський Л. Л. Міжнародна технічна допомога: шляхи підвищення ефективності : Монографія / Л. Л. Кістерський, Т. В. Липова. – К. : Представництво Європейського Союзу в Україні, 2010. – 240 с.

36. Кочкодан В. Б. Синтез механізмів управління структурою капіталу підприємства : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (машинобудування)» / В. Б. Кочкодан. – Київ, 2008. – 19 с.

37. Крисоватий А. І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. – 2013. – № 9. – С. 7 – 27.

38. Кудряшов В. П. Корпоративні права та їх використання в контролі діяльності підприємства / В. П. Кудряшов // Економіка Крима. – 2003. – № 10. – С. 6 – 8.

39. Кудряшов В. П. Корпоративні права та їх використання у фінансовій

діяльності / В. П. Кудряшов // Наукові праці НДФІ. – 2004. – № 1-2. – С. 24 – 35.

40. Левківський В. М. Сучасні форми діяльності транснаціональних корпорацій у системі міжнародних економічних відносин / В. М. Левківський // Вісник Чернігівського державного технологічного університету, 2014. – Вип. 4 (76). – С. 17 – 24.

41. Липова Т. В. Джерела фінансування розвитку українських підприємств в сучасних умовах / Т. В. Липова // Науковий вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту : Зб. наук. праць. – К. : Національна академія статистики, обліку та аудиту. – 2010. – № 4 (29). – С. 70 – 74.

42. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації : Монографія / З. О. Луцишин. – К. : Видавничий центр «ДрУк», 2002. – 320 с.

43. Лютий І. О. Вплив держави на ринок фінансового капіталу України / І. О. Лютий, Н. В. Дрозд // Фінанси України. – 2010. – № 8 (177). – С. 63 – 72.

44. Мовсесян А. Транснаціональний капітал и національные государства / А. Мовсесян, С. Огнивцев // МЭ и МО. – 1999. – № 6. – С. 55 – 63.

45. Модильяни Ф. Скільки стоить фірма? Теорема ММ / Франко Модильяни, Мертон Миллер ; [пер. с англ.]. – [2-е изд.]. – М. : Дело, 2001. – 272 с.

46. Осецький В. Л. Забезпечення фінансової стійкості акціонерного товариства в глобальному постіндустріальному вимірі / В. Л. Осецький, О. А. Плєшакова // Соціально-економічні трансформації в умовах глобалізації: світовий та вітчизняний виміри : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Київ, 2013. – С. 63 – 67.

47. Основи міжнародних фінансів : підручник / [Рогач О. І., Шемет Т. С., Циганов С. А. та ін.] ; за ред. О. І. Рогача. – К. : Видавничо-поліграфічний

центр «Київський університет», 2008. – 496 с.

48. Плотніков О. В. Фінансовий менеджмент у транснаціональних корпораціях / О. В. Плотніков. – К. : Кондор, 2004. – 251 с.

49. Податковий кодекс України : за станом на 23 лютого 2016 року / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – К. : Парлам. вид-во [Електронний ресурс]. Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

50. Прохорова М. Е. Конкурентні стратегії репозиціонування ТНК: злиття, поглинання та участь у стратегічних альянсах. / М. Е. Прохорова // Зб. наук. пр. Хмельницького кооперативного торговельно-економічного інституту. Економічні науки. м. Хмельницький, 2014. – № 9. – С. 154-160.

51. Прохорова М. Е. Особливості та тенденції розвитку процесів транснаціоналізації в ХХІ столітті / М. Е. Прохорова // Стратегія розвитку України (економіка, соціологія, право). – 2015. – № 2. – С. 88 – 98.

52. Прохорова М. Е. Особливості та тенденції розвитку процесів транснаціоналізації в ХХІ столітті. / М. Е. Прохорова // Стратегія розвитку України (економіка, право, соціологія): наук. журн. – К.: НАУ, 2015 – № 1. – С. 52-64.

53. Прохорова М. Е. Особливості формування впливу зарубіжних ТНК на Україну в ХХІ ст. / М. Е. Прохорова, Н. М. Левицька // Науковий вісник Інституту міжнародних відносин НАУ. Серія : економіка, право, політологія, туризм, 2013. – Том 2. – № 4. – С. 49 – 55.

54. Прохорова М. Е. Порівняльний аналіз транснаціоналізації українських та зарубіжних ТНК / М. Е. Прохорова, В. В. Кузьмяк // Науковий вісник Інституту міжнародних відносин НАУ. Серія : економіка, право, політологія, туризм, 2011. – Том 2. – № 4. – С. 54 – 68.

55. Рогач О. І. Міжнародне короткострокове фінансування транснаціональної фірми / О. І. Рогач // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія : Міжнародні відносини. – К. : КНУ імені Тараса Шевченка ; ВПЦ «Київський університет», 2002. –

Вип. 22. – С. 91 – 94.

56. Рогач О. І. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій : підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / Олександр Рогач. – К. : Либідь, 2005. – 720 с.

57. Рогач О. І. Особливості фінансової системи транснаціональних корпорацій / О. І. Рогач // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія : Міжнародні відносини. – К. : КНУ імені Тараса Шевченка ; ВПЦ «Київський університет», 2002. – Вип. 23. – С. 200 – 204.

58. Рогач О. І. Транснаціональні корпорації в світовій економіці : Монографія / Олександр Рогач. – К. : Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2005. – 176 с.

59. Руденко-Сударєва Л. В. Конкуретне лідерство глобальних корпорацій / Л. Руденко-Сударєва // Ресурси та моделі глобального неконотмічного розвитку : Монографія / за заг. ред. Д. Г. Лук'янена та А. М. Поручника. – К. : КНЕУ, 2011. – С. 288–340.

60. Руденко-Сударєва Л. В. Облікова інформація у забезпеченні результативності менеджменту глобальних корпоративних структур / Л. В. Руденко-Сударєва // Незалежний аудитор. – 2012. – № 1. – С. 20–37.

61. Руденко-Сударєва Л. В. Системна модифікація бізнес-моделей глобальних корпорацій: еволюція теоретичних підходів / Л. В. Руденко-Сударєва // Дослідження міжнародної економіки : Зб. наук. праць. – № 4 (69). – 2011. – С. 42–57.

62. Руденко-Сударєва Л. В. Стратегії організації транснаціонального бізнесу на контрактній основі / Л. В. Руденко-Сударєва // Стратегія розвитку України. – 2011. – № 1. – С. 93–98.

63. Руденко-Сударєва Л. В. Транснаціоналізація і конкуретний розвиток національних економік: теорія і практика країн, що розвиваються : Монографія / [Л. Руденко-Сударєва, В. Токарь, Ю. Ткаченко

та ін.] ; за наук. ред. Руденко-Сударєвої Л. В. – Ніжин : Видавництво «Аспект поліграф», 2014. – 568 с.

64. Рязанова Н. С. Теоретичні аспекти корпоративних фінансів: нові підходи / Н. С. Рязанова // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 1-2. – С. 3 – 10.

65. Федорович В. О. Критерий эффективности рациональной структуры капитала корпорации / В. О. Федорович // Проблемы учёта и финансов. – 2012. – № 2. – С. 17 – 25.

66. Федорович В. О. Рациональная структура капитала корпорации как база роста инновационной стоимости её имущественного комплекса / В. О. Федорович // Сибирская финансовая школа. – 2012. – № 3. – С. 91 – 97.

67. Федосов В. М. Концептуальні питання теорії корпоративних фінансів / В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 3-4. – С. 39 – 55.

68. Филипенко А. С. Экономическая глобализация: истоки и результаты : Монография / А. С. Филипенко. – М. : Экономика, 2010. – 512 с.

69. Філіпенко А. С. Глобальні форми економічного розвитку : Монографія / А. С. Філіпенко. – К. : Знання, 2007. – 670 с.

70. Фінанси зарубіжних корпорацій : навч.-метод. посіб. для самостійного вивчення дисципліни / [В. М. Суторміна, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова та ін.]. – [2-ге вид., доп. і перероб.]. – К. : КНЕУ, 2008. – 218 с.

71. Adler M. International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis / Michael Adler, Bernard Dumas // The Journal of Finance. – 1983. – Vol. 38, № 3. – P. 925 – 984.

72. Aggarwal R. Capital Structure, Dividend Policy, and Multinationality: Theory versus Empirical Evidence / Raj Aggarwal, NyoNyo Aung Kyaw // International Review of Financial Analysis. – 2010. – Vol. 19, № 2. – P. 140 – 150.

73. Aggarwal R. International Differences in Capital Structure Norms: An

Empirical Study of Large European Companies / Raj Aggarwal, NyoNyo Aung Kyaw // *Management International Review*. – 1981. – Vol. 21, № 1. – P. 75 – 88.

74. Akhtar S. The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations / Shumi Akhtar // *Australian Journal of Management*. – 2005. – Vol. 30, № 2. – P. 321 – 341.

75. Altshuler R. Repatriation Taxes, Repatriation Strategies and Multinational Financial Policy / Rosanne Altshuler, Harry Grubert // *Journal of Public Economics*. – 2003. – Vol. 87, № 1. – P. 73 – 107.

76. Antonczyk R. C. Overconfidence and Optimism: The Effect of National Culture on Capital Structure / Ron Christian Antonczyk, Astrid Juliane Salzmann // *Research in International Business and Finance*. – 2014. – Vol. 31. – P. 132 – 151.

77. Arena M. P. The Effect of Taxes on Multinational Debt Location / Matteo P. Arena, Andrew H. Roper // *Journal of Corporate Finance*. – 2010. – Vol. 16, № 5. – P. 637 – 654.

78. Avarmaa M. Capital Structure Formation in Multinational and Local Companies in the Baltic States / Mari Avarmaa, Aaro Hazak, Kadri Männasoo // *Baltic Journal of Economics*. – 2001. – Vol. 11, № 1. – P. 125 – 145.

79. Baker R. E. *Advanced Financial Accounting* / Richard E. Baker, Valdean C. Lembke, Thomas E. King. – [5th Edition]. – Boston, New York, London : McGraw-Hill/Irwin, 2002. – 1178 p.

80. Baltacı N. Firm, Country and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Banking Sector / Nuri Baltacı, Hasan Ayaydin // *Emerging Markets Journal*. – 2014. – Vol. 3, № 3. – P. 47 – 58.

81. Bancel F. Cross-country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms / Franck Bancel, Usha R. Mittoo // *Financial Management*. – 2004. – Vol. 33, № 4. – P. 103 – 132.

82. Barges A. *The Effect of Capital Structure on the Cost of Capital: A Test and Evaluation of the Modigliani and Miller Propositions : A Dissertation in Economics* / Alexander Barges. – Englewood Cliffs : Prentice-Hall, Inc., 1963. –

121 p.

83. Bauer P. Capital Structure of Listed Companies in Visegrad Countries / Patrik Bauer // Prague Economic Papers. – 2004. – Vol. 13, № 2. – P. 159 – 175.

84. Baxamusa M. Does Religion Affect Capital Structure? / Mufaddal Baxamusa, Abu Jala // Research in International Business and Finance. – 2014. – Vol. 31, № 1. – P. 112 – 131.

85. Bhaird C. M. Culture's Influences: An Investigation of Inter-Country Differences in Capital Structure / Ciaran Mac an Bhaird, Brian Lucey // Borsa Istanbul Review. – 2014. – Vol. 14, № 1. – P. 1 – 9.

86. Bloomberg Business. [Electronic resource] : Financial & Business Portal / Bloomberg L.P., 2015. – Access mode : <http://www.bloomberg.com.com>.

87. Bradley M. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence / Michael Bradley, Gregg A. Jarrell, E. Han Kim // The Journal of Finance. – 1984. – Vol. 39, № 3. – P. 857 – 878.

88. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.

89. Brigham E. F. Financial Management: Theory and Practice / Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt. – [12th Edition]. – Mason, OH, USA : Thomson South-Western, 2008. – 1074 p.

90. Brigham E. F. Leverage, Dividend Policy, and the Cost of Capital / Eugene F. Brigham, Myron J. Gordon // The Journal of Finance. – 1968. – Vol. 23, № 1. – P. 85 – 103.

91. Bucovetsky S. Tax Competition when Firms Choose Their Organizational Form: Should Tax Loopholes for Multinationals Be Closed? / Sam Bucovetsky, Andreas Haufler // Journal of International Economics. – 2008. – Vol. 74, № 1. – P. 188 – 201.

92. Burgman T. A. An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure / Todd A. Burgman // Journal of International Business Studies. –

1996. – Vol. 27, № 3. – P. 553 – 570.

93. Capital Structure Decisions of Globally-Listed Shipping Companies / [Wolfgang Drobetz, Dimitrios Gounopoulos, Andreas Merikas, Henning Schröder] // *Transportation Research*. – 2013. – Part E 52. – P. 49 – 76.

94. Capital Structures in Developing Countries / [Laurence Booth, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic] // *The Journal of Finance*. – 2001. – Vol. 56, № 1. – P. 87 – 130.

95. Caves R. E. *Multinational Enterprise and Economic Analysis* / Richard E. Caves. – [2nd Edition]. – Cambridge, New York, Melbourne : Cambridge University Press, 1996. – 322 p.

96. Chkir I. E. Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations / Imed Eddine Chkir, Jean-Claude Cosset // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2001. – Vol. 11, № 1. – P. 17 – 37.

97. Chowdhry B. Internal Financing of Multinational Subsidiaries: Debt vs. Equity / Bhagwan Chowdhry, Joshua D. Coval // *Journal of Corporate Finance*. – 1998. – Vol. 4, № 1. – P. 87 – 106.

98. Chowdhry B. Internal Financing of Multinational Subsidiaries: Parent Debt vs. External Debt / Bhagwan Chowdhry, Vikram Nanda // *Journal of Corporate Finance*. – 1994. – Vol. 1, № 2. – P. 259 – 281.

99. Corbett J. How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States / Jenny Corbett, Tim Jenkinson // *The Manchester School of Economic & Social Studies*. – 1997. – Vol. 65, Supplement. – P. 69 – 93.

100. *Corporate Finance and Portfolio Management* / [CFA[®] Program Curriculum. Volume 4, Level I, 2008]. – Boston, MA : Pearson Custom Publishing, CFA Institute, 2008. – 485 p.

101. Creditor Rights and Capital Structure: Evidence from International Data / [Seong-Soon Cho, Sadok El Ghoul, Omrane Guedhami, Jungwon Suh] // *Journal of Corporate Finance*. – 2014. – Vol. 25. – P. 40 – 60.

102. Črnigoj M. Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms / Matjaž Črnigoj, Dušan Mramor // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2009. – Vol. 45, № 1. – P. 72 – 89.

103. Culture, Leadership, and Organizations: the GLOBE Study of 62 Societies / [R. J. House, P. J. Hanges, M. Javidan et al.] – Thousand Oaks (CA) : Sage Publications, 2004. – 693 p.

104. DeAngelo H. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation / Harry DeAngelo, Ronald W. Masulis // *Journal of Financial Economics*. – 1980. – Vol. 8, № 1. – P. 3 – 29.

105. Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy / Prepared by the Fiscal Affairs Department ; [Approved by Carlo Cottarelli]. – International Monetary Fund, 2009. – 40 p. – (Working Paper / International Monetary Fund. IMF Working Paper Series ; June 12, 2009).

106. Desai M. A. A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets / Mihir A. Desai, C. Fritz Foley, James R. Hines Jr. // *The Journal of Finance*. – 2004. – Vol. 59, № 6. – P. 2451 – 2487.

107. Dewenter K. Dividends, Symmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms / Kathryn L. Dewenter, Vincent A. Warther // *The Journal of Finance*. – 1998. – Vol. 53, № 3. – P. 879 – 904.

