

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

**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

**АВТОРЕФЕРАТ**

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

**КИЇВ – 2016**

## **Дисертація на правах рукопису.**

Робота виконана на кафедрі міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

**Науковий керівник** доктор економічних наук, професор  
**ЦИГАНОВ Сергій Андрійович**,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин,  
професор кафедри міжнародних фінансів

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**РУДЕНКО-СУДАРСЬКА Лариса Володимирівна**,  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»,  
професор кафедри міжнародних фінансів

кандидат економічних наук, доцент  
**ПРОХОРОВА Марина Едуардівна**,  
Національний авіаційний університет,  
заступник директора з навчально-методичної роботи

Захист відбудеться 26 грудня 2016 р. о 14 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.001.02 в Інституті міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка за адресою: 04119, м. Київ, вул. Мельникова, 36/1, зал засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитись у науковій бібліотеці імені М. Максимовича Київського національного університету імені Тараса Шевченка за адресою: 01601, м. Київ, вул. Володимирська, 58, к. 12.

Автореферат розісланий 25 листопада 2016 р.

**Вчений секретар**  
**спеціалізованої вченої ради**

**Л. С. Поліщук**

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**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. Ліпценбергер, 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 – PV 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.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми дослідження, розкрито зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами, сформульовано предмет, об'єкт, мету й завдання дослідження, розкрито новизну наукових положень, визначено методологічну та інформаційну базу дослідження, а також теоретичне і практичне значення отриманих результатів, надано відомості щодо апробації результатів дослідження та їх впровадження.

У **першому розділі** – «**Теоретичні основи дослідження глобальної корпоративної структури капіталу**» – визначено економічний зміст транскордонного фінансового левериджу та глобальної корпоративної структури капіталу, проведено порівняльний аналіз і класифікацію наявних теорій структури капіталу.

Відправним пунктом авторського дослідження стали дев'ять ключових теорій корпоративної структури капіталу, що вивчають різні аспекти її формування та взаємозв'язку з іншими показниками діяльності корпорацій. Усі вони розглядають транснаціональні корпорації як звичайні корпоративні структури та, з огляду на це, є універсальними у застосуванні. Домінуючою є

теорія Модильяні–Міллера, яка доводить, що вартість корпорації із позиковим капіталом є більшою від вартості корпорації, котра фінансується лише власними коштами, на величину «податкового щита». Зі збільшенням частки позикових коштів вартість капіталу знижується, а оптимальна структура капіталу досягається при повному борговому фінансуванні.

У дисертації виявлено, що різні теорії структури капіталу досліджують різні аспекти даної проблеми, однак у цілому формують кілька груп на основі їхньої змістової близькості: теорії, що базуються на методі чистого операційного прибутку (власне теорія чистого операційного прибутку, базова версія теорії ММ, теорія ММ із урахуванням корпоративних податків); теорії, що базуються на методі чистого прибутку (традиційний підхід, теорія чистого прибутку); буферна компромісна теорія; динамічні теорії.

Предметом дослідження статичних теорій (теорія чистого операційного прибутку, теорія чистого прибутку і традиційний підхід) є вплив структури капіталу на окремі показники діяльності корпорацій, головню – на вартість капіталу, ринкову вартість корпорації, дохідність акціонерного капіталу. Предметом дослідження динамічних теорій (теорія агентських витрат, сигнальна теорія, теорія ієрархій і теорія корпоративного контролю) є вплив на структуру капіталу різних чинників, зокрема сигналів ринку, агентських витрат, ліквідаційних витрат тощо.

Показано, що за об'єктом дослідження теорії структури капіталу поділяють на загальні, які охоплюють не лише корпоративну структуру капіталу, а й інші явища та процеси дійсності (теорія корпоративного контролю, теорія ієрархій, сигнальна теорія і теорія агентських витрат) та специфічні (теорія чистого операційного прибутку, теорія чистого прибутку, усі частини теорії Модильяні–Міллера, традиційний підхід та компромісна теорія) із значно вузьчим об'єктом дослідження (охоплюють лише відносини, що виникають та розвиваються у процесі формування капіталу корпораціями).

