

УДК 339.72.015:339.92

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ІДЕНТИФІКАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ТНК

Заліско О. І.

Аспірантка кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор С. А. Циганов.

Анотація. Досліджено економічний зміст структури капіталу ТНК, підходи до класифікації джерел фінансування. Виявлено їх основні види та проведено багатокритеріальну класифікацію. Поряд із існуючими п'ятьма критеріями – традиційним підходом, модифікованим традиційним підходом, бухгалтерським підходом, за терміном, за типом інвестора та/або посередника та за характером відношення до внутрішньої мережі ТНК – розроблено новий критерій класифікації корпоративних джерел фінансування – за здатністю змінювати структуру пасивів корпорації. За цим критерієм їх можна поділити на статичні, які не впливають на структуру капіталу, та динамічні, котрі здатні її змінювати. У контексті міжнародної діяльності ТНК наголошено на важливості класифікації джерел фінансування на внутрішні та зовнішні, що зумовлено наявністю у міжнародних корпорацій по всьому світу розгалуженої мережі філій та відділень, які здатні акумулювати та перерозподіляти величезні обсяги фінансових ресурсів. Визначено, що переважна більшість сучасних теоретичних та емпіричних досліджень структури капіталу ТНК базуються на традиційному або модифікованому традиційному підході до класифікації джерел фінансування, відповідно до якого вони поділяються на власні кошти та позикові. Удосконалено підхід щодо визначення терміну «корпоративна структура капіталу» – наведено його авторське визначення.

Ключові слова: структура капіталу ТНК, джерела фінансування ТНК, статичні джерела корпоративного фінансування, динамічні джерела фінансування корпорацій, власні кошти, залучені кошти, фінансовий леверидж.

Постановка проблеми в загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Формування структури капіталу корпорацій є надзвичайно важливим завданням фінансового менеджменту в сучасних умовах. Функціонування бізнесу в умовах обмеженості ресурсів зумовлює необхідність їх постійної оптимізації та раціонального використання. Правильне бюджетування сприяє досягненню корпораціями їх стратегічних та фінансових цілей, формуванню ефективної конкурентної політики, їх подальшому розвитку та зростанню. Виважена та обґрунтована політика залучення коштів визначає й можливості їх використання, що, у свою чергу, впливає на формування системи фінансово-господарських результатів. Структура капіталу є особливо актуальним питанням для ТНК, котрі мають розгалужену систему філій та відділень по всьому світу, які діють в умовах різних нормативних та регуляторних полів, мають різні умови залучення та використання коштів. У таких умовах проблематика структури капіталу є надзвичайно важливою, оскільки повинна враховувати як власне загальнокорпоративні цілі та задачі, так і завдання та інтереси окремих підрозділів.

Аналіз останніх досліджень та публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор. Сучасна наукова література має доволі значний доробок у частині дослідження корпоративної структури капіталу. Слід насамперед зазначити, що теорія структури капіталу як така є нобелівською теорією. Її співавтори є лауреатами Нобелівської премії в галузі економіки: Франко Модильяні – 1985 року, а Мертон Міллер – 1990 року. У своїй спільній роботі 1958 року [17], а також деяких інших – більш пізніх дослідженнях – вони запропонували ряд теорем щодо структури капіталу, зробивши головний висновок: на досконалих ринках структура капіталу не має вирішального значення з огляду на ринкову вартість корпорацій. Недосконалість же ринків, зокрема система оподаткування, спричинюють до іншого тлумачення структури капіталу – боргове фінансування вважається в цілому більш прийнятним [17; 16]. Цей підхід, однак, швидше претендує на статус гіпотези, оскільки не є теоретично доведеним, має ряд обмежень з погляду практичного застосування та не має безальтернативних переваг, порівняно з іншими концепціями. Наразі існує ряд учених, які займаються дослідженням цієї проблематики. У цьому контексті відзначимо роботи Роберта Грінфілда, Морі Ренделла та Джона Вудса [12], Віктора Гонзалеза [11].

Інші напрями теоретичного вивчення структури капіталу представлені роботами таких відомих науковців, як Д. Дюран [10] – теорія чистого операційного прибутку й теорія чистого прибутку, Джей Фред Уестон та Езра Соломон [22] – традиційний підхід, Майкл Дженсен та Уільям Меклінг [13] – теорія агентських витрат. У цілому ж слід зазначити, що існує 9 напрямів розвитку теорій корпоративної структури капіталу. Окрім вищеназваних, до них також відносять теорію ієрархій, компромісну теорію, теорію корпоративного контролю та сигнальну теорію.