108. Djankov S. Private Credit in 129 Countries / Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Andrei Shleifer // *Journal of Financial Economics*. – 2007. – Vol. 84, № 2. – P. 299 – 329.

109. Donaldson G. Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity / Gordon Donaldson. – Boston : Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1961. – 294 p.

110. Doukas J. A. Geographic Diversification and Agency Costs of Debt of Multinational Firms / John A. Doukas, Christos Pantzalis // *Journal of Corporate*

Finance. – 2003. – Vol. 9, № 1. – P. 59 – 92.

111. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement / David Durand // Conference on Research in Business Finance, 1952, National Bureau of Economic Research. – NBER, 1952. – P. 215 – 262.

112. Eiteman D. K. Multinational Business Finance / David Eiteman, Arthur Stonehill, Michael Moffett. – [9th ed.]. – Boston, San Francisco, New York : Addison-Wesley Publishing, 2001. – 693 p.

113. Eun C. S. International Diversification of Investment Portfolios: U.S. and Japanese Perspectives / Cheol S. Eun, Bruce G. Resnick // Management Science. – 1994. – Vol. 40, № 1. – P. 140 – 161.

114. Fama E. F. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt / Eugene F. Fama, Kenneth R. French // The Review of Financial Studies. – 2002. – Vol. 15, № 1. – P. 1 – 33.

115. Feld L. P. Capital Structure Choice and Company Taxation: A Meta-Study / Lars P. Feld, Jost H. Heckemeyer, Michael Overesch // Journal of Banking and Finance. – 2013. – Vol. 37, № 8. – P. 2850 – 2866.

116. Financial Ratio Benchmarks 2013-2014: Annual Statement Studies / The Risk Management Association. – Philadelphia, PA : The Risk Management Association, 2013. – 28 p.

117. Frank M. Z. Capital Structure Decisions: Which factors are Reliably Important / Murray Z. Frank, Vidhan Goyal // Financial Management. – 2009. – Vol. 38, № 1. – P. 1 – 37.

118. Frank M. Z. Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt / Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal. – Hanover, NH : Dartmouth College, Tuck School of Business, Center for Corporate Governance, 2005. – 88 p. – (Working Paper / Tuck School of Business).

119. Friedlob G. T. Essentials of Corporate Performance Measurement / George T. Friedlob, Lydia L. F. Schleifer, Franklin J. Plewa, Jr. – New York : John

Wiley & Sons, Inc., 2002. – 209 p.

120. Giannetti M. Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices / Mariassunta Giannetti // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2003. – Vol. 38, № 1. – P. 185 – 212.

121. Gildersleeve R. *Winning Business: How to Use Financial Analysis and Benchmarks to Outscore Your Competition* / Rich Gildersleeve. – Houston (Texas) : Cashman Dudley: An Imprint of Gulf Publishing Company, 1999. – 331 p.

122. Global 500. The World's Largest Companies, Ranked by Total Revenues. [Electronic resource] : *Fortune Global 500* / *Fortune*, 2015. – Access mode : <http://fortune.com/global500/>.

123. González V. M. Leverage and Corporate Performance: International Evidence / Víctor M. González // *International Review of Economics and Finance*. – 2013. – Vol. 25, № C. – P. 169 – 184.

124. Greenfield R. L. Financial Leverage and Use of the Net Present Value Investment Criterion / Robert L. Greenfield, Maury R. Randall, John C. Woods // *Financial Management*. – 1983. – Vol. 12, № 3. – P. 40 – 44.

125. Harris M. The Theory of Capital Structure / Milton Harris, Artur Raviv // *The Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46, № 1. – P. 297 – 255.

126. Hart O. A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital / Oliver Hart, John Moore // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – Vol. 109, № 4. – P. 841 – 879.

127. Haufler A. Firms' Financial Choices and Thin Capitalization Rules under Corporate Tax Competition / Andreas Haufler, Marco Runkel // *European Economic Review*. – 2012. – Vol. 56, № 6. – P. 1087 – 1103.

128. Helfert E. A. *Financial Analysis: Tools and Techniques: A Guide for Managers* / Erich A. Helfert. – New York, Chicago, San Francisco : McGraw-Hill, 2001. – 485 p.

129. How Growth Opportunities are Related to Corporate Leverage Decisions

/ [Hayat M. Avan, M. Ishaq Bhatti, Raza Ali, Azeem Quershi] // Investment Management and Financial Innovations. – 2010. – Vol. 7, № 1. – P. 90 – 97.

130. Huang R. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment / Rongbing Huang, Jay R. Ritter // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2009. – Vol. 44, № 2. – P. 237 – 271.

131. Huizinga H. Capital Structure and International Debt Shifting / Harry Huizinga, Luc Laeven, Gaëtan Nicodème // Journal of Financial Economics. – 2008. – Vol. 88, № 1. – P. 80 – 118.

132. Investing in the SDGs: An Action Plan. World Investment Report 2014 / United National Conference on Trade and Development, United Nations. – New York & Geneva : United Nations, UNCTAD, 2014. – 228 p.

133. Jensen M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / Michael C. Jensen, William H. Meckling // The Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, № 4. – P. 305 – 360.

134. Jõeveer K. Firm, Country and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Transition Economies / Karin Jõeveer // Journal of Comparative Economics. – 2013. – Vol. 41, № 1. – P. 294 – 308.

135. Jog V. Tax Reforms, Debt Shifting and Tax Revenues: Multinational Corporations in Canada / Vijay Jog, Jianmin Tang // International Tax and Public Finance. – 2001. – Vol. 8, № 1. – P. 5 – 25.

136. Joliet R. Capital Structure Effects of International Expansion / Robert Joliet, Aline Muller // Journal of Multinational Financial Management. – 2013. – Vol. 23, № 5. – P. 375 – 393.

137. Katagiri M. A Macroeconomic Approach to a Firm's Capital Structure : A Dissertation in Economics / Mitsuru Katagiri. – Philadelphia : University of Pennsylvania, 2011. – 102 p.

138. Kayo E. K. Hierarchical Determinants of Capital Structure / Eduardo K. Kayo, Herbert Kimura // Journal of Banking & Finance. – 2011. – Vol. 35, № 2. – P. 358 – 371.

139. Kesternich I. Who Is Afraid of Political Risk? Multinational Firms and Their Choice of Capital Structure / Iris Kesternich, Monika Schnitzer // *Journal of International Economics*. – 2010. – Vol. 82, № 2. – P. 208 – 218.

140. Kouki M. Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data / Mondher Kouki, Hatem Ben Said // *International Journal of Business and Management*. – 2012. – Vol. 7, № 1. – P. 214 – 229.

141. Kraus A. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage / Alan Kraus, Robert H. Litzenberger // *The Journal of Finance*. – 1973. – Vol. 28, № 4. – P. 911 – 922.

142. Law and Finance / [Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny] // *The Journal of Political Economy*. – 1998. – Vol. 106, № 6. – P. 1113 – 1155.

143. Lee K. C. Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure / Kwang Chul Lee, Chuck C. J. Kwok // *Journal of International Business Studies*. – 1988. – Vol. 19, № 2. – P. 195 – 217.

144. Lemma T. T. Institutional, Macroeconomic and firm-specific Determinants of Capital Structure: The African Evidence / Tesfaye Taddese Lemma, Minga Negash // *Management Research Review*. – 2013. – Vol. 36, № 11. – P. 1081 – 1122.

145. Lemmon M. L. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories / Michael L. Lemmon, Jaime F. Zender // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2010. – Vol. 45, № 5. – P. 1161 – 1187.

146. Lessard D. R. Transfer Prices, Taxes, and Financial Markets: Implications of Internal Financial Transfers within the Multinational Corporation / Donald R. Lessard // *Research in International business and Finance: the Economic Effects of Multinational Corporations Vol. 1 (Research in International Business and Finance)* / [Edited by Robert G. Hawkins]. – Greenwich, Conn.: JAI Press, 1979. – P. 101 – 125.

147. Lessard D. R. World, Country, and Industry Relationships in Equity Returns: Implications for Risk Reduction through International Diversification / Donald R. Lessard // *Financial Analysts Journal*. – 1976. – Vol. 32. – P. 32 – 38.

148. Lim T. C. Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China / Thian Cheng Lim // *International Journal of Economics and Finance*. – 2012. – Vol. 4, № 3. – P. 191 – 203.

149. MacKay P. How Does Industry Affect Firm Financial Structure? / Peter MacKay, Gordon M. Philips // *The Review of Financial Studies*. – 2005. – Vol. 18, № 4. – P. 1433 – 1466.

150. MacKie-Mason J. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? / Jeffrey K. MacKie-Mason // *The Journal of Finance*. – 1990. – Vol. 45, № 5. – P. 1471 – 1493.

151. Malmendier U. Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies / Ulrike Malmendier, Geoffrey Tate, Jon Yan // *The Journal of Finance*. – 2011. – Vol. 66, № 5. – P. 1687 – 1733.

152. Mansi S. A. Corporate International Activity and Debt Financing / Sattar A. Mansi, David M. Reeb // *Journal of International Business Studies*. – 2002. – Vol. 33, № 1. – P. 129 – 147.

153. Markowitz H. M. Portfolio Selection / Harry Markowitz // *The Journal of Finance*. – 1952. – Vol. 7, № 1. – P. 77 – 91.

154. Mauer D. Real Options, Agency Conflicts, and Optimal Capital Structure / David C. Mauer, Sudipto Sarkar // *Journal of Banking and Finance*. – 2005. – Vol. 29, № 6. – P. 1405 – 1428.

155. McMillan D. G. Dynamic Capital Structure Adjustment: US MNCs & DCs / David G. McMillan, Omar Camara // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2012. – Vol. 22, № 5. – P. 278 – 301.

156. Miao J. Optimal Capital Structure and Industry Dynamics / Jianjun Miao // *The Journal of Finance*. – 2005. – Vol. 60, № 6. – P. 2621 – 2659.

157. Miglo A. The Pecking Order, Trade-off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure: A Review / Anton Miglo. – Bridgeport, CT : University of Bridgeport, School of Business, 2010. – 26 p. – (Working Paper / University of Bridgeport Working Paper).

158. Miller M. Debt and Taxes / Merton Miller // The Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32, № 2. – P. 261 – 275.

159. Miller M. H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares / Merton H. Miller, Franco Modigliani // The Journal of Business. – 1961. – Vol. 34, № 4. – P. 411 – 433.

160. Mintz J. Income Shifting, Investment, and Tax Competition: Theory and Evidence from Provincial Taxation in Canada / Jack Mintz, Michael Smart // Journal of Public Economics. – 2004. – Vol. 88, № 6. – P. 1149 – 1168.

161. Mishra D. Securities Laws in the Host Countries and the Capital Structure of US Multinationals / Dev Mishra, George Tannous // International Review of Economics and Finance. – 2010. – Vol. 19, № 3. – P. 483 – 500.

162. Mittoo U. R. The Capital Structure of Multinational Corporations: Canadian versus U.S. Evidence / Usha R. Mittoo, Zhou Zhang // Journal of Corporate Finance. – 2008. – Vol. 14, № 5. – P. 706 – 720.

163. Modigliani F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / Franco Modigliani, Merton H. Miller // The American Economic Review. – 1963. – Vol. 53, № 3. – P. 433 – 443.

164. Modigliani F. Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection / Franco Modigliani, Enrico Perotti // International Review of Finance. – 2000. – Vol. 1, № 2. – P. 81 – 96.

165. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / Franco Modigliani, Merton H. Miller // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, № 3. – P. 261 – 297.

166. Mokhova N. Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure / Natalia Mokhova, Marek Zinecker // Procedia – Social and Behavioral Sciences. –

2014. – Vol. 110. – P. 530 – 540.

167. Myers S. C. Capital Structure / Stewart C. Myers // The Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol. 15, № 2. – P. 81 – 102.

168. Myers S. C. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have / Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf // The Journal of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13, № 3. – P. 187 – 221.

169. Myers S. C. Determinants of Corporate Borrowing / Stewart C. Myers // Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol. 5, № 2. – P. 147 – 175.

170. Myers S. C. The Capital Structure Puzzle / Stewart C. Myers // The Journal of Finance. – 1984. – Vol. 39, № 3 (Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, 1983). – P. 575 – 592.

171. Newberry K. J. Cross-Jurisdictional Income Shifting by U.S. Multinationals: Evidence from International Bond Offerings / Kaye J. Newberry, Dan S. Dhaliwal // Journal of Accounting Research. – 2001. – Vol. 39, № 3. – P. 643 – 662.

172. Norton G. M., III Valuation: Maximizing Corporate Value / George M. Norton III. – Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2003. – 195 p.

173. Nyamita M. O. Factors Influencing Debt Financing Decisions of Corporations – Theoretical and Empirical Literature Review / Micah Odhiambo Nyamita, Hari Lall Garbharran, Nirmala Dorasamy // Problems and Perspectives in Management. – 2014. – Vol. 12, № 41. – P. 189 – 202.

174. Overesch M. Corporate Tax Planning and Thin-Capitalization Rules: Evidence from a Quasi-Experiment / Michael Overesch, Georg Wamser // Applied Economics. – 2010. – Vol. 42, № 5. – P. 563 – 573.

175. Öztekin Ö. Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment

Speeds / Özde Öztekin, Mark J. Flannery // *Journal of Financial Economics*. – 2012. – Vol. 103, № 1. – P. 88 – 112.

176. Park S. H. Do Multinational and Domestic Corporations Differ in Their Leverage Policies? / Soon Hong Park, Jungwon Suh, Bernadr Yeung // *Journal of Corporate Finance*. – 2013. – Vol. 20. – P. 115 – 139.

177. Peralta S. Should Countries Control International Profit Shifting? / Susana Peralta, Xavier Wauthy, Tanguy van Ypersele // *Journal of International Economics*. – 2006. – Vol. 68, № 1. – P. 24 – 37.

178. Pratt S. P. Valuing A Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies / Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs. – [4th Edition]. – Boston, London, New York : McGraw-Hill, 2000. – 960 p.

179. Pratt S. P. Valuing A Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies / Shannon P. Pratt with Alina V. Niculita. – [5th Edition]. – New York, London, Toronto : The McGraw-Hill Companies, Inc., 2008. – 1098 p.

180. Rajan G. R. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data / Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales // *The Journal of Finance*. – 1995. – Vol. 50, № 5. – P. 1421 – 1460.

181. Ramirez A. Settling the Debate on Multinational Capital Structure Using CEPR Measure / Andres Ramirez, Chuck C. Y. Kwok // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2010. – Vol. 20, № 4-5. – P. 251 – 271.

182. Rego S. O. Tax-avoidance Activities of U.S. Multinational Corporations / Sonja Olhoft Rego // *Contemporary Accounting Research*. – 2003. – Vol. 20, № 4. – P. 805 – 833.

183. Reider B. Managing Cash Flow: An Operational Focus / Rob Reider, Peter B. Heyler. – Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2003. – 352 p.

184. Remmers L. Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally / Jianjun Miao // *Financial Management*. – 1974. – Vol. 3, № 2. – P. 24 – 32.

185. Ross S. A. Corporate Finance / Stephen A. Ross,

Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. – [6th Edition]. – Boston, London, New York : McGraw-Hill Irwin, 2002. – 912 p.

186. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach / Stephen A. Ross // *The Bell Journal of Economics*. – 1977. – Vol. 8, № 1. – P. 23 – 40.

187. Rudenko-Sudarieva L. International Capital Flows in the Context of the Crisis Phenomena / Larisa Rudenko-Sudarieva, Roman Krysyuk // *Independent Auditor*. – 2014. – № 8 (11). – P. 20–207.

188. Rudenko-Sudarieva L. Modern Factors of Development of International Investment / Larisa Rudenko-Sudarieva, Roman Krysyuk // *Independent Auditor*. – 2015. – № 14 (IV). – P. 27–35.