У роботі глобальна корпоративна структура капіталу розглянута в контексті відносин загальносвітового рівня, що є характерними для нинішнього етапу розвитку світового господарства з притаманними йому процесами глобалізації, транснаціоналізації, формування транскордонної мережевої економіки та ін. Глобальна корпоративна структура капіталу передбачає хронологічну прив'язку відповідних економічних відносин, які не могли б існувати, скажімо, ще кілька десятиків років тому. Її визначено як 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 містить комплекс відповідних управлінських заходів, які забезпечують оптимізацію такого співвідношення.

Автор аргументує, що попри існування в літературі кількох підходів до тлумачення терміну «фінансовий леверидж» він не є тотожним корпоративній

заборгованості. Фінансовий леверидж являє собою економічний ефект, який виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу позикових коштів із фіксованим відсотком та проявляється у зміні окремих показників господарської діяльності більшою мірою, ніж за відсутності запозичень. Виникнення цього ефекту зумовлено такою особливістю позикового фінансування, як можливість виплати відсотків за позиками до сплати податку на прибуток корпорацій. Збільшення частки позикових коштів у структурі капіталу, таким чином, дозволяє зменшити базу оподаткування і, як наслідок, обсяг сплачуваного податку. Транскордонний фінансовий леверидж, притаманний міжнародним корпораціям, пов'язаний із формуванням глобальної корпоративної структури капіталу та використанням переваг позикового фінансування на міжнародному рівні. Він досягається значною мірою за рахунок використання стратегії транскордонної оптимізації залучення позикового капіталу.

**Другий розділ – «Формування глобальної корпоративної структури капіталу як передумова використання ефекту фінансового левериджу»** – присвячений дослідженню чинників глобальної корпоративної структури капіталу, зокрема податкового чинника як ключової детермінанти транскордонного фінансового левериджу, а також обґрунтуванню впливу валютних ризиків.

Аналіз сучасної літератури дозволив виокремити дві великі групи чинників глобальної корпоративної структури капіталу: специфічні для компанії та специфічні для країни. Деякі чинники можуть розглядатися на рівні як країни, так і корпорації (табл. 1).

У дисертації чинники глобальної корпоративної структури капіталу класифіковано за критерієм походження впливу (чинники попиту на фінансові ресурси, чинники пропозиції та чинники подвійного походження). Важливість та значущість даного критерію аргументовано принциповими відмінностями економічного змісту мотивації, що виникає під впливом попиту та пропозиції. У першому випадку структура капіталу визначається фінансовими рішеннями самої корпорації, яка формує попит на ресурси. Попит по суті – це результат реалізації певної політики компанії, а сама структура капіталу є інтернальною з позицій корпорації. Мотивація, яка формується під впливом пропозиції, є екстернальною щодо корпорації. Політика структури капіталу є реакцією на зміну зовнішніх умов – пропозиції ресурсів. Чинники попиту значно переважають чинники пропозиції як у кількісному плані, так і щодо сили свого впливу.

Показано, що більшість із цих чинників впливають на структуру капіталу як материнських компаній ТНК, так і їхніх філій, а також місце-

Таблиця 1

## Вплив окремих чинників на рівень використання позикових коштів

Чинник	Напря́м впливу	
	Прямий	Обернений
<b>ЧИННИКИ РІВНЯ КОРПОРАЦІЇ</b>		
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 (сигнали ринку)		П
Ієрархічний порядок залучення ресурсів	П	
Рівень ліквідаційних витрат		П
Рівень інтернаціоналізації корпорації	П	
Рівень переоціненості акцій на ринку		П
Рівень недооціненості акцій на ринку	П	
Загрози захоплення та ворожих поглинань	П	
<b>ЧИННИКИ РІВНЯ КРАЇНИ</b>		
Рівень розвитку законодавства у сфері банкрутства	П / ПР	
Джерело права – римське	П / ПР	
Джерело права – загальне		П / ПР