Мусимо, однак, визнати, що існуючі теорії не є спеціально розробленими для ТНК, а розглядають транснаціональні корпорації як звичайні корпоративні структури та, з огляду на це, є універсальними у застосуванні. У цілому в частині аналізу фінансового левериджу та структури капіталу теорія фінансового менеджменту не виділяє якогось специфічного підходу для ТНК. Особливості ж та специфіка аналізу ТНК полягає насамперед в емпіричному тестуванні теорії, виявленні практичних відмінностей між ТНК та національними корпораціями, а також визначенні регіональної специфіки формування та розвитку структури капіталу.

Щодо вітчизняних науковців, то слід, на нашу думку, відзначити доробок у цій сфері О. І. Рогача [7], В. Г. Андрійчука і С. А. Галузинського [1], Деркач І. О. [3], Л. П. Бондаренко [2] та інших.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, яким присвячена стаття. Однак, попри наявність достатньої кількості наукових публікацій у цій сфері, є деякі питання, що наразі лишаються висвітленими недостатньо. Приміром, немає єдиного підходу щодо класифікації джерел фінансування корпорацій, натомість зустрічаються різні бачення цього питання, а глибока класифікація, яка є конче необхідною в таких ситуаціях, не проводилася. Надзвичайно мало досліджень у вітчизняній літературі присвячені емпіричному тестуванню структури капіталу ТНК, у тому числі й тих, які мають філії в Україні. Також мало дослідженими лишаються й, власне, теорії структури капіталу – у багатьох джерелах їх взагалі виділяють не більше трьох або чотирьох.

Формулювання цілей статті. Усуненню одного з вищеназваних недоліків і присвячена наша стаття. Її головною метою є виявлення існуючих підходів до ідентифікації структури капіталу ТНК для проведення їх узагальнення, визначення переваг та недоліків, а також проведення на цій основі багатокритеріальної класифікації джерел фінансування корпорацій.

Виклад основного матеріалу дослідження. Аналіз існуючої літератури із даної проблематики дозволяє зробити висновок, що існує декілька підходів щодо тлумачення корпоративної структури капіталу, кожен з яких має відповідні аргументи та пояснення (рис. 1). Однак, специфікою застосування цих підходів є те, що часто вони можуть використовуватися в рамках одного дослідження, оскільки вони або доповнюють один одного, або просто базуються на різних критеріях класифікації пасивів компаній, принаймні, не протирічають один одному. Так, згідно найбільш поширеного підходу, під структурою капіталу розуміється співвідношення між власними та залученими коштами. Саме такий підхід став основою для подальшого розвитку теорій структури капіталу, у тому числі й відомої нобелівської теорії Міллера-Модильяні [17]. Такий підхід бачимо, приміром, у Брейлі та Майерса [8, с. 377–379], а також у більшості публікацій західних та вітчизняних науковців¹. Серед найбільш новітніх наукових робіт відзначимо дослідження Роберта Джоліета та Аліне Муллер [14]; Тісса Бюттнера, Міхаеля Овереша, Ульріха Шрайбера та Георга Вамзера [20], а також інших науковців.



Рис. 1. Класифікація джерел фінансування корпорацій.

Джерело: авторська розробка.

¹ Тут ми не будемо наводити багато прикладів прибічників цього підходу, оскільки переважна більшість наукових досліджень у галузі корпоративної структури капіталу передбачає саме таке її тлумачення, а їх автори автоматично стають прихильниками такого бачення.

У рамках аналогічної концепції іноді під структурою капіталу розглядають лише співвідношення між довготерміновими джерелами фінансування, виключаючи короткотермінові ресурси. Такої позиції дотримуються, приміром, Ван Хорн та Вачовіц [21, с. 452]. За їхнім підходом, структура капіталу визначається співвідношенням між довготерміновими джерелами фінансування фірми, такими як борговий капітал, привілейовані акції та звичайні акції. Тут короткотермінові джерела фінансування просто ігноруються, зважаючи на їх у цілому незначну частку в пасивах корпорацій. Аналогічний підхід бачимо також у Росса, Вестерфілда та Джеффі [18, с. 338-356].