189. Rutenberg D. Maneuvering Liquid Assets in a Multi-National Company: Formulation and Deterministic Solution Procedures / David Rutenberg // *Management Science*. – 1970. – Vol. 16, № 10, Application Series. – P. B-671 – B-684.

190. Schindler D. Debt Shifting and Ownership Structure / Dirk Schindler, Guttorm Schjelderup // *European Economic Review*. – 2012. – Vol. 56, № 4. – P. 635 – 647.

191. Shapiro A. C. Financial Structure and Cost of Capital in the Multinational Corporation / Alan C. Shapiro // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 1978. – Vol. 13, № 2. – P. 211 – 226.

192. Singh M. Internationalization, Capital Structure, and Cost of Capital: Evidence from French Corporations / Manohar Singh, Ali Nejadmalayeri // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2004. – Vol. 14, № 2. – P. 153 – 169.

193. Solnik B. H. An Equilibrium Model of International Capital Market / Bruno H. Solnik // *Journal of Economic Theory*. – 1974. – Vol. 8, № 4. – P. 500 – 524.

194. Solnik B. H. Why Not Diversify Internationally Rather than Domestically? / Bruno H. Solnik // *Financial Analysts Journal*. – 1974. – Vol. 30,

№ 4. – P. 48 – 54.

195. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values / Ezra Solomon // *Journal of Business*. – 1955. – Vol. 28, № 2. – P. 213 – 221.

196. Solomon E. *The Theory of Financial Management* / Ezra Solomon. – New York : Columbia University Press, 1963. – 170 p.

197. Spence M. Job Market Signaling / Michael Spence // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1973. – Vol. 87, № 3. – P. 355 – 374.

198. Stanley M. Capital Structure and the Cost of Capital for the Multinational Firm / Marjorie Thines Stanley // *Journal of International Business Studies*. – 1981. – Vol. 12, № 1. – P. 103 – 120.

199. Stiglitz J. E. A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem / Joseph E. Stiglitz // *The American Economic Review*. – 1969. – Vol. 59, № 5. – P. 784 – 793.

200. Taxation and Capital Structure Choice – Evidence from a Panel of German Multinationals / [Thiess Buettner, Michael Overesch, Ulrich Schreiber, Georg Wamser] // *Economic Letters*. – 2009. – Vol. 105, № 3. – P. 309 – 311.

201. The Impact of Thin-Capitalization Rules on the Capital Structure of Multinational Firms / [Thiess Buettner, Michael Overesch, Ulrich Schreiber, Georg Wamser] // *Journal of Public Economics*. – 2012. – Vol. 96, № 11. – P. 930 – 938.

202. The World's Top 100 non-financial TNCs, Ranked by Foreign Assets, 2013. [Electronic resource] : *World Investment Report 2014* / United Nations Conference on Trade and Development, United Nations. – New York & Geneva : United Nations, UNCTAD, 2014. – Access mode : http://unctad.org/Sections/dite_dir/docs/WIR2014/WIR14_tab28.xls.

203. Thin Capitalization Rules and Multinational Firm Capital Structure / [Jennifer Blouin, Harry Huizinga, Luc Laeven, Gaetan Nicodeme]. – International Monetary Fund, 2014. – 36 p. – (Working Paper / International Monetary Fund. IMF Working Paper Series ; WP/14/12).

204. Titman S. The Determinants of Capital Structure Choice / Sheridan Titman, Roberto Wessels // *The Journal of Finance*. – 2012. – Vol. 43, № 1. – P. 1 – 19.

205. Toyota Motor Corporation Financial Results 2007 – 2014. – Toyota Motor Corporation 2014 [Electronic resource]. – Access mode : http://www.toyota-global.com/investors/financial_result/back/.

206. Transnational Corporations, Agricultural Production and Development. World Investment Report 2009 / United National Conference on Trade and Development, United Nations. – New York & Geneva : United Nations, UNCTAD, 2009. – 280 p.

207. Tsyganov S. Influence of International Investments Diversification on MNE Capital Structure / Sergiy Tsyganov, Olga Zalisko // *European Cooperation: Scientific Approaches and Applied Technologies*. – 2015. – № 6 (6). – P. 48–57.

208. Tsyganov S. MNE Specific Factors of Capital Structure: Comparative Analysis in Terms of Financial Resources Demand and Supply / Sergiy Tsyganov, Olga Zalisko // *Baltic Journal of Economic Studies*. – 2015 – Vol. 1, № 2. – P. 154–162.

209. Van Horne J. C. Fundamentals of Financial Management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Jr. – [13th Edition]. – Harlow (England), London, New York : Prentice Hall Inc., Financial Times, 2008. – 719 p.

210. Voutsinas K. Credit Supply and Corporate Capital Structure: Evidence from Japan / Konstantinos Voutsinas, Richard E. Werner // *International Review of Financial Analysis*. – 2011. – Vol. 20, № 5. – P. 320 – 334.

211. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions / J. Fred Weston // *Southern Economic Journal*. – 1963. – Vol. 30, № 1. – P. 105 – 112.

212. Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-based Explanation / [C. Fritz Foley, Jay C. Hartzell, Sheridan Titman, Garry Twite] // *Journal of Financial Economics*. – 2007. – Vol. 83, № 3. – P. 579 – 607.

213. Williams J. B. The Theory of Investment Value / John Burr Williams. –

Cambridge : Harvard University Press, 1938. – 613 p.

214. Wrede M. Multinational Capital Structure and Tax Competition / Matthias Wrede. – Marburg (Germany) : University of Marburg, Faculty of Business Administration and Economics and CESifo, 2010. – 24 p. – (Working Paper / University of Marburg and CESifo).

215. Yahoo Finance. [Electronic resource] : Financial Portal / Yahoo, 2015. – Access mode : <http://finance.yahoo.com>.

216. Zalisko O. I. Economic Framework of Foreign MNE Capital Structure Formation in the CIS Region / O. I. Zalisko // Alternative Economic System: Solidarity Economy for Ukraine : materials of the III International Scientific Conference, 2-3 July, 2015, Kyiv. – Kyiv : Taras Shevchenko National University of Kyiv, Institute of International Relations, 2015. – P. 65 – 66.

217. Zivney T. L. Alternative Formulations of Degrees of Leverage / Terry L. Zivney // Journal of Financial Education. – 2000. – Vol. 26. – P. 77 – 81.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Види філій ТНК за класифікацією ООН

За офіційною класифікацією ЮНКТАД, структурного підрозділу ООН, яка подається у щорічних виданнях Світової доповіді з інвестицій, приміром [206, с. 243], зарубіжна філія (foreign affiliate) – це інкорпороване або неінкорпороване підприємство, в якому інвестор – резидент іншої країни – володіє такою часткою, яка дозволяє йому реалізовувати довготерміновий інтерес в управлінні цим підприємством (10 % акцій для інкорпорованого підприємства або еквівалентна частка для неінкорпорованого). Філії можуть бути представлені у трьох формах: асоційовані компанії, дочірні компанії та відділення.

Асоційована компанія (associate enterprise) – це інкорпороване підприємство в країні, що приймає, у якому інвестор володіє загалом щонайменше 10 %, але не більше половини, права голосу.

Дочірня компанія (subsidiary) – це інкорпороване підприємство в країні, що приймає, в якому інша структура безпосередньо володіє більше половини права голосу та має право призначати та звільнювати більшу частину членів адміністративних, управлінських чи наглядових органів.

Відділення (branch) – це неінкорпороване підприємство в країні, що приймає, яке перебуває у повній або спільній власності та може виступати в одній із нижчеперелічених форм: (i) постійне представництво чи офіс іноземного інвестора; (ii) неінкорпороване товариство або спільне підприємство між прямим іноземним інвестором та однією чи більше третіх сторін; (iii) земля, будівлі (крім будівель у власності державних установ) та / або нерухоме устаткування та предмети у власності іноземного зарубіжного резидента; (iv) рухоме устаткування (таке як кораблі, літаки, газо- та нафтовидобувні бурові установки), крім того, що належить іноземному інвестору, яке функціонує в країні щонайменше один рік.

ДОДАТОК Б

Еволюція теоретичних підходів до аналізу корпоративної структури капіталу

Таблиця Б.1

Сутність та предмет дослідження окремих теорій структури капіталу корпорацій

Теорія	Поява, рік	Автор	Сутність	Предмет дослідження	Статична / Динамічна	Загальна / Специфічна
1	2	3	4	5	6	7
Чистого операційного прибутку	1952	Девід Дюран	Рівень заборгованості не впливає на вартість капіталу та ринкову вартість корпорації. Ринкова вартість корпорації визначається рівнем чистого операційного прибутку (ЕВІТ). Норма дохідності акціонерного капіталу зростає зі зростанням рівня заборгованості.	Вплив структури капіталу на WACC та ринкову вартість корпорації.	Статична	Специфічна
Чистого прибутку	1952	Девід Дюран	Норма дохідності акціонерного капіталу не залежить від рівня заборгованості. WACC знижується із зростанням рівня заборгованості. Нові та наявні акціонери вимагають однакової дохідності.	Вплив структури капіталу на WACC за умови незмінності норми дохідності акціонерного капіталу. Може розглядатися як окремий випадок традиційного підходу.	Статична	Специфічна

Продовж. табл. Б.1

1	2	3	4	5	6	7
Міллера– Модильяні (базова версія)	1958	Мертон Міллер, Франко Модильяні	<p>Теорема 1 – ринкова вартість корпорації не залежить від структури капіталу, а визначається нормою капіталізації очікуваного доходу у фірмах такого самого класу. Середня вартість капіталу не залежить від його структури, а дорівнює нормі капіталізації чистого потоку від акцій у її класі фірм.</p> <p>Теорема 2 – очікувана дохідність акцій складається із норми капіталізації акціонерного потоку капіталу в даному класі фірм та премії за фінансовий ризик, який визначається рівнем заборгованості корпорації.</p> <p>Теорема 3 – не стосується безпосередньо структури капіталу.</p>	Вплив структури капіталу на WACC, ринкову вартість корпорації, а також на дохідність акціонерного капіталу.	Статична	Специфічна
Міллера– Модильяні (з урахуванням корпоративних податків)	1958 (1963)	Мертон Міллер, Франко Модильяні	<p>Теорема 1 – вартість корпорації із позиковим капіталом є більшою від вартості корпорації, що фінансується лише власними коштами, на величину «податкового щита».</p> <p>Теорема 2 – зі збільшення частки позикових коштів вартість капіталу знижується, а оптимальна структура капіталу досягається при повному борговому фінансуванні.</p>	Вплив структури капіталу на WACC та ринкову вартість корпорації в умовах існування корпоративних податків.	Статична	Специфічна

Продовж. табл. Б.1

1	2	3	4	5	6	7
Традиційний підхід	1963 (ймовірно, існував і раніше)	Джей Фред Вестон, Езра Соломон	Оптимальна структура капіталу досягається за максимізації ринкової вартості корпорації та мінімізації WACC. Цього можна досягти за рахунок збільшення частки позикових коштів, однак лише до певної межі, після досягнення якої WACC знову буде зростати.	Вплив структури капіталу на WACC та ринкову вартість корпорації. Може розглядатися як загальний випадок теорії операційного прибутку.	Статична	Специфічна
Компромісна	1973	Алан Краус, Томас Ліценбергер	Існує ряд витрат, які не враховуються в теорії ММ, однак суттєво впливають на рішення корпорацій щодо структури капіталу: витрати, пов'язані із банкрутством; ліквідаційні витрати; витрати внаслідок зростання вартості фінансування через підвищення фінансового ризику тощо. Політика структури капіталу має враховувати податкові переваги позикового фінансування та вищенаведені витрати, формуючи між ними певний «компроміс». Оптимальна структура капіталу – за нівелювання всіх негативних ефектів позитивними. Зростання ж заборгованості приводить до підвищення ліквідаційних витрат.	Вплив структури капіталу на WACC та ринкову вартість корпорації в умовах існування позитивного ефекту «податкового щита» й негативних ефектів, пов'язаних із банкрутством, ліквідацією тощо.	Поєднує різні елементи	Специфічна

Продовж. табл. Б.1

1	2	3	4	5	6	7
Агентських витрат	1976	Майкл Дженсен, Вільям Меклінг	<p>Існують специфічні – агентські – витрати, які не враховуються в теорії ММ, однак суттєво впливають на рішення корпорацій щодо структури капіталу. Вони пов'язані з моніторингом діяльності менеджменту з метою контролю за виконанням ними усіх контрактних зобов'язань перед кредиторами та акціонерами. Така необхідність зумовлена тим, що менеджери (агенти) можуть діяти не в інтересах акціонерів (принципалів).</p> <p>Незалежно від того, хто безпосередньо несе агентські витрати, зрештою вони лягають на акціонерів. Тому наявність таких витрат стримує зростання заборгованості.</p>	Вплив агентських витрат на структуру капіталу.	Динамічна	Загальна
Міллера–Модильяні (з урахуванням корпоративних та особистих податків)	1977	Мертон Міллер	Наявність особистих податків на доходи від акцій та боргових паперів стимулює індивідів віддавати перевагу акціям через більш сприятливий податковий режим. Цей чинник дещо мінімізує більш високу норму дохідності за акціями внаслідок більш високого ризику.	Вплив особистих податків акціонерів та кредиторів на структуру капіталу.	Динамічна	Специфічна

Продовж. табл. Б.1

1	2	3	4	5	6	7
Сигнальна	1977	Стефен Росс	<p>Інформація є асиметричною. Інсайдерська інформація менеджерів щодо позитивних перспектив розвитку компанії в разі реалізації нових інвестиційних проектів має стимулювати їх не випускати додаткові акції, а залучати додаткові боргові кошти для фінансування таких проектів. Це подає відповідні сигнали ринкові, який реагує на додаткове залучення боргового фінансування зростанням вартості акцій. Тому корпорації завжди повинні мати у структурі капіталу відносно більше власних коштів та відносно менше залучених, що дозволить їм мати відповідні резерви для залучення нових позикових коштів заради фінансування нових перспективних проектів.</p>	<p>Вплив інсайдерської інформації на рішення менеджерів, що подає відповідні сигнали ринкові та впливає на структуру капіталу.</p>	Динамічна	Загальна

Продовж. табл. Б.1

1	2	3	4	5	6	7
Ієрархій	1984	Стюарт Маєрс, Ніколас Мейлаф	Три джерела фінансування корпорацій мають використовуватися у певній послідовності – ієрархічно: внутрішні кошти (реінвестування прибутку), залучення додаткового позикового капіталу, випуск нових акцій (джерело «останньої інстанції»). Нові акції випускаються лише тоді, коли вони будуть переоцінені, що дасть можливість залучити відносно більше коштів. Важливим моментом є саме правильний вибір часу для випуску нових акцій. Оптимальної структури капіталу не існує.	Вплив стану переоціненості (недооціненості) акцій на структуру капіталу. Маркет-таймінг. Вплив на структуру капіталу визначеної ієрархії джерел фінансування.	Динамічна	Загальна
Корпоративного контролю			Структура капіталу змінюється внаслідок потенційних загроз ворожих поглинань: зокрема зростає частка позикових коштів. Для зниження інтересу ворожої корпорації збільшують обсяг позикових коштів та викуповують акції в акціонерів.	Вплив ворожих поглинань на структуру капіталу.	Динамічна	Загальна

Примітки:

1. Складено автором.
2. Теорії розташовані за хронологією виникнення.
3. Щодо теорії корпоративного контролю, то хронологію її виникнення та авторство встановити не вдалося.

ДОДАТОК В

Класифікація теорій корпоративної структури капіталу



Рис. В.1. Види теорій структури капіталу корпорацій

Примітка: складено автором.

ДОДАТОК Г

Джерела фінансування корпорацій



Рис. Г.1. Класифікація джерел фінансування корпорацій

Примітка: складено автором.