Чинник	Напря́м впливу	
	Прямий	Обернений
Рівень розвитку стандартів обліку	П	
Рівень захисту прав кредиторів	П / ПР	
Вимоги щодо розкриття інформації	ПР	
Рівень розвитку правового поля	П / ПР	
Існування «правил слабкої капіталізації»		П
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	
<b>ЧИННИКИ РІВНЯ КРАЇНИ ТА КОРПОРАЦІЇ</b>		
Валютний ризик		П / ПР
Поведінкові чинники:		
Стать керівного складу корпорації – чол.	П	
Стать керівного складу корпорації – жін.		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
Ризик рейдерського захоплення та / чи ворожого поглинання	П	

Примітки:

1. Джерело: 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.
4. «+» – прямий напрям впливу, «-» – обернений напрям впливу.

вих корпорацій. Однак окремі з них (валютний ризик і рівень інтернаціоналізації, а також ступінь політичного ризику, матеріальний характер активів та комплекс поведінкових чинників) є специфічними для ТНК та їхніх філій і значно менше впливають (чи взагалі не впливають) на місцеві корпорації.

Аргументовано, що ключовою детермінантою структури капіталу ТНК є податковий чинник. Транснаціональні корпорації мають унікальні можливості акумулювати та перерозподіляти фінансові ресурси на глобальному рівні, а податкові та митні міркування є в цьому контексті надзвичайно важливими. Зважаючи на ефект «податкового щита», ТНК схильні фінансувати філії в країнах із жорстким податковим режимом за рахунок надання переваги борговим паперам порівняно з акціями. Це дозволяє максимально ефективно використовувати «податковий щит», який у випадку ТНК часто дає значно відчутніший ефект, ніж у випадку з місцевими компаніями. Міжнародний ефект «податкового щита» досягається ТНК завдяки стратегії транскордонної оптимізації залучення позикових коштів.

Автор наголошує, що важливим чинником формування глобальної корпоративної структури капіталу є «правила слабкої капіталізації». Вони існують фактично в усіх країнах та обмежують частку позикових коштів у структурі капіталу. Такі вимоги здебільшого різні для місцевих корпорацій та для ТНК. За законодавством України відсотки за фінансовим кредитом також відносять до витрат, а тому підприємства можуть використовувати ефект «податкового щита», хоча ставка податку на прибуток є незначною – 18 %. Стаття 140 Податкового кодексу України передбачає умови сплати відсотків пов'язаним сторонам – нерезидентам, що є особливо актуальним для ТНК та їхніх філій. У цьому контексті слід зазначити два ключові моменти. По-перше, кількісне обмеження співвідношення між позиковим і власним капіталом в Україні становить 10:1 для фінансових установ та компаній, що займаються виключно лізинговою діяльністю, та 3,5:1 для всіх інших компаній. По-друге, під позиковим мається на увазі лише капітал, наданий пов'язаними сторонами – нерезидентами.

Існування валютних ризиків є однією з ключових відмінностей міжнародного інвестування від інвестування на місцевих ринках. Саме ця обставина й визначає інвестиційну політику міжнародних портфельних інвесторів, впливаючи на структуру капіталу ТНК. Річ у тім, що в умовах існування валютного ризику радикально змінюється структура загального ризику окремих цінних паперів та інвестиційних портфелів. За відсутності валютного ризику боргові цінні папери є безризиковими. Акції ж є ризиковими цінними паперами: постійно змінюється їхня ціна, а виплата дивідендів є необов'язковою. Валютний ризик стосується як акцій, так і боргових паперів. Його наявність спричинює те, що боргові папери також стають ризиковими. При цьому для боргових паперів валютний ризик становить переважну частину загального ризику, тоді як для акцій – значно меншу, але все ж значну, частину. Це означає, що для міжнародного інвестора в умовах існування валютних ризиків інвестування в боргові

папери стає менш привабливим порівняно з інвестуванням на місцевих ринках за відсутності ризиків. Розглянутий чинник є значущим у системі чинників структури капіталу ТНК, але не місцевих фірм. Щодо ТНК, то така мотивація стосується переважно міноритарних акціонерів та кредиторів.