Третій підхід передбачає аналіз джерел фінансування корпорацій із позицій відношення до внутрішньофірмової мережі. Такий підхід базується на припущенні про наявність розгалуженої мережі структурних підрозділів корпорацій, які здатні акумулювати доволі значні ресурси, щоби можна було говорити про можливість фінансування діяльності компанії на достатньому рівні. Саме цей підхід, на наш погляд, є найбільш наближеним до умов міжнародної діяльності ТНК, головною ознакою яких і є наявність у всьому світі мережі філій, створених на основі ПШ. Визначальною рисою ТНК є здатність, на відміну від національних фірм, пересувати гроші та прибутки між філіями (а також – між країнами) за допомогою трансферних механізмів [7, с. 200]. Використання трансферних механізмів дозволяє їм акумулювати активи у певних країнах, часто – забезпечуючи потреби у фінансуванні філії в цій країні. За цим підходом, джерела фінансування ТНК включають внутрішні та зовнішні. На думку О. І. Рогача, у найбільш загальному вигляді джерела фінансування філій ТНК включають фонди, що генеровані із внутрішніх джерел самих іноземних філій; фонди із джерел корпоративної системи ТНК; фонди із зовнішніх по відношенню до корпоративної системи ТНК джерел [5, с. 91]. Тут, перші два джерела є, фактично, внутрішніми, а останнє – зовнішнім. Серед відомих західних учених прибічниками такого підходу є, приміром, Дональд Лессар [15], Девід Рутенберг [19] та ін.

У продовження ідеї про те, що різні підходи не протирічать один одному, зазначимо, що, приміром, у Брейлі та Майерса 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 відношення до внутрішньофірмової мережі (табл. 1).

Таблиця 1.
Джерела та напрями використанні 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	89.1	80.4	86.6
Інвестиції в чистий робочий капіталі та інші	12.5	12.7	16.8	22.4	12.4	19	10.9	19.6	13.4
Сукупні інвестиції	100	100	100	100	100	100	100	100	100
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	-30.6	-12.9	-14.3
Чисте зростання заборгованості	4.8	6.1	19.3	28.8	10.7	30.3	45	40.8	37.6

Джерело: [8, с. 378]. Усі показники таблиці – у відсотках, окрім сукупних інвестицій, дані за якими наведені в \$.

Із табл. 1 видно, 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 році². Решту інвестиційних витрат необхідно покривати за рахунок зовнішніх коштів шляхом випуску додаткових акцій або запозичень³.

Надзвичайно цікавим та важливим методологічним аспектом у рамках цього підходу є те, що чистий випуск нових акцій розглядається не як внутрішнє джерело фінансування. У цьому, на наш погляд, є важлива та обґрунтована логіка. Вона полягає в тім, що кошти існуючих акціонерів вважаються внутрішнім джерелом фінансування. У табл. 1 вони відображаються у стрічці «Внутрішньо генеровані кошти». Ці кошти, є, фактично, реінвестованим 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. 1 це джерело наводиться у стрічці «Чиста емісія акцій», яка разом із чистим зростанням заборгованості відноситься до зовнішніх джерел – джерел покриття фінансового дефіциту.

Таке комплексне бачення структури капіталу підводить нас до виокремлення ще одного підходу щодо її тлумачення – суто бухгалтерського. За цим підходом, джерела фінансування корпорацій розподіляють на внутрішні кошти, випуск нових акцій та залучення додаткового позикового капіталу. Приміром, у Рогача такий підхід у дещо видозміненому вигляді передбачає внутрішнє фінансування за рахунок власного капіталу, реінвестованих прибутків та внутрішньокорпоративних трансферів [6, с. 23].

За цим підходом, на нашу думку, внутрішні кошти загальнокорпоративної мережі є, у певному розумінні, статичним джерелом фінансування – воно, фактично, не змінює своїх параметрів. Кошти існуючих акціонерів вже вкладені та є свого роду константою, а змінюватися можуть лише внаслідок зміни поточної ринкової вартості акцій та інших паперів корпорації. Ці фонди, однак, призводять (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 щодо тлумачення корпоративної структури капіталу передбачає розподіл джерел фінансування на короткотермінові та довготермінові⁴. Такий підхід має важливе значення з погляду вартості залучення фінансування, оскільки за інших рівних умов короткотермінові ресурси є більш дешевими, порівняно із довготерміновими. Це визначатиме головні напрями фінансового менеджменту корпорацій, що орієнтуються насамперед на вартість капіталу. До основних джерел короткотермінового фінансування ТНК, приміром, О. І. Рогач відносить внутрішньокорпоративні кредити – прямі кредити, кредити бек-ту-бек, паралельні кредити; закордонне банківське та небанківське запозичення в місцевій валюті – банківські термінові позики, кредитні лінії, револьверні кре-