ДОДАТОК Д
Використання коштів у корпоративному секторі США

Таблиця Д.1

Джерела та напрями використання коштів в економіці США
(нефінансові корпорації), у % та млрд дол. США

Показник	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Капітальні витрати	87,5	87,3	83,2	77,6	87,6	81,0	89,1	80,4	86,6
Інвестиції в чистий робочий капіталі та інші	12,5	12,7	16,8	22,4	12,4	19,0	10,9	19,6	13,4
Сукупні інвестиції	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Сукупні інвестиції, у \$	517	567	754	789	755	880	872	1116	1162
Внутрішньо генеровані кошти	90,0	90,2	87,7	78,6	89,5	82,7	85,7	72,1	76,7
Фінансовий дефіцит	10,0	9,8	12,3	21,4	10,5	17,3	14,3	27,9	23,3
Покриття фінансового дефіциту									
Чиста емісія акцій	5,2	3,8	-6,9	-7,4	-9,2	-13,0	-30,6	-12,9	-14,3
Чисте зростання заборгованості	4,8	6,1	19,3	28,8	10,7	30,3	45,0	40,8	37,6

Примітки:

1. Джерело [88, с. 378].
2. Усі показники таблиці – у відсотках, окрім сукупних інвестицій, дані за якими наведені в доларах США.

ДОДАТОК Е

Фінансова звітність міжнародних корпорацій

Таблиця Е.1

Типовий приклад балансового звіту міжнародної корпорації, у млн \$

АКТИВИ		ПАСИВИ ТА АКЦІОНЕРНИЙ КАПІТАЛ	
Поточні активи		Поточні пасиви	
Готівка та еквіваленти	50	Короткотермінова заборгованість	60
Дебіторська заборгованість	180	Кредиторська заборгованість	160
Товарні запаси	170	Нараховані зобов'язання	120
Інші	60	Сукупні поточні пасиви	340
Сукупні поточні активи	460	Довготермінові пасиви	
Основні засоби		Відтерміновані податкові платежі	60
Майно, будівлі та устаткування	600	Довготермінова заборгованість	240
Накопичена амортизація	250	Сукупні довготермінові пасиви	300
Чисті основні засоби	350	Привілейовані акції	10
Нематеріальні активи	180	Звичайні акції	30
Сукупні основні засоби	530	Додатковий капітал	150
Сукупні активи		Накопичений нерозподілений прибуток (реінвестиції)	160
990		Сукупний акціонерний капітал	350
		Сукупні пасиви та акціонерний капітал	
		990	

Примітки:

1. Складено автором на основі умовних даних в умовних грошових одиницях.
2. Для збереження оригінальності формулювань, зокрема назв статей, у табл. Е.2 баланс наведено англійською мовою, якою складається переважна частина звітності ТНК під егідою відомих міжнародних аудиторських компаній.
3. «Нараховані зобов'язання» – ще не виплачені, але вже нараховані.
4. «Відтерміновані податкові платежі» – нараховані, але не сплачені податкові платежі, які зазвичай стосуються податку на прибуток.
5. «Додатковий капітал» виникає внаслідок продажу акцій із премією щодо номіналу.
6. «Накопичений нерозподілений прибуток» виникає внаслідок реінвестування чистого прибутку.

**Типовий приклад балансового звіту міжнародної корпорації
в оригінальній термінології, у млн \$**

ASSETS		LIABILITIES AND SHAREHOLDERS EQUITY	
Current assets		Current liabilities	
Cash and equivalents	50	Short-term debt	60
Accounts receivable (receivables)	180	Accounts payable (payables)	160
Inventories	170	Accrued expenses	120
Others	60	Total current liabilities	340
Total current assets	460	Long-term liabilities	
Fixed assets		Deferred taxes	60
Property, plants and equipment	600	Long-term debt	240
Less accumulated depreciation	250	Total long-term liabilities	300
Net fixed assets	350	Preferred stock	10
Intangible assets	180	Common stock	30
Total fixed assets	530	Capital surplus	150
Total assets		Accumulated retained earnings	160
	990	Total shareholders' equity	350
		Total liabilities and shareholders' equity	990

Примітка: замість «Cash and equivalents» іноді вживається «Cash and securities».

Таблиця Е.3

**Типовий приклад звіту міжнародної корпорації про прибутки та збитки,
у млн \$**

Продажі (виручка від реалізації)	300
Собівартість (реалізованої продукції)	220
Витрати на продажі та інші адміністративні витрати	20
Прибуток до сплати податків, відсотків та амортизації (ЕВІТДА)	60
Амортизація	15
Операційний прибуток	45
Інший прибуток	5
Прибуток до сплати відсотків і податків (ЕВІТ)	50
Відсотки	10
Прибуток до сплати податків (ЕВТ)	40
Податки	15
поточні	12
відтерміновані	3
Чистий прибуток до сплати дивідендів за привілейованими акціями	25
Дивіденди за привілейованими акціями	5
Чистий прибуток	20
Дивіденди за звичайними акціями	10
Реінвестиції	10

Примітки:

1. Складено автором на основі умовних даних в умовних грошових одиницях.
2. Для збереження оригінальності формулювань, зокрема назв статей, у табл. Е.4 звіт про прибутки та збитки наведено англійською мовою, якою складається переважна частина звітності ТНК під егідою відомих міжнародних аудиторських компаній.
3. У даному прикладі представлена оптимізована версія звіту про прибутки та збитки. У реальному житті можна зустріти більш стислі або більш розлогі версії. Також можуть відрізнятися (несуттєво) деякі статті.
4. Статті «Операційний прибуток» та «Прибуток до сплати відсотків та податків (ЕВІТ)» наведені, зважаючи на можливий варіант такого подання фінансової інформації. У більшості ж випадків ці статті збігаються. Це зумовлено тим, що стаття «Інший прибуток» зазвичай є мінімальною або взагалі відсутня: крім прибутку від основних операцій, корпорації переважно не мають інших джерел прибутку. Тому із цих двох статей на практиці подається лише одна, а самі терміни вважаються синонімічними – під прибутком до сплати податків і відсотків зазвичай мають на увазі і операційний прибуток.
5. Стаття «Прибуток до сплати податків» часто не виділяється взагалі.

Таблиця Е.4

**Типовий приклад звіту міжнародної корпорації про прибутки та збитки
в оригінальній термінології, у млн \$**

Sales (revenues)	300
Cost of goods sold	220
Selling and other administrative expenses	20
Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA)	60
Depreciation	15
Operating income	45
Other income	5
Earnings before interest and taxes (EBIT)	50
Interest	10
Pretax income (Earnings before taxes – EBT)	40
Taxes	15
current	12
deferred	3
Net income before preferred dividends	25
Preferred dividends	5
Net income	20
Common dividends	10
Retained earnings	10

ДОДАТОК Ж

Фінансові коефіцієнти аналізу корпоративної результативності

Погляд Гелфєрта на фінансові коефіцієнти наведено у табл. Ж.1.

Таблиця Ж.1

Матриця фінансових коефіцієнтів Гелфєрта

З погляду менеджменту	З погляду власників	З погляду кредиторів
<i>Операційного аналізу</i>	<i>Дохідності інвестицій</i>	<i>Ліквідності</i>
Валового прибутку Чистого прибутку Аналізу операційних витрат Факторного аналізу Операційного лєвериджу Порівняльного аналізу	Дохідності чистого сукупного капіталу Дохідності звичайних акцій Дохідності акцій Грошових потоків на акцію Сукупна дохідність акціонерного капіталу	Поточної ліквідності Швидкої ліквідності Вартості швидких продажів
<i>Управління ресурсами</i>	<i>Розподілу прибутку</i>	<i>Фінансового лєвериджу</i>
Оборотності активів Управління робочим капіталом (оборотності запасів, шаблонів дебіторської заборгованості, шаблонів кредиторської заборгованості) Ефективності людських ресурсів	Дивідендів на акцію Дивідендової дохідності Виплати/реінвестування прибутку Дивідендового покриття Дивідендів до активів	Заборгованості «Позиковий капітал – капіталізація» «Позиковий капітал – власний капітал»
<i>Рентабельності</i>	<i>Ринкової результативності</i>	<i>Обслуговування боргу</i>
Дохідності активів Дохідності (після сплати відсотків та податків) Дохідності на основі поточної вартості Економічної доданої вартості та економічного прибутку Дохідності інвестицій на основі грошових потоків Вільного грошового потоку	«Ціна – прибуток» Мультиплікатор грошового потоку Відношення ринкової до балансової вартості Відносних рухів цін Рушіїв вартості Вартості фірми	Покриття відсоткових платежів Покриття Покриття фіксованих витрат Аналізу грошових потоків

Примітка: джерело [128, с. 98].

У табл. Ж.1 фінансові коефіцієнти представлені у вигляді матриці, в якій вони подаються з погляду різних суб'єктів бізнес-аналізу – власників корпорації, менеджерів та кредиторів, а також з погляду різних типів цих коефіцієнтів [128, с. 98]. У матриці Гелфєрта ці коефіцієнти розділені на дев'ять груп (замість традиційних п'яти): коефіцієнти операційного аналізу, дохідності інвестицій, ліквідності, управління ресурсами, розподілу прибутку, фінансового левєриджу, рентабельності, ринкової результативності та обслуговування боргу. Приміром, одним із головних об'єктів уваги кредитора є заборгованість – надто високий її рівень є для нього негативним сигналом, тоді як менеджери корпорації можуть бути зацікавлені використовувати більше позикових коштів, особливо якщо умови запозичень є сприятливими.

У табл. Ж.1 наведено у цілому більше фінансових коефіцієнтів, ніж наводять зазвичай. Однак деяких традиційних коефіцієнтів у матриці немає, хоча є додаткові, які не представлені в нашому дослідженні. Це ще раз підтверджує ідею про доволі широкі можливості використання різноманітних коефіцієнтів, існування різних технік їх обчислення, запровадження нових показників тощо.

У нашому дослідженні також використовуються окремі коефіцієнти рентабельності (прибутковості). Серед них – коефіцієнт дохідності активів (*ROA*) та коефіцієнт дохідності власного (акціонерного) капіталу (*ROE*)¹ [88, с. 828–829]. Вони розраховуються так:

$$ROA = \frac{\text{Операційний прибуток- податки}}{\text{Середня вартість сукупних активів}} \cdot 2 \quad (\text{Ж.1})$$

¹ Відповідно return on assets (*ROA*) ratio та return on equity ratio (*ROE*).

² У нашому дослідженні під операційним прибутком ми розуміємо прибуток до сплати податків та відсотків, ігноруючи інші види прибутків (табл. Ж.3 – Ж.4 Додатка Ж). Методологічно важливо при розрахунку цього показника використовувати саме середню вартість активів. Це зумовлено тим, що активи – це показник запасів, а прибуток і податки – потоків. Прибуток акумулюється упродовж певного періоду, тоді як вартість активів фіксується лише станом на певну дату. Було би неправильно ділити прибуток, який генерується, скажімо, упродовж року, на вартість активів станом на кінець року. Упродовж року вартість активів могла змінюватися. Під середньою вартістю активів зазвичай розуміється середня арифметична проста із відповідних показників на початку року та в кінці року.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Середня вартість акціонерного капіталу}}. \quad (\text{Ж.2})$$

Коефіцієнти рентабельності є найбільш популярними показниками, що застосовуються для аналізу фінансового стану компаній. Вони, власне, і показують, наскільки ефективно компанія використовує свої активи, акціонерний капітал тощо. Очевидно, що коефіцієнт дохідності активів буде, як правило, меншим від коефіцієнту дохідності власного капіталу. Коефіцієнт дохідності активів часто ще називають коефіцієнтом дохідності інвестицій – ROI, який розраховують переважно із чистим прибутком у чисельнику.

До групи коефіцієнтів заборгованості відносять коефіцієнт заборгованості (R_D)¹, коефіцієнт довготермінової заборгованості (R_{DL}), коефіцієнт короткотермінової заборгованості (R_{DS}), коефіцієнт «позиковий капітал – власний капітал» (R_{DE}) та коефіцієнт покриття відсоткових платежів (R_{TIE})². Вони розраховуються так:

$$R_D = \frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Позиковий капітал} + \text{власний капітал}}, \quad (\text{Ж.3})$$

$$R_{DL} = \frac{\text{Довготерміновий позиковий капітал}}{\text{Позиковий капітал} + \text{власний капітал}}, \quad (\text{Ж.4})$$

$$R_{DS} = \frac{\text{Короткотерміновий позиковий капітал}}{\text{Позиковий капітал} + \text{власний капітал}}, \quad (\text{Ж.5})$$

$$R_{DE} = \frac{\text{Довготерміновий позиковий капітал}}{\text{Власний капітал}}, \quad (\text{Ж.6})$$

¹ Його часто також називають коефіцієнтом фінансового левериджу.

² Відповідно debt ratio, long-term debt ratio, short-term debt ratio, debt-equity ratio та times-interest-earned ratio.

$$R_{\text{ТЕ}} = \frac{\text{Прибуток до сплати відсотків і податків}}{\text{Відсотки}}. \quad (\text{Ж.7})$$

Слід зазначити, що перші два із наведених коефіцієнтів заборгованості є доволі відомими та наводяться у переважній більшості джерел, приміром у Росса, Вестерфілда та Джеффі [185, с. 35]. Третій коефіцієнт – короткотермінової заборгованості – є фактично зворотним боком другого. Загальна логіка цих коефіцієнтів полягає в тім, що вони характеризують ступінь фінансового ризику корпорації, який визначається за двома напрямками: на основі аналізу наведених коефіцієнтів та на основі визначення ступеня фінансового левериджу [179, с. 161]. За інших рівних умов що більше компанія має залучених коштів, то більша ймовірність невиконання зобов'язань за відповідними фіксованими платежами відсотків та основних сум. Власний же капітал при цьому вважається таким, що не призводить до подібних ризиків, оскільки не передбачає сплати фіксованих сум [119].

ДОДАТОК 3

Індекс захисту прав кредиторів

Методологія розрахунку індексу захисту прав кредиторів була вперше запропонована групою вчених (Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Сіланес, А. Шляйфер та Р. Вішни) у 1998 році [142], а згодом дещо вдосконалена в рамках наукової статті С. Дянкова, К. МакЛіш та А. Шляйфера в 2007 році [108]¹. Вона передбачає присвоєння даному індексу, який є штучним показником, п'яти можливих значень: 0, 1, 2, 3 або 4. Ці значення є сумою чотирьох показників, що характеризують стан правового поля країни щодо захисту прав кредиторів, кожне з яких дорівнює 1 (якщо законодавство країни передбачає захист кредиторів за цим показником) або 0 (якщо не передбачає).

Чотири названі складові індексу такі. По-перше, це відсутність так званого правила «автоматичної призупинки»², яке передбачає, що в разі банкрутства корпорації можливість її автоматичної ліквідації кредиторами (які надали забезпечені кредити) призупиняється, що дає певні переваги власникам та менеджерам. Наявність такого правила в законодавстві країни додає 0 до загального значення індексу, а його відсутність – 1. По-друге, це абсолютно пріоритетне право кредиторів, що надали забезпечені позики, отримувати відшкодування у разі банкрутства порівняно з іншими кредиторами, в тому числі державою та працівниками³. Існування такого права дає 1 в загальному значенні індексу, а його відсутність – 0. По-третє, це обмеження на реорганізацію⁴, котрі передбачають відсутність пріоритетного права менеджменту формувати та реалізовувати план реорганізації корпорації у випадку банкрутства без погодження з кредиторами. Існування таких обмежень – це 1 у загальному значенні індексу, а їх відсутність – 0. По-

¹ Іноді навіть називають індекс Дянкова.

² No Automatic Stay.

³ Secured Creditor Paid First.

⁴ Restrictions on Reorganization.