**У розділі 3 – «Кластерний аналіз транскордонного фінансового левериджу сучасних ТНК»** – проведено економетричний аналіз глобальної корпоративної структури капіталу на прикладі ТНК окремих галузей, здійснено їх багатокритеріальну кластеризацію, на основі чого визначено та кількісно ідентифіковано дві усталені моделі транскордонного фінансового левериджу.

Емпірична частина дослідження базується на тестуванні такої ключової гіпотези. У різних ТНК існують відмінності у глобальній корпоративній структурі капіталу та рівні транскордонного фінансового левериджу, що призводить до формування усталених моделей їх взаємовпливу. Емпіричне підтвердження цієї гіпотези здійснено на основі багатокритеріального кластерного аналізу. Статистичний масив охопив річні дані ТНК із рейтингу ЮНКТАД ТОП-100 найбільших нефінансових ТНК світу за період від 2000 по 2014 рік. Корпорації даного рейтингу представляють 24 галузі, однак у деяких галузях – лише одна, дві або три компанії. Корпорації цих галузей були виключені з аналізу, оскільки така мала їхня кількість може зумовити ненадійність відповідних висновків та узагальнень. 3-поміж тих 73-х корпорацій, що залишилися, ще п'ять були виключені з аналізу через відсутність окремих даних, що не дало змогу залучити їх до кластеризації – використований метод k-середніх передбачає наявність усіх даних за елементами, що кластеризуються. У підсумку вибірка скоротилася до 68 ТНК із дев'ять галузей.

У роботі на основі кореляційного аналізу виявлено силу зв'язку між показниками структури капіталу та результативними змінними, яку використано як підтвердження ефекту фінансового левериджу. Серед показників структури капіталу автором розраховано коефіцієнт заборгованості (DR), коефіцієнт довготермінової заборгованості (LTDR), коефіцієнт короткотермінової заборгованості (SHTDR) та модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості (MODIF). В якості результативних характеристик ефекту фінансового левериджу ми використовували дохідність активів (ROA), дохідність акціонерного капіталу (ROE), чистий прибуток (NI) та ринкову вартість акцій (Price). Аналіз сильних значущих кореляцій дає можливість ідентифікувати окремі пари показників, у рамках яких значний ефект транскордонного фінансового левериджу спостерігається найчастіше. Це пара «DR – ROE» (20,5 % сильних значущих кореляцій від усіх ТНК в галузі), пара «LTDR – ROE» (15,1 %), пара «DR – NI» (13,7 %) та пара «LTDR – NI» (12,3 %).

Структура капіталу досліджуваних ТНК має оптимальний рівень: вона досягла його та впродовж досліджуваного періоду перебувала в такому стані. За загальною логікою збільшення коефіцієнта заборгованості має призводити до зростання прибутку, а відповідно й окремих показників, які

використовують його в якості однієї із змінних, таких як ROE та ROI. Очевидно, що такий ефект не може тривати постійно – за досягнення певного рівня вплив може стати негативним. Цей рівень і є оптимальним з погляду ефекту фінансового левериджу.

Проведений аналіз свідчить про існування такого рівня. Підтвердженням цього є чотири аспекти. Перший – статистично обґрунтований обернений ефект фінансового левериджу. Другий – сталість самого коефіцієнта заборгованості. Третій – значно більша варіація короткотермінових коефіцієнтів порівняно із загальним та довготерміновим. Ще одним доказом існування оптимуму можна вважати низькі значення незначної кількості позитивних кореляцій.