² Тут слід звернути увагу, що для корпоративного сектору США характерною є тенденція до скорочення частки внутрішніх коштів у структурі капіталу. Із табл. 1 чітко бачимо, що з 1992 по 2000 рік цей показник у цілому скоротився із 90% до 76,7%.

³ Від'ємні значення чистої емісії акцій означають, що вартісний обсяг акцій, викуплених у інвесторів, перевищував аналогічний показник для проданих новим інвесторам акцій.

⁴ Іноді в рамках такого підходу виділяють ще й середньотермінове фінансування, яке, однак, дедалі частіше втрачає своє значення, заважаючи на відсутність важливих бухгалтерських наслідків. У сучасних умовах такий вид фінансування майже не виокремлюється.

дитні угоди, банківські овердрафти; фінансування з використанням євровалютних інструментів – євроноти, єврокомерційні папери [5]. Головними джерелами довготермінового фінансування ТНК є випуск акцій, емісія довготермінових облігацій, залучення довготермінових кредитів, фінансування на основі лізингових угод.

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, Корбетт та Дженкінсон [9]. 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 в США та Британії – ринкове⁵. Сутність банківських джерел фінансування зрозуміла – сюди відносяться будь-які ресурси, що надаються банками в якості або інвесторів, або посередників (переважно). Ринкові джерела фінансування включають ті, які формуються поза банківською системою на фондовому ринку. У цьому сенсі хотілося б відзначити певний лінгвістичний нюанс. Термін «ринкові» джерела може наводити на думку про існування також «неринкових» джерел, що зумовлено, на нашу думку, суто мовними особливостями цих термінів. З огляду на це, більш доцільно було б вживати терміни «банківське» та «небанківське» фінансування або впровадити інші терміни. У такому разі подібного мовного дисонансу не було би. Але, оскільки в літературі ці терміни вживаються, ми також їх вживатимемо, маючи, однак, на увазі вищезазначене.

Ще один критерій класифікації зустрічаємо у Л. П. Бондаренко. Відзначаючи, що все ж класифікація корпоративних джерел фінансування на основі традиційного критерію є визначальною, вона стверджує, що капітал доцільно структурувати за його компонентами – це інтегрує капітал різних видів економічної діяльності [2, с. 6]. На її думку, промислово-фінансові групи поєднують не лише промисловий і фінансовий капітал, а також сільськогосподарський, торговельний, науково-дослідницький, сервісний та медіа капітал. Автор заключає, що, 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 [2, 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, то можна припустити, що й залучення таких типів ресурсів відбуватиметься відповідно до специфіки тих чи інших сфер (видів діяльності). Усе ж його доцільно включити до нашої комплексної класифікації, маючи, однак, на увазі, що компонентів капіталу може бути й більше, що залежатиме від особливостей класифікації видів діяльності.

Цікавий підхід до структури капіталу представлений у дисертації В. Б. Кочкодана. Він у цілому підтримує традиційний підхід, але дає оригінальне визначення самій структурі капіталу як синтезу фінансового менеджменту та економічного ресурсу, що забезпечує досягнення основної мети управління капіталом підприємства, яка полягає у формуванні його оптимальної структури [4, с. 4]. Оптимальну ж структуру капіталу, з позицій фінансового менеджменту, він розглядає як співвідношення використання власних і позичкових

⁵ Масив емпіричних даних – з 1970 по 1994 рік.

коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності і 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 роботі також визначається поняття «цільова структура капіталу» – таке співвідношення власного і позичкового капіталу, яке фіксується при прийнятті інвестиційних та фінансових рішень. Така структура є динамічною, оскільки має ознаки рефлексивності, тобто можливості зміни в часі як реакції на зміну умов виробництва і реалізації продукції [4, с. 5].