четверте, це можливість зміни менеджменту у випадку банкрутства¹. Якщо кредитори мають таку можливість безпосередньо або в судовому порядку, то значення цього критерію дорівнює 1, а якщо ні – то 0.

¹ No Management Stay.

ДОДАТОК И

Правила слабкої капіталізації філій іноземних ТНК в окремих країнах

Таблиця И.1

Динаміка максимального рівня коефіцієнта «позиковий капітал – власний капітал» у рамках правил слабкої капіталізації філій іноземних ТНК в окремих країнах

№	Країна	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Тип позикового капіталу
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	<i>12</i>	<i>13</i>
1	Австралія	3	3	2	2	2	2	3	3	3	3	Сукупний
2	Бельгія										7	Пов'язаним сторонам
3	Болгарія	–	–	2	2	2	2	2	2	2	3	Сукупний
4	Канада	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	Пов'язаним сторонам
5	Хорватія	–	–	–	–	–	–	–	–	–	4	Пов'язаним сторонам
6	Чехія	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	Пов'язаним сторонам
7	Данія	–	–	–	4	4	4	4	4	4	4	Сукупний
8	Франція	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	Пов'язаним сторонам
9	Німеччина										1,5	Пов'язаним сторонам
10	Угорщина	–	4	4	4	4	3	3	3	3	3	Сукупний

Продовж. табл. И.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
27	Туреччина	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	Пов'язаним сторонам
28	В. Британія	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	Сукупний
29	США	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	Сукупний

Примітки:

1. Джерело [201, с. 932, 937].

2. «Тип позикового капіталу» – зазначається, який саме тип позикового капіталу використовується для розрахунку співвідношення між власним та позиковим капіталом.

ДОДАТОК К

Методика розрахунку окремих статистичних показників

Стандартне відхилення – традиційний статистичний показник, який характеризує, на скільки в середньому спостережувані величини відхиляються від середньої. Воно виражається в одиницях спостережуваних показників та розраховується за формулою

$$\sigma(x_i) = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_i)}{n}, \quad (\text{К.1})$$

де $\sigma(x_i)$ – стандартне відхилення значень показника x_i ,
 x_i – i -те значення показника x ,
 \bar{x}_i – середнє значення показників x ,
 n – кількість спостережень.

Слід зазначити, що поряд із стандартним відхиленням свідченням надійності середньої є також різниця між простою арифметичною та зваженою. Незначна різниця означає, що середня є стабільною та надійною, і навіть підвищення ваги останніх значень не змінює її суттєво. При цьому рівень відхилення значень від середньої також є стабільним.

Коефіцієнт варіації є статистичною мірою, що показує, яку частку середнього значення величини складає її стандартне відхилення. Він розраховується як відношення стандартного відхилення до середньої та зазвичай виражається у відсотках. Формула його розрахунку є такою:

$$V(x_i) = \frac{\sigma(x_i)}{\bar{x}_i} \times 100\%, \quad (\text{К.2})$$

де $V(x_i)$ – коефіцієнт варіації значень величини x_i .

Коефіцієнт варіації вирішує важливу методологічну проблему різної розмірності різних масивів величин. Так, за значних розбіжностей у розмірності, скажімо, тисячі в одному масиві та одиниці в іншому використовувати стандартне відхилення для порівняння неможливо, оскільки воно майже завжди буде більшим у першому випадку. Коефіцієнт варіації уніфікує розмірність різних масивів величин та дозволяє їх порівнювати з погляду відхилення від середньої. У контексті його застосування для визначення однорідності вибірки існують різні підходи та кількісні орієнтири, однак, за інших рівних умов, вважають, що вибірка є однорідною, якщо коефіцієнт варіації менший від 1/3.

Традиційний коефіцієнт кореляції Пірсона розраховується за формулою:

$$\rho(i; j) = \frac{\text{cov}(i; j)}{\sigma(i)\sigma(j)}, \quad (\text{K.3})$$

де $\rho(i; j)$ – коефіцієнт кореляції між значеннями i та j ,
 $\sigma(i)$, $\sigma(j)$ – стандартні відхилення значень i та j відповідно (К.1),
 $\text{cov}(i; j)$ – коваріація між значеннями i та j , яка розраховується за формулою:

$$\text{cov}(i; j) = \frac{\sum_{i, j=1}^n (i - \bar{i})(j - \bar{j})}{n}, \quad (\text{K.4})$$

де i та j – значення відповідних спостережень за обома показниками,
 \bar{i} та \bar{j} – відповідні середні значення,
 n – кількість спостережень.

Попри свою, на перший погляд, простоту, коефіцієнт кореляції є важливим інструментом статистичного аналізу. Однією з його найбільш

суттєвих переваг є те, що він має абсолютні межі коливання – змінюється в діапазоні $[-1: +1]$, а це означає, що трактувати можна будь-яке його значення. Приміром, кореляція на рівні $+1$ означає повну (100 %) позитивну залежність. Нульова кореляція означає відсутність взаємозв'язку тощо.

Стандартизовані дані формуються на основі розрахунку за такою формулою:

$$X_i^{STAND} = \frac{X_i - \overline{X_i}}{\sigma(X_i)}, \quad (K.5)$$

де X_i^{STAND} – стандартизоване значення спостереження X_i ,

$\overline{X_i}$ – середнє значення спостережень,

$\sigma(X_i)$ – стандартне відхилення значень спостережень.

ДОДАТОК Л

Шаблон даних описового та розрахункового блоків дослідження

Таблиця Л.1

Базові дані фінансової звітності та окремі розраховані показники ТНК Sony Corporation, у млрд єн та %

Показник	Середня	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>
Currents Assets	3 841	4 198	4 205	3 647	3 755	3 844	4 133	3 621
Short-term Debt	107	62	112	88	100	54	49	304
Current Portion of Long-term Debt	194	160	266	156	310	110	236	148
Current Liabilities	3 639	4 746	4 784	4 315	4 530	4 127	4 060	3 811
Long-term Debt	811	712	917	938	762	812	924	660
Total Liabilities	8 757	12 901	12 546	11 522	10 786	9 969	9 581	8 797
Total Shareholders Equity	2 822	2 928	2 783	2 681	2 490	2 937	3 286	2 965
Stock Market Price, USD (NYSE)	36,25	26,78	19,12	17,40	20,77	31,83	38,32	20,63
Net Income	20	-49	-69	102	-398	-220	13	-102
Total Assets	11 578	15 829	15 329	14 203	13 276	12 906	12 867	11 762
Average Total Assets	11 560	15 579	14 766	13 740	13 091	12 887	12 315	12 019
Long-term Debt & Leases	811	712	917	938	762	812	924	660
Total Debt	1 112	934	1 295	1 182	1 172	976	1 209	1 112
Long-term Liabilities	5 118	8 155	7 762	7 207	6 256	5 842	5 521	4 986

Продовж. табл. Л.1

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>
Average Total Shareholders Equity	2 836	2 856	2 732	2 586	2 714	3 112	3 126	3 215
Debt Ratio, %	28,50	24,18	31,76	30,60	32,00	24,94	26,90	27,27
Long-term Debt Ratio, %	20,77	18,44	22,49	24,28	20,81	20,75	20,56	16,19
Short-term Debt Ratio, %	7,74	5,75	9,27	6,32	11,20	4,19	6,34	11,09
Modified Short-term Debt Ratio, %	9,59	8,69	14,53	9,47	17,03	6,01	8,16	14,10
Current Liquidity Ratio	1,0899	0,8845	0,8790	0,8452	0,8289	0,9314	1,0180	0,9501
Industry Current Liquidity Ratio	1,31	1,34	1,38	1,27	1,26	1,33	1,31	1,21
Compensatory Multiple - k	1,24	1,5122	1,5680	1,4988	1,5215	1,4330	1,2864	1,2721
ROE, %	0,68	-1,72	-2,53	3,95	-14,67	-7,07	0,42	-3,17
ROI, %	0,30	-0,31	-0,47	0,74	-3,04	-1,71	0,11	-0,85
Показник								
	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Currents Assets	5 010	4 547	3 770	3 556	3 363	3 154	3 337	3 477
Short-term Debt	63	52	143	63	91	124	113	186
Current Portion of Long-term Debt	292	43	194	167	384	34	241	171
Current Liabilities	4 023	3 552	3 200	2 809	2 982	2 435	2 558	2 647
Long-term Debt	729	1 001	765	679	778	807	839	844
Total Liabilities	8 811	8 307	7 367	6 629	6 713	6 090	5 816	5 513
Total Shareholders Equity	3 465	3 371	3 204	2 870	2 378	2 281	2 370	2 315

Продовж. табл. Л.1

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>
Stock Market Price (year end), USD (NYSE)	39,72	50,52	45,35	39,16	40,78	34,06	49,86	69,42
Net Income	364	127	124	164	89	116	15	17
Total Assets	12 276	11 678	10 571	9 499	9 091	8 371	8 186	7 828
Average Total Assets	11 977	11 125	10 035	9 295	8 731	8 279	8 007	
Long-term Debt & Leases	729	1 001	765	679	778	807	839	844
Total Debt	1 084	1 096	1 102	909	1 253	965	1 193	1 201
Long-term Liabilities	4 788	4 755	4 167	3 820	3 731	3 655	3 258	2 866
Average Total Shareholders Equity	3 418	3 288	3 037	2 624	2 330	2 326	2 343	
Debt Ratio, %	23,83	24,54	25,59	24,05	34,51	29,73	33,48	34,16
Long-term Debt Ratio, %	16,03	22,41	17,77	17,97	21,43	24,86	23,55	24,00
Short-term Debt Ratio, %	7,80	2,13	7,83	6,09	13,08	4,87	9,94	10,15
Modified Short-term Debt Ratio, %	8,65	2,24	8,83	6,49	14,89	4,88	9,79	10,05
Current Liquidity Ratio	1,2453	1,2801	1,1781	1,2659	1,1278	1,2953	1,3045	1,3136
Industry Current Liquidity Ratio	1,38	1,35	1,33	1,35	1,28	1,30	1,29	1,30
Compensatory Multiple - k	1,1088	1,0546	1,1279	1,0662	1,1383	1,0028	0,9856	0,9898
ROE, %	10,65	3,86	4,08	6,25	3,82	4,99	0,64	
ROI, %	3,04	1,14	1,24	1,76	1,02	1,40	0,19	

Примітки:

1. Складено автором на основі даних фінансової звітності та відповідних власних розрахунків.

2. ТНК Sony Corporation обрано довільно в якості прикладу. Дані за іншими 72-ма корпораціями представлені у такому самому форматі. Окрім того, за кожною галуззю була розрахована аналогічна таблиця із галузевими узагальненнями.
3. Кодифікація та пояснення змінних наведені в Додатку Н.
4. Завершення фінансового року – 31 березня. Приміром, 2014 фінансовий рік завершується 31 березня 2015 календарного року.

ДОДАТОК М

Результати кореляційного аналізу та коефіцієнти варіації

Таблиця М.1

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності ТНК нафтової галузі

	ТНК												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
DR													
Price	-0,58	0,32	-0,58	0,37	0,29	-0,38	0,25		-0,51	<u>-0,73</u>	0,69	0,62	0,27
NI	-0,33	-0,35	<u>-0,71</u>	-0,57	-0,02	-0,37	0,12	-0,12	<u>-0,55</u>	<u>-0,89</u>	<u>-0,91</u>	-0,14	0,10
ROE	-0,55	-0,69	<u>-0,86</u>	-0,38	-0,12	-0,01	-0,35	0,56	-0,27	-0,39	-0,73	<u>-0,88</u>	-0,30
ROI	-0,58	-0,73	<u>-0,88</u>	-0,42	-0,17	-0,02	<u>-0,57</u>	0,51	<u>-0,56</u>	<u>-0,59</u>	-0,80	<u>-0,88</u>	-0,27
LTDR													
Price	<u>-0,70</u>	0,34	-0,49	0,48	-0,10	-0,34	-0,40		-0,43	<u>-0,67</u>	0,77	-0,71	0,42
NI	-0,49	-0,32	-0,53	-0,61	0,28	<u>-0,73</u>	-0,36	-0,36	<u>-0,59</u>	<u>-0,83</u>	<u>-0,96</u>	-0,37	0,33
ROE	<u>-0,76</u>	-0,63	-0,67	-0,60	0,22	<u>-0,88</u>	0,04	0,34	-0,32	-0,29	-0,78	0,07	0,38
ROI	<u>-0,81</u>	-0,68	<u>-0,68</u>	-0,65	0,21	<u>-0,89</u>	-0,18	0,29	<u>-0,59</u>	-0,50	-0,82	0,04	0,39
SHTDR													
Price	0,47	-0,20	0,20	-0,48	0,53	-0,03	<u>0,83</u>		-0,46	<u>-0,60</u>	-0,74	<u>0,86</u>	-0,06
NI	0,40	-0,17	0,11	0,42	-0,36	0,58	<u>0,61</u>	<u>0,96</u>	0,12	<u>-0,73</u>	0,57	0,04	-0,14
ROE	0,59	0,07	0,30	0,28	-0,48	<u>0,85</u>	-0,53	0,64	0,10	-0,48	0,45	-0,82	-0,52
ROI	0,63	0,12	0,30	0,29	-0,55	<u>0,85</u>	<u>-0,58</u>	0,68	-0,05	<u>-0,60</u>	0,35	-0,81	-0,50
MODIF													
Price	0,46	-0,16	0,20	-0,51	0,49	-0,18	<u>0,77</u>		<u>-0,65</u>	<u>-0,56</u>	-0,75	<u>0,86</u>	<u>-0,72</u>
NI	0,41	0,10	0,19	0,34	-0,31	0,53	<u>0,54</u>	<u>0,95</u>	-0,09	<u>-0,71</u>	0,63	0,01	-0,54
ROE	0,49	0,37	0,36	0,13	-0,42	<u>0,81</u>	<u>-0,59</u>	0,54	0,30	-0,54	0,50	-0,85	-0,14
ROI	0,53	0,42	0,37	0,14	-0,47	<u>0,80</u>	<u>-0,65</u>	0,58	0,10	<u>-0,64</u>	0,42	-0,84	-0,17
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %													
DR	<u>16,6</u>	29,3	<u>15,3</u>	<u>12,5</u>	<u>8,0</u>	<u>12,4</u>	<u>40,0</u>	23,2	<u>21,6</u>	57,2	<u>9,2</u>	27,7	<u>4,0</u>
LTDR	36,0	33,1	33,9	20,3	8,2	18,3	46,7	31,3	23,8	43,6	9,9	25,2	4,5
SHTDR	70,0	39,8	40,3	32,2	29,2	30,4	84,7	39,4	42,4	153	46,8	69,7	16,7
MODIF	83,8	51,5	50,6	35,9	27,2	40,6	110	44,5	65,7	187	46,9	79,9	18,3
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %													
TD	34,8	47,8	29,9	20,4	22,9	24,3	121	13,2	72,7	40,2	3,5	41,6	33,5
TL	31,3	25,7	14,9	6,6	18,6	17,1	102	14,4	52,5	30,4	15,7	12,8	25,1
Equity	27,3	18,7	15,4	12,6	17,1	15,7	76,7	26,2	63,4	50,1	15,9	15,4	31,7

Примітки:

1. Розраховано автором.

2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують $|0,75|$.