Виконання багатокритеріальної кластеризації досліджуваного масиву автор здійснює методом k-середніх. Критеріями кластеризації обрано значення коефіцієнта заборгованості, а також ефект фінансового левериджу в рамках впливу коефіцієнта заборгованості на ROI та коефіцієнта короткотермінової заборгованості на ринкову вартість акції. Кількісне визначення ефекту фінансового левериджу проведено на основі парних регресійних моделей лінійного вигляду:

$$ROI_{MNEi} = FL_{ROI}^{DR} DR_{MNEi} + b_{intercept}, \quad (1)$$

$$Price_{MNEi} = FL_{Price}^{SHTDR} SHTDR_{MNEi} + b_{intercept}, \quad (2)$$

де  $ROI_{MNEi}$  та  $Price_{MNEi}$  – залежні змінні, що характеризують фінансовий результат ТНК,  $FL_{ROI}^{DR}$  та  $FL_{Price}^{SHTDR}$  – коефіцієнти регресійних моделей, які показують прямий та непрямий ефект фінансового левериджу відповідно,  $DR_{MNEi}$  – коефіцієнт заборгованості  $i$ -ї ТНК,  $SHTDR_{MNEi}$  – коефіцієнт короткотермінової заборгованості  $i$ -ї ТНК,  $b_{intercept}$  – вільний член моделі.

Отримані в роботі результати кластеризації наведені в табл. 2. Із урахуванням того, що два з шести кластерів мають у своєму складі лише по одній ТНК, а також суттєву близькість між кластерами 1 та 6 за Евклідовою відстанню, можемо виділити три групи ТНК, котрі мають доволі схожі характеристики структури капіталу та фінансового левериджу. Це дає підстави говорити про існування трьох 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 ТНК, що описуються цією моделлю. В її рамках можна чітко виділити дві субмоделі: модель значного негативного ефекту фінансового левериджу та модель помірною негативного ефекту фінансового левериджу – відповідно перший та шостий кластери (табл. 2).

Таблиця 2

### Окремі статистичні характеристики кластерів

Показник / галузь	Кластер					
	1	2	3	4	5	6
Середня – DR	24,31	15,27	31,33	61,64	54,12	31,60
Середня – FL <sup>DR</sup>	-0,62423	-0,40427	-1,98174	-0,01781	-0,90655	-0,1981
Середня – FL <sup>SHTDR</sup>	-3,97717	-64820	188,388	1,72146	3,26676	-0,7327
<b>Кількість ТНК</b>						
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
<b>Разом</b>	13	1	1	27	3	23

Примітки:

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

Ідентифікаторами першої субмоделі є найнижчий 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 рівнем використання позикових коштів – у середньому 31,6 %, а також помірним негативним прямим (-0,20) та

непрямим (-0,73) фінансовим леве́риджом.

Друга модель – модель найбільшого прямого транскордонного фінансового леве́риджу – представлена лише трьома корпораціями різних галузей, що не дозволяє розглядати її як усталену, надійну й типову.

Третя модель – модель найбільшої глобальної заборгованості – передбачає використання максимального обсягу позикових коштів – у середньому 61,64 %, а також демонструє помірний позитивний ефект непрямого фінансового леве́риджу – 1,72. Негативний ефект прямого фінансового леве́риджу є мінімальним, а його кількісне значення (-0,02) дозволяє припустити, що на практиці він майже відсутній.

## 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 леве́риджу. 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 леве́ридж 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 леве́риджу 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 ІТНК 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 дохідності 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 дохідність 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 ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

### *Статті у наукових фахових виданнях*

1. 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. I.

– С. 150 – 160. (0,90 д.а.)

2. 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. (1,11 д.а.)