Аналізуючи та критично оцінюючи наведені джерела фінансування та їх різні класифікації, слід, на нашу думку, відзначити кілька важливих моментів. По-перше, традиційний підхід, а також його модифікація з урахуванням лише довготермінових джерел позикового фінансування, є найбільш важливим з 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 Міллера-Модильяні. Його змістовне наповнення повною мірою відображає характер ризиків, які містять в собі ті чи інші джерела фінансування, однак, не враховує безпосередньо такий вкрай важливий аспект діяльності ТНК, як багатонаціональну систему філій та відділень, які спроможні акумулювати внутрішні кошти у доволі значних обсягах. Тому цей підхід потребує деяких уточнень та коректив із урахуванням транскордонного характеру діяльності міжнародних корпорацій.

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

По-третє, за характером відношення до внутрішньофірмової мережі – цей підхід відрізняється тим, що якнайкраще відображає здатність ТНК до транскордонного переміщення фінансових ресурсів. Урахування цієї здатності відіграє важливу роль у теоретичних дослідженнях зазначених проблем, оскільки це може суттєво впливати на вартість фінансування. Вона відрізняється для структурних підрозділів ТНК у різних країнах, що дозволяє 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 і власних. Зважаючи на близькість цього підходу до бухгалтерського, можемо стверджувати, що вони повинні обов'язково враховуватися під час досліджень міжнародних операцій ТНК. Більше того, цей 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.

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

нансових 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 винятково 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), у той час як фінансова система ТНК не матиме при цьому жодних зв'язків із зовнішнім середовищем. Для філії ж реципієнта ці кошти будуть формально розглядатися як зовнішні.

Корпоративну ж структуру капіталу в підсумку слід, з нашої точки зору, розглядати як 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 забезпечують таке співвідношення. У цьому контексті важливо ідентифікувати термін «оптимальне» співвідношення. Тут ми маємо на увазі насамперед таке співвідношення, яке забезпечує досягнення корпораціями своїх стратегічних завдань і бізнес цілей, певного рівня інших визначених показників. 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, сама задача оптимізації зводиться до пошуку такого співвідношення, за якого буде максимізована⁶ цільова функція за певних обмежень.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розробок у цьому напрямі. Проведене дослідження дозволяє зробити такі найбільш важливі висновки та узагальнення.

По-перше, 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 забезпечують таке співвідношення. Оптимальне його рівень забезпечує досягнення корпораціями своїх стратегічних завдань і бізнесових цілей, певного рівня інших визначених показників. Математично така оптимізація може передбачати максимізацію або мінімізацію певної функції, приміром, прибутку корпорації, або її ринкової капіталізації, або бізнес ризику компанії.

По-друге, існує декілька підходів щодо тлумачення корпоративної структури капіталу, які, однак, часто переплітаються та можуть бути застосованими одночасно. За найбільш поширеним підходом, під структурою капіталу розуміють співвідношення між власними та залученими коштами. Цей підхід якнайкраще відображає характер ризиків, що лежать в основі різних джерел фінансування. Він домінує в сучасних умовах, на ньому базується переважна більшість теорій корпоративної структури капіталу, зокрема й нобелівська теорія Міллера-Модильяні. За другим підходом, розглядають співвідношення лише між довготерміновими джерелами фінансування. Цей підхід за своїм змістом, фактично, не

⁶ 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.

відрізняється від першого. Третій підхід передбачає аналіз джерел фінансування корпорацій із позицій відношення до внутрішньофірмової мережі – вони можуть бути внутрішніми та зовнішніми. Цей підхід є особливо характерним для ТНК, які мають розгалужену систему філій та відділень. Джерела фінансування корпорацій також поділяють за терміном – на довготермінові та короткотермінові, за типом інвестора та / або посередника – на банківські та ринкові, за компонентами капіталу – промисловий, фінансовий, сільськогосподарський, торговельний, науково-дослідницький, сервісний та медіа капітал. Останній критерій класифікації відрізняється від інших тим, що він базується не на характері джерел залучення коштів, а на напрямках та характері їх використання, а тому, теоретично, можуть існувати й інші види. За бухгалтерським підходом виділяють внутрішні кошти, випуск нових акцій та залучення додаткового позикового капіталу.