Таблиця М.2

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності ТНК автобудівної галузі

	ТНК										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<i>I</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
DR											
Price	-0,13	-0,35	-0,03	<u>-0,56</u>	<u>-0,65</u>	0,54	-0,24	0,50	-0,50	<u>-0,57</u>	<u>0,70</u>
NI	-0,21	-0,55	-0,10	<u>-0,75</u>	<u>-0,66</u>	-0,81	-0,60	-0,21	-0,48	0,17	0,40
ROE	-0,40	<u>-0,72</u>	-0,19	<u>-0,73</u>	-0,13	-0,90	<u>-0,72</u>	-0,29	0,05	<u>0,71</u>	0,09
ROI	-0,46	<u>-0,79</u>	-0,15	<u>-0,77</u>	<u>-0,62</u>	-0,91	<u>-0,76</u>	-0,36	0,04	<u>0,55</u>	0,06
LTDR											
Price		0,17	0,27	0,18		0,53	-0,34	<u>0,53</u>	-0,19	0,18	-0,49
NI		-0,06	0,08	-0,02		<u>-1,00</u>	<u>-0,79</u>	-0,23	0,29	-0,06	<u>-0,53</u>
ROE		-0,33	-0,00	-0,34		<u>-1,00</u>	<u>-0,78</u>	-0,29	-0,51	0,24	-0,32
ROI		-0,41	-0,01	-0,30		<u>-1,00</u>	<u>-0,80</u>	-0,35	-0,53	0,14	-0,30
SHTDR											
Price		<u>-0,77</u>	-0,33	<u>-0,67</u>		0,91	-0,03	0,19	-0,17	<u>-0,74</u>	<u>0,67</u>
NI		<u>-0,72</u>	-0,26	<u>-0,63</u>		-0,81	-0,13	-0,07	-0,43	0,23	0,47
ROE		-0,65	-0,33	-0,45		-0,87	-0,25	-0,13	0,77	0,44	0,17
ROI		-0,64	-0,27	<u>-0,53</u>		-0,84	-0,30	-0,19	0,79	0,38	0,14
MODIF											
Price		-0,24	-0,30	<u>-0,67</u>		0,90	-0,30	0,22	-0,30	<u>-0,67</u>	<u>0,68</u>
NI		-0,15	-0,08	-0,39		-0,82	-0,19	-0,12	-0,41	0,22	0,47
ROE		-0,16	0,01	-0,48		-0,88	-0,39	-0,19	0,83	<u>0,67</u>	0,17

Продовж. табл. М.2

<i>I</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ROI		-0,12	0,08	-0,45		-0,85	-0,43	-0,26	0,85	<u>0,58</u>	0,13
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %											
DR	<u>5,8</u>	<u>4,9</u>	<u>6,8</u>	<u>7,3</u>	<u>9,3</u>	39,1	<u>5,6</u>	15,6	<u>4,2</u>	<u>11,8</u>	<u>18,3</u>
LTBR		9,1	7,4	19,8		32,5	17,3	20,0	8,3	14,5	16,3
SHTDR		7,1	9,2	15,9		28,3	5,1	14,9	15,7	23,4	51,7
MODIF		7,3	16,9	11,9		28,3	7,6	22,7	21,9	42,8	56,7
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %											
TD	20,0	26,2	23,0	40,7	34,9	63,7	7,6	33,2	15,0	25,5	103
TL	20,7	23,1	24,0	40,4	21,5	13,7	7,2	27,5	12,3	23,3	28,1
Equity	11,7	28,0	12,5	58,9	151	7,4	14,8	8,4	14,8	37,7	24,2

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують |0,75|.

Таблиця М.3

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності ТНК харчової галузі

	ТНК										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<i>I</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
DR											
Price	-0,73	0,63	<u>-0,60</u>	-0,62	-0,42	-0,70	<u>0,76</u>	<u>0,93</u>	-0,61	-0,37	
NI	-0,74	0,54	<u>-0,72</u>	-0,41	-0,06	-0,03	<u>0,67</u>	<u>0,68</u>	<u>-0,54</u>	-0,22	
ROE	-0,84	<u>0,72</u>	0,21	<u>0,93</u>	0,35	-0,92	<u>-0,54</u>	-0,42	-0,32	-0,44	

Продовж. табл. М.3

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>
ROI	<u>-0,89</u>	0,24	-0,51	<u>0,83</u>	0,24	-0,97	<u>-0,87</u>	<u>-0,79</u>	-0,46	-0,62
LTDR										
Price	-0,75	<u>0,67</u>	0,19	-0,31	-0,33	-0,59	<u>0,74</u>	<u>0,88</u>	0,75	-0,40
NI	-0,76	0,65	0,24	-0,10	0,03	0,10	<u>0,67</u>	<u>0,74</u>	-0,42	-0,25
ROE	-0,78	<u>0,80</u>	0,39	0,62	0,40	-0,98	-0,37	-0,17	-0,30	-0,42
ROI	-0,84	0,30	-0,26	0,61	0,33	-0,94	<u>-0,79</u>	<u>-0,59</u>	-0,39	-0,58
SHTDR										
Price	0,76	0,41	-0,50	-0,56	-0,13	-0,54	0,46	<u>0,65</u>	<u>-0,80</u>	-0,24
NI	0,79	0,26	<u>-0,61</u>	-0,47	-0,29	-0,50	0,37	0,33	-0,44	-0,13
ROE	0,69	0,46	-0,24	0,65	-0,36	-0,62	<u>-0,79</u>	<u>-0,68</u>	-0,23	-0,39
ROI	0,75	0,12	-0,13	0,53	-0,47	-0,75	<u>-0,73</u>	<u>-0,83</u>	-0,35	-0,59
MODIF										
Price	0,67	0,54	-0,56	-0,52	-0,30	-0,25	0,36	0,12	-0,58	-0,24
NI	0,71	0,46	<u>-0,68</u>	-0,31	-0,41	-0,84	0,32	-0,07	-0,41	-0,14
ROE	0,54	0,43	-0,18	<u>0,75</u>	-0,24	-0,93	<u>-0,74</u>	-0,43	-0,32	-0,44
ROI	0,59	0,07	-0,00	0,63	-0,32	-0,98	<u>-0,63</u>	-0,26	-0,37	-0,63
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %										
DR	9,0	<u>11,2</u>	<u>9,9</u>	<u>14,2</u>	<u>26,2</u>	<u>9,7</u>	<u>47,4</u>	31,3	25,2	51,5
LTBR	14,5	8,8	21,0	12,1	38,6	11,2	48,8	53,4	32,5	52,6
SHTDR	37,6	30,7	73,4	52,8	40,4	14,4	76,5	24,5	31,2	59,8
MODIF	41,6	46,4	95,3	96,3	62,2	11,1	79,5	30,2	41,0	65,9
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %										
TD	8,7	20,4	20,6	38,6	47,2	23,7	95,8	79,7	21,8	66,5
TL	8,3	20,5	22,2	43,6	31,0	20,1	62,1	62,4	13,4	25,2
Equity	19,3	14,5	33,3	58,8	24,7	9,7	33,3	34,3	25,4	17,6

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу

ТНК, – для коефіцієнтів варіації.

5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.

6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують $|0,75|$.

Таблиця М.4

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності ТНК із виробництва електричного та електронного обладнання

	ТНК								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>l</i>	2	3	4	5	6	7	8	9	10
DR									
Price	-0,42	0,31	<u>-0,82</u>		-0,36	-0,06	<u>0,56</u>	-0,88	0,11
NI	<u>-0,79</u>	-0,75	<u>-0,75</u>		0,45	-0,29	<u>0,54</u>	-0,85	-0,28
ROE	<u>-0,72</u>	-0,75	-0,49		0,61	-0,27	<u>0,70</u>	-0,77	-0,27
ROI	<u>-0,77</u>	-0,79	-0,62		0,22	-0,38	0,49	-0,86	-0,29
LTDR									
Price	-0,45	0,20	<u>-0,69</u>		-0,60	-0,07	<u>0,66</u>	0,14	0,18
NI	<u>-0,82</u>	-0,74	<u>-0,66</u>		<u>-0,61</u>	-0,35	<u>0,57</u>	0,32	-0,13
ROE	<u>-0,76</u>	-0,57	-0,45		<u>-0,68</u>	-0,32	<u>0,73</u>	0,91	-0,08
ROI	<u>-0,80</u>	-0,63	-0,55		<u>-0,73</u>	-0,45	0,47	0,96	-0,12
SHTDR									
Price	0,21	-0,11	<u>-0,85</u>		0,18	-0,03	-0,30	-0,81	-0,03
NI	0,33	0,70	<u>-0,77</u>		<u>0,72</u>	-0,01	-0,12	-0,81	-0,24
ROE	0,30	0,38	-0,49		<u>0,85</u>	-0,02	-0,16	-0,80	-0,26
ROI	0,30	0,45	-0,61		0,61	-0,04	-0,01	-0,88	-0,25
MODIF									
Price	0,11	-0,10	<u>-0,82</u>			0,06	-0,30	-0,76	-0,39
NI	0,28	0,68	<u>-0,74</u>			0,05	-0,13	-0,77	-0,48
ROE	0,15	0,34	-0,41			0,03	-0,20	-0,80	-0,50
ROI	0,13	0,40	-0,55			0,01	-0,03	-0,88	-0,49
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %									
DR	<u>25,2</u>	<u>4,5</u>	49,5		<u>5,6</u>	47,3	<u>18,4</u>	14,4	<u>14,0</u>

Продовж. табл. М.4

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>
LTDR	36,6	11,8	67,9		8,8	54,6	26,5	9,6	14,1
SHTDR	47,2	31,6	44,7		25,6	52,2	28,7	23,1	39,1
MODIF	48,7	30,0	58,8			63,5	29,7	27,6	42,4
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %									
TD	26,5	5,1	19,8		17,6	65,0	20,3	14,8	10,7
TL	8,0	4,2	25,6		10,0	44,2	15,4	13,1	27,7
Equity	25,6	6,4	47,8		9,1	28,3	25,0	21,1	14,1

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують |0,75|.
7. ТНК Apple (№ 4) фактично виключається із аналізу через обмежену кількість спостережень. Два спостереження за деякими показниками дають велику похибку, а програма Statistica видає 100 % кореляції.

Таблиця М.5

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності фармацевтичних ТНК

<i>1</i>	ТНК								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>
DR									
Price	0,54	<u>0,74</u>	<u>-0,59</u>	0,37	<u>0,77</u>	0,39	0,30	0,48	0,07
NI	-0,60	-0,29	-0,33	0,50	0,03	-0,15	-0,53	0,11	-0,08
ROE	-0,87	-0,21	-0,13	-0,49	-0,23	-0,35	-0,57	<u>-0,76</u>	<u>0,69</u>
ROI	-0,87	<u>-0,76</u>	-0,35	<u>-0,70</u>	-0,24	-0,62	-0,59	<u>-0,81</u>	0,04

Продовж. табл. М.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
LTDR									
Price	0,02	<u>0,67</u>	<u>-0,61</u>	0,58	<u>0,73</u>	0,44	0,54	<u>0,59</u>	0,01
NI	-0,30	-0,39	-0,41	0,50	0,21	0,01	0,01	0,31	-0,11
ROE	-0,43	-0,36	-0,06	-0,60	-0,48	-0,19	-0,22	<u>-0,79</u>	<u>0,71</u>
ROI	-0,46	<u>-0,86</u>	-0,30	<u>-0,77</u>	-0,38	-0,45	-0,21	<u>-0,81</u>	0,00
SHTDR									
Price	0,60	0,31	0,08	-0,10	-0,05	-0,35	-0,20	-0,42	0,34
NI	-0,43	0,16	0,28	0,24	-0,29	-0,34	<u>-0,82</u>	-0,43	0,11
ROE	-0,54	0,31	-0,17	0,00	0,38	-0,26	-0,56	0,43	0,37
ROI	-0,51	0,06	-0,13	-0,11	0,21	-0,16	-0,60	0,39	0,19
MODIF									
Price	0,79	0,22	0,23	-0,25	-0,14	-0,43	-0,30	-0,23	0,43
NI	-0,63	0,21	0,46	0,10	-0,25	-0,35	<u>-0,84</u>	-0,23	0,10
ROE	-0,69	0,32	-0,23	0,33	0,57	-0,27	-0,55	0,20	0,38
ROI	-0,68	0,14	-0,21	0,28	0,39	-0,15	-0,59	0,15	0,16
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %									
DR	10,0	<u>21,3</u>	<u>24,8</u>	<u>33,3</u>	<u>13,9</u>	<u>31,4</u>	28,6	<u>23,7</u>	65,6
LTDR	8,7	24,8	32,3	37,1	19,0	54,0	33,2	62,9	69,7
SHTDR	58,3	48,6	34,3	53,5	51,6	59,0	60,2	33,2	70,8
MODIF	71,0	54,1	47,8	68,5	73,9	85,4	108,5	43,4	90,0
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %									
TD	7,5	39,5	74,3	50,1	42,2	48,6	36,3	51,6	64,9
TL	10,7	27,6	73,2	33,5	21,8	36,4	18,0	39,5	36,5
Equity	7,8	22,1	63,1	27,0	37,8	13,9	11,8	30,3	57,4

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.

5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують $|0,75|$.

Таблиця М.6

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності комунальних ТНК

	ТНК						
	1	2	3	4	5	6	7
<i>l</i>	2	3	4	5	6	7	8
DR							
Price	-0,37	-0,30	-0,18	-0,53	<u>-0,72</u>	0,42	
NI	<u>0,89</u>	0,07	-0,46	-0,18	<u>-0,66</u>	0,06	-0,21
ROE	<u>0,96</u>	0,13	-0,31	-0,13	-0,25	0,42	-0,30
ROI	<u>0,96</u>	-0,17	-0,46	-0,23	-0,41	0,33	-0,41
LTDR							
Price	-0,64	0,37	-0,29	-0,44	<u>-0,89</u>	-0,62	
NI	<u>0,88</u>	0,42	-0,40	-0,30	<u>-0,74</u>	-0,16	-0,14
ROE	0,64	0,23	-0,23	-0,25	<u>-0,68</u>	-0,24	-0,28
ROI	0,46	-0,20	-0,40	-0,37	<u>-0,80</u>	-0,25	-0,40
SHTDR							
Price	0,17	<u>-0,78</u>	0,14	-0,24	<u>0,69</u>	<u>0,75</u>	
NI	0,32	-0,37	-0,29	0,30	0,35	0,15	-0,10
ROE	0,69	-0,08	-0,25	0,27	<u>0,74</u>	0,48	-0,03
ROI	<u>0,84</u>	-0,00	-0,27	0,32	<u>0,79</u>	0,43	0,00
MODIF							
Price	0,16	-0,30	0,16	-0,42	<u>0,71</u>	<u>0,67</u>	
NI	0,19	0,04	-0,27	0,11	0,35	0,13	-0,10
ROE	0,56	-0,09	-0,21	0,05	<u>0,79</u>	0,47	-0,02
ROI	<u>0,76</u>	-0,21	-0,23	0,15	<u>0,84</u>	0,42	0,01
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %							
DR	<u>9,3</u>	<u>15,3</u>	25,9	<u>12,0</u>	<u>9,1</u>	<u>6,2</u>	<u>15,8</u>
LTDR	8,6	18,2	27,2	14,8	17,7	8,9	21,5
SHTDR	35,6	48,8	52,8	23,9	25,3	24,3	37,4

Продовж. табл. М.6

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>
MODIF	49,9	30,1	59,3	35,5	29,5	26,4	35,0
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %							
TD	13,2	42,7	36,2	22,7	26,9	29,8	41,2
TL	13,3	47,6	14,0	10,2	16,4	29,1	25,9
Equity	11,5	47,3	18,2	15,2	30,8	35,8	14,3

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують |0,75|.