3. 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<sup>9</sup>. Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2015. – Ч. I. – С. 141 – 155. (1,07 д.а.)

4. 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. (0,99 д.а.)

5. 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. (1,09 д.а.)

6. 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. (1,11 д.а.)

*Статті у виданнях іноземних держав*

7. 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. (0,46 д.а.)

8. 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. *Особистий внесок: обґрунтування впливу чинника валютного ризику на схильність до інвестування в акції (0,38 д.а.).*

9. 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. *Особистий внесок: класифікація чинників структури капіталу (0,5 д.а.).*

*Тези наукових доповідей*

10. 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 II науково-практичного круглого столу, 22 жовтня 2015 року, м. Київ. – Київ : Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2015. – С. 72 – 73. (0,20 д.а.)

11. 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. (0,22 д.а.)

12. 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. (0,18 д.а.)

13. 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. (0,18 д.а.)

14. 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. (0,14 д.а.)

15. 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. (0,19 д.а.)

16. 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. (0,21 д.а.)

17. 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. (0,14 д.а.)

18. 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. (0,12 д.а.)

19. 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. (0,14 д.а.)

### АНОТАЦІЯ

**Заліско О. І. Вплив глобальної корпоративної структури капіталу на фінансовий леверидж сучасних ТНК. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук зі спеціальності 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини. – Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка Міністерства освіти і науки України, Київ, 2016.

У дисертації досліджено джерела фінансування ТНК. Проведено порівняльний аналіз наявних теорій корпоративної структури капіталу, здійснено їх класифікацію. Визначено економічний зміст терміну «глобальна корпоративна структура капіталу». Розглянуто ключові напрями транскордонного фінансового левериджу.

Проаналізовано основні чинники глобальної корпоративної структури капіталу. Аргументовано вирішальне значення податкового фактора як ключової детермінанти глобальної корпоративної структури капіталу ТНК. Розглянуто стратегію транскордонної оптимізації залучення позикових коштів сучасними ТНК. Обґрунтовано новий чинник впливу на глобальну корпоративну структуру капіталу – схильність до інвестування в акції під впливом валютних ризиків.

Проведено багатокритеріальний кластерний аналіз вибірки з 68 ТНК дев'яти галузей за даними періоду від 2000 по 2014 рік, що дозволило здійснити економетричну ідентифікацію двох усталених моделей транскордонного фінансового левериджу. Проведено кореляційний аналіз показників структури капіталу та результатів господарської діяльності ТНК, на основі чого встановлено найбільш значущі напрями транскордонного фінансового левериджу.

*Ключові слова: власний капітал ТНК, залучений капітал ТНК, глобальна корпоративна структура капіталу, транскордонний фінансовий леверидж, чинники глобальної корпоративної структури капіталу, схильність до інвестування в акції, модель транскордонного фінансового левериджу, кластерний аналіз.*

### АННОТАЦИЯ

**Залиско О. И. Влияние глобальной корпоративной структуры капитала на финансовый леверидж современных ТНК. – Рукопись.**

Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02 – мировое хозяйство и международные экономические отношения. – Институт международных отношений Киевского национального университета имени Тараса Шевченко

Министерства образования и науки Украины, Киев, 2016.

В диссертации исследованы источники финансирования ТНК. Проведен сравнительный анализ существующих теорий структуры капитала, проведена их классификация. Определено экономическое содержание термина «глобальная корпоративная структура капитала». Рассмотрены ключевые направления трансграничного финансового левириджа.

Проанализированы основные факторы глобальной корпоративной структуры капитала. Аргументировано решающее значение налогового фактора как ключевой детерминанты глобальной корпоративной структуры капитала ТНК. Рассмотрена стратегия трансграничной оптимизации привлечения заёмных средств современными ТНК. Обоснован новый фактор влияния на глобальную корпоративную структуру капитала – склонность к инвестированию в акции под влиянием валютных рисков.