По-третє, на нашу думку, слід також розглядати інший – новий – критерій класифікації джерел фінансування корпорацій – залежно від здатності змінювати структуру пасивів. За цим критерієм джерела фінансування можна поділити на статичні та динамічні. Динамічні джерела передбачають залучення нових ресурсів, вони змінюють структуру пасивів корпорації. Статичні джерела включають вже залучені ресурси, які не впливають на структуру капіталу. У фінансовій звітності статичні ресурси відображаються як запаси (лише у балансовому звіті), а динамічні – як потоки (у звіті про потоки грошових коштів). У контексті аналізу міжнародної діяльності ТНК цей критерій слід застосовувати з погляду загальнокорпоративної системи, а не фінансових комплексів окремих структурних підрозділів.

Такий критерій дозволяє, на наш погляд, краще зрозуміти сутність структури капіталу та принципи її формування на теоретичному рівні, а також проводити більш структурований її аналіз на емпіричному. Це зумовлено необхідністю застосовувати різні підходи до аналізу поточкових показників – динамічних джерел – та показників запасів, якими в нашій термінології є показники потоків. Приміром, необхідність оптимізації структури капіталу передбачатиме аналіз та зміну лише динамічних джерел, а історичний аналіз такої структури – лише статичних.

Щодо удосконалення наведених результатів, а також подальших розвідок у цьому напрямі, то слід відзначити два головні напрями. По-перше, додаткового аналізу потребує облікова частина даної проблематики, насамперед принципи міжнародної бухгалтерської звітності, а також національної специфіки, що зумовлює деякі відмінності у відображенні інформації щодо структури капіталу між ТНК та місцевими корпораціями. По-друге, для ТНК, у принципі, актуальним є питання розробки окремих теоретичних підходів щодо структури капіталу, які би базувалися не лише на традиційному її баченні, а, що важливо, на характері відношення джерел фінансування до внутрішньофірмової мережі, оскільки для ТНК важливим є дослідження внутрішніх та зовнішніх джерел.

Список використаної літератури

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. 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.

3. 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.
4. 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.
5. 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.
6. Рогач О. І. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій : підруч. [для студ. вищ. навч. закл.] / Олександр Рогач. – К. : Либідь, 2005. – 720 с.
7. 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.
8. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.
9. 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.
10. 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.
11. 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.
12. 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.
13. 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.
14. Joliet R. Capital Structure Effects of International Expansion / Rober Joliet, Aline Muller // Journal of Multinational Financial Management. – 2013. – Vol. 23, № 5. – P. 375-393.
15. 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.
16. 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.

17. 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.
18. 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.
19. 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.
20. 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.
21. 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.
22. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions / J. Fred Weston // *Southern Economic Journal*. – 1963. – Vol. 30, № 1. – P. 105-112.

THEORETICAL APPROACHES TO MNE CAPITAL STRUCTURE IDENTIFICATION

Zalisko O. I.

Ph.D. Student of the Department of International Finance of the Institute of International Relations of Taras Shevchenko National University of Kyiv.

Scientific Supervisor: Philosophy Doctor, Doctor of Economics, Professor Sergiy A. Tsyganov.

Abstract. *The economic meaning of the MNE capital structure and approaches to funding sources classification have been explored. Their main types and multi-criteria grouping has been carried out. Along with the five existing criteria that include the traditional approach, the modified traditional approach, the accounting approach, the term approach, the investor and/or intermediary type approach and the internal MNE system relation approach the new criterion of corporate financing sources classification has been developed. Depending on their ability to amend corporate liabilities structure financing sources can be classified as static that cannot amend the liabilities structure and dynamic that can alter the liabilities structure. The importance of financing sources classification into internal and external has been emphasized in the course of MNE international activity. This is explained by the existence of the global network of MNE subsidiaries that can accumulate and reallocate huge financial resources. It has also been defined that major contemporary theoretical and empirical studies of MNE capital structure are based on the traditional of modified traditional approach of corporate financing sources classification according to which they are distinguished between shareholders equity and debt. The approach to the term «corporate capital structure» identification has been enhanced; the author's definition has been brought forward.*

Key words: *MNE capital structure, MNE financing sources, static corporate financing sources, dynamic sources of corporate financing, equity financing, debt financing, financial leverage.*

References

1. Andriychuk V. G. Vlasniy ta pozychkoviy kapital pidpryyemstva i kryteriyi yih ratsionalnogo spivvidnoshennya / V. Andriychuk, S. Galuzynskiy // *Ekonomika Ukrainy*. – 1998. – № 6 (439). – S. 15-23.
2. Bondarenko L. P. Planuvannya struktury kapitalu promyslovo-finansovoyh grup: avtoref. dys. na zdobuttya nauk. stupenya kand. ekon. nauk : spets. 08.00.04 «Ekonomika ta upravlinnya pidpryyemstvamy (za vydamy ekonomichnoyi diyalnosti)» / L. P. Bondarenko. – Lviv, 2011. – 29 s.