Таблиця М.7

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності ТНК оптової торгівлі

	ТНК				
	1	2	3	4	5
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
DR					
Price	<u>-0,92</u>	<u>-0,98</u>	<u>-0,67</u>	-0,37	0,03
NI	-0,66	<u>-0,87</u>	<u>-0,83</u>	<u>-0,67</u>	<u>-0,84</u>
ROE	0,50	-0,39	0,44	0,37	<u>-0,55</u>
ROI	-0,32	<u>-0,76</u>	-0,25	-0,39	<u>-0,78</u>
LTDR					
Price	<u>-0,94</u>	0,01	<u>-0,62</u>	-0,28	0,48
NI	<u>-0,77</u>	0,10	<u>-0,90</u>	<u>-0,68</u>	-0,36
ROE	0,30	0,53	0,38	0,28	-0,23

Продовж. табл. М.7

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
ROI	-0,42	0,15	-0,35	-0,31	-0,41
SHTDR					
Price	-0,02	<u>-0,88</u>	<u>-0,66</u>	-0,37	-0,24
NI	-0,18	<u>-0,84</u>	-0,54	-0,42	<u>-0,77</u>
ROE	0,53	<u>-0,74</u>	0,45	0,29	<u>-0,54</u>
ROI	-0,02	<u>-0,84</u>	-0,03	-0,29	<u>-0,74</u>
MODIF					
Price	0,01	<u>-0,84</u>	-0,58	-0,30	-0,28
NI	-0,16	<u>-0,80</u>	-0,46	-0,34	<u>-0,72</u>
ROE	0,59	<u>-0,79</u>	0,50	0,31	-0,49
ROI	0,03	<u>-0,84</u>	0,06	-0,22	<u>-0,69</u>
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %					
DR	<u>11,4</u>	<u>9,5</u>	<u>13,1</u>	12,3	<u>9,5</u>
LTDR	10,2	7,9	12,4	11,2	5,1
SHTDR	33,1	48,5	18,2	24,1	32,0
MODIF	33,2	48,3	18,5	27,5	33,6
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %					
TD	12,4	17,2	19,7	10,0	14,8
TL	12,6	15,9	13,3	9,7	15,7
Equity	40,4	54,7	44,2	35,7	45,1

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують |0,75|.

Таблиця М.8

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності телекомунікаційних ТНК

	ТНК				
	1	2	3	4	5
<i>I</i>	2	3	4	5	6
DR					
Price	0,17	0,58	0,39	0,50	<u>-0,85</u>
NI	-0,10	0,29	<u>0,66</u>	-0,45	-0,10
ROE	0,36	-0,13	<u>0,65</u>	-0,33	-0,19
ROI	0,47	-0,12	<u>0,55</u>	-0,43	-0,22
LTDR					
Price	0,17	0,29	0,49	0,54	<u>-0,85</u>
NI	-0,17	0,24	<u>0,69</u>	-0,38	-0,45
ROE	0,32	-0,24	<u>0,57</u>	-0,26	-0,47
ROI	0,43	-0,23	0,46	-0,36	-0,48
SHTDR					
Price	-0,14	<u>0,72</u>	<u>-0,53</u>	-0,02	-0,21
NI	0,55	0,26	<u>-0,57</u>	-0,27	0,32
ROE	0,29	0,01	-0,33	-0,31	0,25
ROI	0,36	0,01	-0,23	-0,34	0,23
MODIF					
Price	0,57	0,32	-0,45	-0,52	-0,29
NI	-0,10	0,08	-0,49	-0,46	0,39
ROE	-0,08	-0,20	-0,29	-0,48	0,33
ROI	-0,13	-0,19	-0,18	-0,48	0,30
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %					
DR	<u>11,2</u>	16,8	<u>8,1</u>	9,0	<u>4,5</u>
LTDR	13,0	13,1	15,9	10,6	4,4
SHTDR	40,9	38,2	29,9	14,2	19,6
MODIF	56,6	42,9	33,2	24,5	31,2
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %					
TD	42,6	23,5	31,8	7,4	8,6

Продовж. табл. М.8

<i>I</i>	2	3	4	5	6
TL	39,8	18,4	26,4	6,6	6,8
Equity	59,2	10,8	22,8	15,7	8,7

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують |0,75|.

Таблиця М.9

Кореляційна матриця залежності між показниками структури капіталу та фінансово-господарської результативності ТНК видобувної галузі

	ТНК			
	1	2	3	4
<i>I</i>	2	3	4	5
DR				
Price	<u>-0,79</u>	-0,55	-0,53	-0,61
NI	<u>-0,79</u>	-0,53	-0,16	0,15
ROE	-0,42	-0,42	0,02	-0,36
ROI	-0,53	-0,47	-0,32	-0,24
LTDR				
Price	<u>-0,71</u>	-0,35	-0,46	-0,69
NI	<u>-0,79</u>	<u>-0,70</u>	-0,21	-0,23
ROE	<u>-0,57</u>	<u>-0,80</u>	-0,07	-0,42
ROI	<u>-0,66</u>	<u>-0,81</u>	-0,42	-0,42

Продовж. табл. М.9

1	2	3	4	5
SHTDR				
Price	-0,22	-0,12	-0,63	0,54
NI	0,01	0,31	-0,05	0,28
ROE	0,38	0,52	0,18	0,33
ROI	0,33	0,47	-0,12	0,36
MODIF				
Price	-0,07	-0,16	<u>-0,74</u>	0,32
NI	0,23	0,28	-0,07	0,27
ROE	0,35	0,51	0,20	0,21
ROI	0,32	0,46	-0,11	0,28
Коефіцієнт варіації характеристик структури капіталу, у %				
DR	<u>15,7</u>	<u>21,2</u>	44,1	<u>23,2</u>
LTDR	18,9	33,0	35,7	16,6
SHTDR	36,3	78,0	101	48,6
MODIF	32,5	111	119	54,6
Коефіцієнт варіації окремих показників балансу, у %				
TD	62,9	36,1	37,0	25,5
TL	53,2	21,3	15,1	26,2
Equity	63,9	29,6	32,6	50,3

Примітки:

1. Розраховано автором.
2. Нумерація ТНК відповідає їхньому порядковому номеру в рамках галузі в загальній вибірці, яка наведена в табл. К.1 Додатка К. Це зроблено з огляду на те, що назви ТНК просто не вміщуються на сторінці.
3. Кодифікація всіх змінних дослідження наведена в табл. Н.1 Додатка Н.
4. Підкреслено у таблиці: (а) статистично значущі кореляції серед кореляцій та (б) ті значення коефіцієнта варіації коефіцієнта заборгованості, які є меншими від усіх коефіцієнтів варіації окремих показників балансу ТНК, – для коефіцієнтів варіації.
5. Підкресленим курсивом подано ті варіації коефіцієнта заборгованості, які перевищують лише одну із наведених варіацій.
6. Сірим забарвленням у таблиці виділені ті статистично значущі кореляції, які дорівнюють або перевищують |0,75|.

ДОДАТОК Н

Кодифікація змінних дослідження

Як зазначалося, у нашому дослідженні використано ряд змінних як описового блоку, так і розрахункового. Подальша робота із статистичним програмним пакетом STATISTICA потребує вживання скорочених назв змінних для розрахунків. Окрім того, для спрощення ми також використовуватимемо скорочені назви змінних та показників. Вони наведені в табл. Н.1.

Таблиця Н.1

Повні та кодові назви змінних

№	Повна назва змінної	Переклад назви змінної	Код
1	2	3	4
1	Currents Assets	Поточні активи	CA
2	Short-term Debt	Короткотермінова заборгованість (борг)	SHTD
3	Current Portion of Long-term Debt	Поточна частина довготермінової заборгованості (боргу), яка підлягає виплаті упродовж року	CPort
4	Current Liabilities	Поточні пасиви	CL
5	Long-term Debt	Довготермінова заборгованість (борг)	LTD
6	Leases	Лізингові платежі	Leases
7	Total Liabilities	Сукупні пасиви	TL
8	Total Shareholders Equity	Сукупний акціонерний капітал	Equity
9	Stock Market Price (year end)	Поточна ринкова вартість акції	Price
10	Total Revenues (Sales)	Сукупні продажі (валовий дохід)	Sales
11	Net Income	Чистий прибуток	NI
12	Total Assets	Сукупні активи	TA
13	Average Total Assets	Середня вартість сукупних активів	TA_Aver
14	Long-term Debt & Leases	Довготермінова заборгованість (борг) та лізингові платежі	LTD+L

Продовж. табл. Н.1

1	2	3	4
15	Total Debt	Сукупна заборгованість (борг)	TD
16	Long-term Liabilities	Довготермінові пасиви	LTL
17	Average Total Shareholders Equity	Середня вартість сукупного акціонерного капіталу	E_Aver
18	Stock Market Price Growth Rate, 100 + %	Темп зростання поточної ринкової вартості акцій	GR_P
19	Total Revenues (Sales) Growth Rate, 100 + %	Темп зростання сукупних продажів	GR_S
20	Net Income Growth Rate, 100 + %	Темп зростання чистого прибутку	GR_NI
21	Debt Ratio, %	Коефіцієнт заборгованості	DR
22	Long-term Debt Ratio, %	Коефіцієнт довготермінової заборгованості	LTDR
23	Short-term Debt Ratio, %	Коефіцієнт короткотермінової заборгованості	SHTDR
24	Modified Short-term Debt Ratio	Модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості	MODIF
25	Current Liquidity Ratio	Коефіцієнт поточної ліквідності	CLR
26	Industry Current Liquidity Ratio	Середньогалузевий коефіцієнт поточної ліквідності	CLR_Ind
27	Compensatory Multiple - k	Компенсаційний множник	k
28	ROE, %	Дохідність акціонерного капіталу	ROE
29	ROI, %	Дохідність активів (інвестицій)	ROI

Примітка: складено автором.

ДОДАТОК П
Критерії кластеризації вибірки

Таблиця П.1

Коефіцієнт заборгованості та коефіцієнти регресії парних моделей для критеріїв кластеризації

№ п/п	ТНК	DR, у % (середній)	Коефіцієнти регресії	
			DR – ROI	SHTDR – Price
1	2	3	4	5
1	OMV AG	26,13	-0,35765	0,83037
2	BG Group plc	25,62	-0,47044	-35,010
3	BP plc	26,58	-1,08910	0,34425
4	Royal Dutch Shell plc	19,35	-0,50876	-4,64216
5	Repsol YPF SA	40,84	-0,124613	0,61144
6	Eni SpA	30,06	-0,026075	-0,05442
7	China National Offshore Oil Company	18,54	-0,38986	11,40914
8	Petroliam Nasional Berhad (PETRONAS)	13,00	0,733883	–
9	Statoil ASA	32,20	-0,27452	-1,91283
10	Chevron Corporation	15,99	-0,29828	-3,95600
11	ConocoPhillips	28,28	-0,36534	-18,3116
12	Exxon Mobil Corporation	9,59	-0,66015	4,1144
13	Total SA	31,35	-0,64282	-0,47891
14	Fiat Chrysler Automobiles Group	68,00	-0,16099	–
15	BMW AG Group	69,71	-0,35827	-7,9446
16	Daimler AG	63,56	-0,109655	-1,94618
17	Volkswagen Group AG	64,48	-0,34739	-2,2536
18	Ford Motor Company	94,70	-0,29002	–
19	General Motors Company	36,33	-0,114102	1,18341
20	Renault SA	59,78	-0,71848	-0,21274
21	Volvo Group	55,74	-0,129549	1,641817
22	Honda Motor Co., Ltd.	48,82	0,073543	-0,09738
23	Nissan Motor Co., Ltd.	57,55	0,2661	-0,41326

Продовж. табл. П.1

1	2	3	4	5
24	Toyota Motor Corporation	51,00	0,013847	1,42047
25	Anheuser-Busch InBev SA/NV	44,54	-1,09694	8,259933
26	British American Tobacco plc	57,27	0,067235	120,2521
27	Diageo plc	60,37	-0,12649	-23,083
28	Imperial Tobacco Group plc	70,48	0,3328	-37,299
29	SABMiller plc	32,03	0,026889	-48,638
30	Mondelez International, Inc.	38,17	-0,62049	-4,01452
31	Pepsico, Inc.	35,37	-0,16544	1,66430
32	The Coca-Cola Company	36,95	-0,23338	1,139238
33	Nestlé SA	33,46	-0,33575	-1,94461
34	Japan Tobacco, Inc.	23,05	-0,13642	-0,29839
35	Koninklijke Philips NV	23,69	-0,90481	0,51952
36	Siemens AG	43,07	-0,34572	-0,73268
37	Samsung Electronics Co., Ltd.	15,27	-0,40427	-64820
38	Apple Inc.	7,22	–	–
39	General Electric Company	76,96	0,025805	0,15860
40	Hewlett-Packard, Inc.	28,48	-0,137593	-0,02958
41	International Business Machines	56,01	0,140561	-2,8427
42	Hon Hai Precision Industry Co., Ltd. (Foxconn)	35,86	-0,22133	-1,5905
43	Sony Corporation	28,50	-0,116596	-0,13282
44	AstraZeneca plc	31,33	-1,98174	188,388
45	GlaxoSmithKline plc	59,93	-0,30445	10,0906
46	Teva Pharmaceutical Industries Limited	32,67	-0,19188	0,39454
47	Johnson & Johnson	18,24	-0,41003	-0,55541
48	Merck & Co, Inc.	26,06	-0,37885	-0,21184
49	Pfizer, Inc.	26,42	-0,27573	-0,49204
50	Sanofi	17,77	-0,220885	-0,49398
51	Novartis AG	18,66	-0,46926	-2,34207
52	Roche Holding AG	41,25	0,00283	3,1058
53	Iberdrola SA	49,44	0,08924	0,067916

Продовж. табл. П.1

1	2	3	4	5
54	Enel SpA	59,18	-0,034520	-0,075875
55	E.ON SE	37,68	-0,148900	0,16770
56	RWE AG	58,16	-0,076826	-1,24068
57	Electricite de France SA	62,92	-0,086258	1,67321
58	Engie SA (GDF Suez)	46,67	0,4638	0,705010
59	Vattenfall AB	51,10	-0,15169	–
60	ITOCHU Corporation	62,85	-0,040675	-0,022920
61	Marubeni Corporation	79,09	-0,11996	-0,175627
62	Mitsubishi Corporation	60,55	-0,03	-2,83660
63	Mitsui & Co., Ltd.	62,53	-0,067760	-7,2005
64	Sumitomo Corporation	72,61	-0,14773	-0,17917
65	Liberty Global plc	80,20	0,09529	-1,34906
66	Vodafone Group plc	29,43	-0,50225	11,88120
67	Telefonica SA	66,60	0,2875	-0,32524
68	Deutsche Telekom AG	54,31	-0,19163	-0,026674
69	Orange	57,32	-0,16535	-0,21825
70	BHP Billiton Limited & plc	31,27	-0,87805	-1,13322
71	Anglo American plc	30,64	-0,44694	-15,937
72	Rio Tinto plc	38,38	-0,117038	-91,157
73	Glencore International AG	58,05	-0,90423	1,7531

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Назви ТНК збережені в оригінальному варіанті.

ДОДАТОК Р
Результати кластеризації за даними у первинному форматі
(до стандартизації)

Таблиця Р.1

Склад кластера 1

№ п/п	ТНК	DR, у % (середній)	Коефіцієнти регресії	
			DR – ROI	SHTDR – Price
1	Exxon Mobil Corporation	9,59	-0,66015	4,1144
2	Johnson & Johnson	18,24	-0,41003	-0,55541
3	China National Offshore Oil Company	18,54	-0,38986	11,40914
4	Novartis AG	18,66	-0,46926	-2,34207
5	Royal Dutch Shell plc	19,35	-0,50876	-4,64216
6	Koninklijke Philips NV	23,69	-0,90481	0,51952
7	BG Group plc	25,62	-0,47044	-35,010
8	BP plc	26,58	-1,08910	0,34425
9	Vodafone Group plc	29,43	-0,50225	11,88120
10	Anglo American plc	30,64	-0,44694	-15,937
11	BHP Billiton Limited & plc	31,27	-0,87805	-1,13322
12	Total SA	31,35	-0,64282	-0,47891
13	Mondelez International, Inc.	38,17	-0,62049	-4,01452
Середня		24,31	-0,62423	-3,97717

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Градація в таблиці проведена за значеннями коефіцієнта заборгованості.