Проведен многокритериальный кластерный анализ выборки из 68 ТНК девяти отраслей по данным периода с 2000 по 2014 год, что позволило провести эконометрическую идентификацию двух устойчивых моделей трансграничного финансового левириджа. Проведен корреляционный анализ показателей структуры капитала и результатов финансово-хозяйственной деятельности ТНК, на основании чего установлены наиболее значимые направления трансграничного финансового левириджа.

*Ключевые слова: собственный капитал ТНК, заёмный капитал ТНК, глобальная корпоративная структура капитала, трансграничный финансовый левиридж, факторы глобальной корпоративной структуры капитала, склонность к инвестированию в акции, модель трансграничного финансового левириджа, кластерный анализ.*

## ABSTRACT

**Zalisko O. I. The Impact of Global Corporate Capital Structure on Modern TNCs Financial Leverage. – Manuscript.**

The Thesis is submitted to meet the requirements for obtaining the Academic Degree of Candidate of Economic Sciences, specialty 08.00.03 – World Economy and International Economic Relations. Institute of International Relations of Taras Shevchenko National University of Kyiv, Ministry of Education and Science of Ukraine, Kyiv, 2016.

Sources of TNCs' financing are explored. The comparative analysis of existing theories of corporate capital structure is done, their classification is carried out. The economic sense of the term «global corporate capital structure» is also defined. It is being formed on the level of global financial sector and is heavily influenced by the process of TNCs being transformed into global corporations. The global corporate capital structure formation occurs not only in host countries' markets, but in international markets as well as in corporate internal capital markets.

The critical assessment of different approaches to defining the term «financial leverage» is given. It is not quite accurate to associate financial leverage solely with debt or indebtedness. It must be related to the economic effect that arises from

using debt with fixed interest in corporate capital structure. This effect implies that some of the corporate effectiveness ratios are bound to fluctuate more compared to those of a corporation which has no debt financing. Key directions of cross-border financial leverage are considered.

It is reasonable to carry out the analysis of TNC's short-term debt considering the level of current liquidity. The modified short-term debt ratio should be appropriately calculated as a product of the relation of short-term debt to total assets and the relation of the industry average current liquidity ratio to corporation current liquidity ratio.

Core factors of TNC global capital structure are analyzed. They are country-specific factors, firm-specific factors and factors of combined influence. These factors are classified into demand and supply factors as well as factors of joint origin. Most factors affect the capital structure of either parent companies or their affiliates as well as of domestic corporations. However, some of them are specific for multinational corporations and to much lesser extent for domestic firms. Exchange rate risk, level of internationalization, political risk, tangibility of assets and a set of behavioral factors are among them.

The key significance of tax factor as a main determinant of global corporate capital structure is justified. The cross-border TNCs' debt-shifting strategy is considered. The new factor affecting the global capital structure is found. This is the equity investing bias that arises from the existence of exchange rate risks in international investing. It is typical for the global corporate capital structure and hardly affects the capital structures of domestic corporations. The influence of regulatory requirements on capital structure of parents and their affiliates is considered. Thin capitalization rules bring about that TNCs not only change their capital structure in favor of equity but also substitute some part of internal debt by external.

The multi-criterion analysis of the 68 TNCs in 9 industries dataset covering the period between 2000 and 2014 is carried out leading to econometric identification of two sustainable models of cross-border financial leverage: the model of negative financial leverage (includes two submodels: the model of substantial negative financial leverage and the model of moderate negative financial leverage) and the model of the highest global indebtedness. The correlation analysis of corporate capital structure ratios and TNCs' financial efficiency ratios is performed which allows determining the most influential directions of cross-border financial leverage. It can be observed between debt ratio and ROA and between short-term debt ratio and equities' market price.

*Key Words: TNC's equity capital, TNC's debt capital, global corporate capital structure, cross-border financial leverage, factors of global corporate capital structure, equity investing bias, cross-border financial leverage model, k-means clustering method.*