3. Derkach I. O. Kompleks ekonomiko-matematichnyh vodeley upravlinnya pidpnyemstvom na zasadah konceptsiyi leverydzhu : avtoref. dys. na zdobuttya nauk. stupenya kand. ekon. nauk : spets. 08.03.02 «Ekonomiko-matematichne modelyuvannya» / I. O. Derkach. – Kyiv, 2005. – 23 s.
4. Kochkodan V. B. Syntez mehanizmiv upravlinnya strukturoyu kapitalu pidpnyemstva : avtoref. dys. na zdobuttya nauk. stupenya kand. ekon. nauk : spets. 08.00.04 «Ekonomika ta upravlinnya pidpnyemstvamy (mashinobuduvannya)» / V. B. Kochkodan. – Kyiv, 2008. – 19 s.
5. Rogach O. I. Mizhnarodne korotkostrokovye finansuvannya transnatsionalnoyi firmy / O. I. Rogach // Visnyck Kyivskogo natsionalnogo universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriya : Mizhnarodni vidnosyny. – K. : KNU imeni Tarasa Shevchenka ; VPC «Kyivskiy universytet», 2002. – Vyp. 22. – S. 91-94.
6. Rogach O. I. Mizhnarodni investytsii: teoriya ta praktyka biznesu transnatsionalnykh korporatsiy : pidruch. [dlya stud. vysh. navch. zakl.] / Olexandr Rogach. – K. : Lybid, 2005. – 720 s.
7. Rogach O. I. Osoblyvosti finansovoyi systemy transnatsionalnykh korporatsiy / O. I. Rogach // Visnyck Kyivskogo natsionalnogo universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriya : Mizhnarodni vidnosyny. – K. : KNU imeni Tarasa Shevchenka ; VPC «Kyivskiy universytet», 2002. – Vyp. 23. – S. 200-204.
8. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.
9. 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.
10. 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.
11. 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.
12. 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.
13. 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.
14. Joliet R. Capital Structure Effects of International Expansion / Rober Joliet, Aline Muller // Journal of Multinational Financial Management. – 2013. – Vol. 23, № 5. – P. 375-393.
15. 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.
16. 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.
17. 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.
18. 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.
19. 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.
20. 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.
21. 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.
22. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions / J. Fred Weston // Southern Economic Journal. – 1963. – Vol. 30, № 1. – P. 105-112.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ИДЕНТИФИКАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ТНК

Залиско О. И.

Аспирантка кафедры международных финансов Института международных отношений Киевского национального университета имени Тараса Шевченко.

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор С. А. Цыганов.

Аннотация. *Исследовано экономическое содержание структуры капитала ТНК, подходы к классификации источников финансирования. Определены их основные виды и проведено многокритериальную классификацию. Наряду с пятью существующими критериями – традиционным подходом, модифицированным традиционным подходом, бухгалтерским подходом, по сроку, по типу инвестора/посредника и по характеру отношения к внутрифирменной системе ТНК – разработано новый критерий классификации источников финансирования – на основании способности влиять на структуру пассивов корпорации. Согласно этого критерия источники финансирования можно разделить на статические, не влияющие на структуру капитала, и динамические, которые способны её изменять. В контексте международной деятельности ТНК, акцентировано внимание на важности классификации источников финансирования на внутренние и внешние, что обусловлено наличием у международных корпораций по всему миру разветвлённой сети филиалов и отделений, которые способны аккумулировать и перераспределять колоссальные объёмы финансовых ресурсов. Определено, что подавляющее большинство современных теоретических и эмпирических исследований структуры капитала ТНК базируются на традиционном или модифицированном традиционном подходе к классификации источников финансирования, согласно которого они делятся на собственный капитал и заимствованный. Усовершенствован подход к определению термина «корпоративная структура капитала» – приведено его авторское определение.*

Ключевые слова: *структура капитала ТНК, источники финансирования ТНК, статические источники корпоративного финансирования, динамические источники финансирования корпораций, собственные средства, привлечённые средства, финансовый леверидж.*