Таблиця Р.2

Склад кластера 4

№ п/п	ТНК	DR, у % (середній)	Коефіцієнти регресії	
			DR – ROI	SHTDR – Price
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
1	Engie SA (GDF Suez)	46,67	0,4638	0,705010

Продовж. табл. Р.2

1	2	3	4	5
2	Honda Motor Co., Ltd.	48,82	0,073543	-0,09738
3	Iberdrola SA	49,44	0,08924	0,067916
4	Toyota Motor Corporation	51,00	0,013847	1,42047
5	Deutsche Telekom AG	54,31	-0,19163	-0,026674
6	Volvo Group	55,74	-0,129549	1,641817
7	International Business Machines	56,01	0,140561	-2,8427
8	British American Tobacco plc	57,27	0,067235	120,2521
9	Orange	57,32	-0,16535	-0,21825
10	Nissan Motor Co., Ltd.	57,55	0,2661	-0,41326
11	RWE AG	58,16	-0,076826	-1,24068
12	Enel SpA	59,18	-0,034520	-0,075875
13	GlaxoSmithKline plc	59,93	-0,30445	10,0906
14	Diageo plc	60,37	-0,12649	-23,083
15	Mitsubishi Corporation	60,55	-0,03	-2,83660
16	Mitsui & Co., Ltd.	62,53	-0,067760	-7,2005
17	ITOCHU Corporation	62,85	-0,040675	-0,022920
18	Electricite de France SA	62,92	-0,086258	1,67321
19	Daimler AG	63,56	-0,109655	-1,94618
20	Volkswagen Group AG	64,48	-0,34739	-2,2536
21	Telefonica SA	66,60	0,2875	-0,32524
22	BMW AG Group	69,71	-0,35827	-7,9446
23	Imperial Tobacco Group plc	70,48	0,3328	-37,299
24	Sumitomo Corporation	72,61	-0,14773	-0,17917
25	General Electric Company	76,96	0,025805	0,15860
26	Marubeni Corporation	79,09	-0,11996	-0,175627
27	Liberty Global plc	80,20	0,09529	-1,34906
Середня		61,64	-0,01781	1,72146

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Градація в таблиці проведена за значеннями коефіцієнта заборгованості.

Таблиця Р.3

Склад кластера 5

№ п/п	ТНК	DR, у % (середній)	Коефіцієнти регресії	
			DR – ROI	SHTDR – Price
1	Anheuser-Busch InBev SA/NV	44,54	-1,09694	8,259933
2	Glencore International AG	58,05	-0,90423	1,7531
3	Renault SA	59,78	-0,71848	-0,21274
Середня		54,12	-0,90655	3,266764

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Градація в таблиці проведена за значеннями коефіцієнта заборгованості.

Таблиця Р.4

Склад кластера 6

№ п/п	ТНК	DR, у % (середній)	Коефіцієнти регресії	
			DR – ROI	SHTDR – Price
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
1	Chevron Corporation	15,99	-0,29828	-3,95600
2	Sanofi	17,77	-0,220885	-0,49398
3	Japan Tobacco, Inc.	23,05	-0,13642	-0,29839
4	Merck & Co, Inc.	26,06	-0,37885	-0,21184
5	OMV AG	26,13	-0,35765	0,83037
6	Pfizer, Inc.	26,42	-0,27573	-0,49204
7	ConocoPhillips	28,28	-0,36534	-18,3116
8	Hewlett-Packard, Inc.	28,48	-0,137593	-0,02958
9	Sony Corporation	28,50	-0,116596	-0,13282
10	Eni SpA	30,06	-0,026075	-0,05442
11	SABMiller plc	32,03	0,026889	-48,638
12	Statoil ASA	32,20	-0,27452	-1,91283
13	Teva Pharmaceutical Industries Limited	32,67	-0,19188	0,39454
14	Nestlé SA	33,46	-0,33575	-1,94461
15	Pepsico, Inc.	35,37	-0,16544	1,66430

Продовж. табл. Р.4

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
16	Hon Hai Precision Industry Co., Ltd. (Foxconn)	35,86	-0,22133	-1,5905
17	General Motors Company	36,33	-0,114102	1,18341
18	The Coca-Cola Company	36,95	-0,23338	1,139238
19	E.ON SE	37,68	-0,148900	0,16770
20	Rio Tinto plc	38,38	-0,117038	-91,157
21	Repsol YPF SA	40,84	-0,124613	0,61144
22	Roche Holding AG	41,25	0,00283	3,1058
23	Siemens AG	43,07	-0,34572	-0,73268
Середня		31,60	-0,1981	-0,7327

Примітки:

1. Розраховано та складено автором.
2. Градація в таблиці проведена за значеннями коефіцієнта заборгованості.

Автоцентр на Столичному

Юридична адреса:
 ПАТ «Українська Автомобільна Корпорація»
 Філія «Автоцентр на Столичному»
 Столичне шосе, 90
 м. Київ - 03045, Україна
 тел.: 206-81-81, факс.: 206-80-08
 e-mail: assistant@avtocentr.com.ua
 www. avtocentr.com.ua



№ 01.1-04/50 від 6.06.16р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
 «Глобальна корпоративна структура капіталу
 як основа фінансового левериджу сучасних ТНК»
 аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
 Київського національного університету імені Тараса Шевченка
 Заліско Ольги Ігорівни

Підтверджуємо, що емпіричні висновки дисертаційної роботи О. І. Заліско були впроваджені у практичну діяльність корпорації «УкрАВТО» у процесі залучення компанією фінансових ресурсів та формування пасивів, а також у частині оптимізації податкової стратегії.

Практично цінними для діяльності корпорації «УкрАВТО» стали висновки роботи щодо впливу рівня заборгованості корпорації на показники дохідності активів, дохідності акціонерного капіталу та чистого прибутку. Висновки та узагальнення дисертації щодо фінансового левериджу в корпораціях автомобілебудівної галузі становлять особливий інтерес для «УкрАВТО», котра є вітчизняним лідером із виробництва, дистрибуції та експорту автомобілів на зарубіжні ринки.

Директор



Герасименко В.В.



ВЕРХОВНА РАДА УКРАЇНИ

Комітет у закордонних справах

01008, м. Київ-8, вул. М. Грушевського, 5, тел.: 255-35-49

№ 04-20/12 - 974 (139842)

"07" червня 2016 р.

До спеціалізованої вченої ради

ДОВІДКА

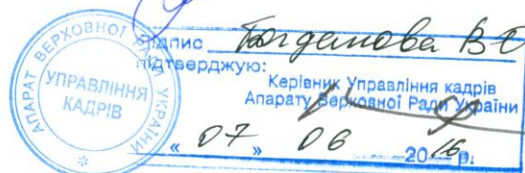
*про впровадження результатів дисертаційного дослідження
«Глобальна корпоративна структура капіталу як основа фінансового левериджу сучасних
ТНК»
аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Заліско Ольги Ігорівни*

Цією довідкою підтверджуємо, що теоретичні положення та практичні рекомендації дисертаційного дослідження аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка Заліско О. І. впроваджені у практику діяльності секретаріату та Комітету у закордонних справах Верховної Ради України.

Висновки та окремі положення дисертації щодо проблематики уникнення оподаткування зарубіжними корпораціями, специфіки використання ними прихованих механізмів транскордонного переведення фінансових ресурсів, а також щодо напрямів удосконалення системи регулювання цих процесів в Україні були використані членами Комітету та у діяльності окремих депутатських груп з міжпарламентських зв'язків у 2015 році (блок економічних питань та аспект підтримки інституційних реформ в Україні), зокрема зі Сполученими Штатами Америки, Федеративною Республікою Німеччиною та Французькою Республікою. Результати та висновки дисертації також використовувалися в роботі під час підготовки і проведення круглого столу на тему «Стан та перспективи торговельно-економічного співробітництва: міжнародний вимір», який відбувся 13 травня 2015 року під егідою зазначеного Комітету.

Завідувач секретаріату Комітету

В.О. БОГДАНОВА



ІНСТИТУТ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН
КИЇВСЬКОГО НАЦІОНАЛЬНОГО
УНІВЕРСИТЕТУ ІМЕНІ ТАРАСА
ШЕВЧЕНКА

04119, м. Київ, вул. Мельникова, 36/1
Тел: (044) 481-44-37
Факс: (044) 481-45-55
E-mail: office@iir.kiev.ua



INSTITUTE OF
INTERNATIONAL RELATIONS
TARAS SHEVCHENKO NATIONAL
UNIVERSITY OF KYIV

36/1, Melnikova St., Kyiv 04119 Ukraine
Phone: (044) 481-44-37
Fax: (044) 481-45-55
E-mail: office@iir.kiev.ua

02.06.2016р. № 018/11-227

на _____ від _____

ДОВІДКА

про практичне впровадження результатів дисертаційного дослідження
«Глобальна корпоративна структура капіталу як основа фінансового левериджу
сучасних ТНК»
аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Заліско Ольги Ігорівни
(спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини)

Видана аспірантці кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка Заліско Ользі Ігорівні в тому, що теоретичні положення та практичні рекомендації її дисертаційного дослідження впроваджені у практику науково-педагогічної діяльності кафедри міжнародних фінансів.

Висновки та окремі положення дисертаційного дослідження щодо класифікації теорій корпоративної структури капіталу, узагальнення та систематизації чинників формування структури капіталу сучасних ТНК, а також у частині кількісних оцінок ефекту фінансового левериджу використані при підготовці навчально-методичних матеріалів та викладанні таких дисциплін як «Транснаціоналізація світової економіки», «Міжнародні фінанси», «Фінанси міжнародного підприємництва», «Податкові системи зарубіжних країн», «Фінанси міжнародних корпорацій» та «Міжнародний інвестиційний менеджмент» на кафедрі міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Директор



д.п.н., проф. В.В. Копійка

№ 018/сб-01
на _____ від 01.06.2016р

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
«Глобальна корпоративна структура капіталу як основа фінансового левєриджу
сучасних ТНК»

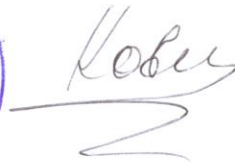
аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Заліско Ольги Ігорівни

Видана аспірантці кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка в тому, що результати й висновки її дисертаційної роботи, присвяченої впливу корпоративної структури капіталу на фінансовий левєриджу сучасних ТНК, були впроваджені в практичну діяльність Дрогобицького заводу автомобільних кранів.

Особливо корисними виявилися висновки та рекомендації автора щодо використання ефекту фінансового левєриджу, оптимізації корпоративної структури капіталу, а також у частині оподаткування корпорацій із надмірним рівнем позикового фінансування.

Член Наглядової Ради
к.т.н.
тел. 067 6748877

Коваленко С.О.

FINTEK DEVELOPMENT Ltd

Suite 48, 88-89 Hatton Garden, London, United Kingdom, EC1N 8PN

FBME Bank Ltd, 90 Archbishop Makarios III Avenue, 1391 Nicosia, Cyprus. Swift
Account No 062351, Code: FBMECY2N
IBAN: CY2211501001062351USDCACC001.

Вул. № 278/35-14
«А» сервіс 2016

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
*«Глобальна корпоративна структура капіталу
як основа фінансового леввериджу сучасних ТНК»*
аспірантки кафедри міжнародних фінансів
Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Заліско Ольги Ігорівни

Видана аспірантці кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка О. І. Заліско в тім, що висновки її дисертаційної роботи були використані в практичній діяльності компанії «Fintek Development Ltd».

Зокрема, у практику діяльності компанії були впроваджені емпіричні результати дисертації в частині оптимізації балансу між власними та позиковими джерелами фінансування діяльності, а також у частині формування податкової стратегії компанії. Слід відзначити зручність використання аналітико-статистичних висновків автора щодо джерел та напрямів фінансування бізнесу.

Директор



Улпіано Кардерон Морено

FINTEK DEVELOPMENT Ltd

London, United Kingdom
Suite 48, 88-89 Hatton Garden
EC1N 8PN



**НОВОКОДАЦЬКА РАЙОННА У МІСТІ ДНІПРОПЕТРОВСЬКУ РАДА
ВИКОНАВЧИЙ КОМІТЕТ**

пр.Сергія Нігояна, 77, м.Дніпропетровськ, 49064, тел. (0562) 32 32 68, тел.-факс 726 86 81
lensovet@ukr.net

03.06.2016 № 218-Н

на № _____ від _____

Д О В І Д К А

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
«Глобальна корпоративна структура капіталу як основа фінансового левериджу
сучасних ТНК»

аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Заліско Ольги Ігорівни

Цим засвідчуємо, що практичні рекомендації та висновки, а також окремі теоретичні положення дисертаційної роботи аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка Заліско О.І. були використані у практичній діяльності Новокодацької районної у місті Дніпропетровську ради.

Висновки та практичні рекомендації дисертаційного дослідження щодо попередження маніпуляцій із базою оподаткування корпораціями, зокрема й зарубіжними, через завищення рівня використання позикових коштів були використані в процесі розробки «Програми розвитку міжнародного співробітництва, євроінтеграційних процесів та формування позитивного іміджу Новокодацької районної у місті Дніпропетровську ради на 2016-2020 роки» – від 21.10.2015 р. № 682-34/34, а також при підготовці окремих аналітичних матеріалів Постійної комісії обласної ради з питань соціально-економічного розвитку області, бюджету і фінансів.

В.о. голови виконкому
районної у місті ради



О.П. Федоренко

ТОВ «Вінком Україна»
Юридична адреса: Україна, 03142, м. Київ, вул. В. Стуса, б.35-37, бл.7, оф.209
Фактична адреса: Україна, 03148, м. Київ, вул. Героїв Космосу, 4, оф.804
Телефон: + 380 (44) 594-98-24
www.winncom.com.ua



Вих.№222 від 08.06.2016р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
«Глобальна корпоративна структура капіталу
як основа фінансового левериджу сучасних ТНК»
аспірантки кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Заліско Ольги Ігорівни

Підтверджуємо, що емпіричні висновки дисертаційної роботи О. І. Заліско були впроваджені у практичну діяльність компанії ТОВ «Вінком Україна» у процесі залучення компанією фінансових ресурсів та формування пасивів, а також у частині оптимізації податкової стратегії.

Практично цінними для діяльності компанії ТОВ «Вінком Україна» стали висновки роботи щодо впливу рівня заборгованості компанії на показники дохідності активів, дохідності акціонерного капіталу та чистого прибутку. Висновки та узагальнення дисертації щодо фінансового левериджу в компанії становлять особливий інтерес для ТОВ «Вінком Україна», котра є вітчизняним лідером інформаційно-телекомунікаційних технологій.

Бухгалтер



Є. С. Бойко

ВСЕУКРАЇНСЬКА
ГРОМАДСЬКА
ОРГАНІЗАЦІЯ
«УКРАЇНСЬКА
АСОЦІАЦІЯ
ЕКОНОМІСТІВ-
МІЖНАРОДНИКІВ»



Україна
м. Київ
вул. Червоноармійська 51/3
р/р 26005000638901
в ВАТ "АГРОКОМБАНК"
МФО 322302

02.06.2016.

Ч/2016.

Довідка

Видана аспірантці кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка Заліско Ользі Ігорівні в тому, що основні положення та висновки її дисертаційної роботи на тему «Глобальна корпоративна структура капіталу як основа фінансового левериджу сучасних ТНК» були подані до Всеукраїнської громадської організації «Українська асоціація економістів-міжнародників» та враховані в її науковій та дослідницькій діяльності.

Президент



д.е.н., проф. Філіпенко А.С.