

## ~ МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ ~

УДК 339.72:336.64

DOI:10.32680/2409-9260-2023-5-6-306-307-123-128

**ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ СВІТОВИХ ТНК В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ ЗМІН**

**Онiщук К. Е.**, студентка факультету міжнародних відносин, політології та соціології, спеціальності 292 «Міжнародні економічні відносини» Одеського національного університету ім. І.І.Мечникова, м.Одеса, Україна  
e-mail: katya22.on@gmail.com

**Бичкова Н. В.**, кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин, Одеський національний університет ім. І.І.Мечникова, м. Одеса, Україна  
e-mail: katya22.on@gmail.com  
ORCID: 0000-0002-9304-3944

***Анотація.** Стаття присвячена особливостям формування структури капіталу глобальних транснаціональних корпорацій (ТНК) в контексті глобалізаційних змін. Методологія дослідження включала компаративний аналіз існуючої літератури та емпіричних даних для оцінки фінансових аспектів діяльності міжнародних компаній в умовах глобалізації. За результатами дослідження були виявлені фактори, які найбільше впливають на вибір корпораціями джерел фінансування. Серед них можна зазначити ринкові умови, характеристики галузі, регуляторну базу, доступ до ринків капіталу, можливості для транскордонних інвестицій та диверсифікації джерел фінансування. Практичне значення результатів дослідження полягає в тому, що вони надають світовим корпораціям та інвесторам інформацію про вплив окремих фінансових показників на структуру капіталу та шляхи її оптимізації.*

***Ключові слова:** структура капіталу, ТНК, залучений капітал, власний капітал, рентабельність власного капіталу, оптимізація структури капіталу, співвідношення боргу до акціонерного капіталу.*

**FORMATION OF THE CAPITAL STRUCTURE OF WORLD TNCs IN THE CONTEXT OF GLOBALIZATION CHANGES**

**Onishchuk Kateryna**, student of the Odesa National University named after I.I. Mechnikova, Odessa, Ukraine  
e-mail: katya22.on@gmail.com

**Bychkova Nataliia**, Doctor of Economics, Professor of the Department of World Economy and International Economic Relations, Odesa National University named after I.I. Mechnikova, Odessa, Ukraine  
e-mail: af.nika.d.123@gmail.com  
ORCID: 0000-0002-9304-3944

***Abstract.** The article is devoted to the peculiarities of the formation of the capital structure of global transnational corporations (TNCs) in the context of globalization changes. The research methodology included a comparative analysis of existing literature and empirical data to assess the financial aspects of the activities of international companies in the context of globalization. Based on the results of the study, the factors that most influence the choice of financing sources by corporations were identified. These include market conditions, industry characteristics, regulatory framework, and access to capital markets. TNCs consider a mix of equity and debt financial instruments to optimize their capital structure. The study identifies the significance of understanding the impact of globalization on TNCs' access to capital markets and cross-border investments. This article pays special attention to the reasons why the industry in which the TNC operates can significantly influence the choice of financing sources. For a better understanding, 5 different industries - information technology, finance, healthcare, consumer goods and manufacturing - were chosen, and the level of influence of industry factors on the formation of the corporations capital structure was investigated using regression modeling. The practical significance of the research results lies in providing valuable insights to TNCs and investors on the importance of strategic capital structure decisions. By understanding the dynamics of capital structure formation in a globalized context, TNCs can enhance their financial performance, maximize profitability, and minimize risks. Investors can make informed decisions regarding TNCs' financial health and growth prospects based on their capital structure choices. Overall, this research contributes to the existing body of knowledge on the capital structure of TNCs in the era of globalization. It sheds light on the key determinants and implications of capital structure decisions, providing practical guidance for TNCs to navigate the challenges and opportunities presented by globalization.*

***Keywords:** capital structure, TNC, debt capital, equity capital, return on equity capital, capital structure optimization, debt-to-equity ratio.*

**JEL Classification: L230.**

**Постановка задачі.** Формування структури капіталу ТНК в контексті глобалізаційних

змін та доступних ринків капіталу становить значний виклик і потребує ретельного аналізу. Оскільки ТНК працюють поза національними кордонами та перебувають під впливом різноманітних економічних та регулятивних факторів, розуміння динаміки їхніх рішень щодо структури капіталу стає вирішальним. Рішення фірм щодо джерел фінансування має значний вплив на їх кінцеву діяльність, що підкреслює необхідність знаходження балансу між борговими та власними коштами в структурі капіталу.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблему формування структури капіталу досліджувало чимало науковців, істотний вклад у вирішення питання внесли І.Бланк, С.З. Іслам, К. Кіркпатрік, С.Р. Кумар, Ларрі Лі, Ф. Ніксон, Л.В. Петришинець, В.О. Подольська, Д.С. Прасад, Н.Н. Пройда-Носик.

**Відокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Втім, більш детального розгляду потребує такий аспект як значимість індустрії діяльності фірми у питанні вибору її структури капіталу, а також дослідження питання за допомогою регресійного аналізу з урахуванням впливу фінансового левериджу на рентабельність власного капіталу ТНК.

**Мета дослідження.** Мета дослідження полягає у визначенні особливостей формування структури капіталу та чинників, що мають найбільший вплив на вибір джерел фінансування ТНК.

**Основний матеріал.** Зважаючи на можливості, що надає розвиток технологій, та перспективи зростання світової економіки, можна передбачити, що у наступному десятиріччі тенденція до зростання кількості транснаціональних корпорацій (ТНК) буде зберігатись. Для кращого розуміння поняття ТНК доцільно звернутись до напрацювань Д. Кіркпатріка, що пояснює даний термін так: «Фірма, яка здійснює прямі інвестиції в більш ніж одну країну; тобто володіє та/або контролює активи, що приносять дохід у ряді країн і, таким чином, займається міжнародним виробництвом» [1, с.369].

Питання щодо пошуку ефективних шляхів фінансування активів цих корпорацій полягає у встановленні оптимальної структури капіталу. Загалом, від вибору оптимальної стратегії фінансування залежить прибутковість компанії, її темпи зростання та рівень ризику.

Власний та залучений капітал є основними джерелами компанії для фінансування своєї основної діяльності та забезпечення активів. Їх відповідність формує структуру капіталу ТНК та зазвичай виражається як відношення боргового капіталу до власного.

На сьогоднішній день немає єдиного правильного підходу до вибору оптимальної структури капіталу. Так, за визначенням В.О. Подольської та О.В.Яріша, таким можна вважати «співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю підприємства» [2, с.355]. А за визначенням І.Бланка - це таке співвідношення використання власних і залучених джерел, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості, тобто максимізується його ринкова вартість [3, с.324]

Найпоширенішими шляхами залучення боргового фінансування є отримання банківських кредитів та випуск компанією облігацій, окрім цього варто зазначити факторинг, лізинг, а також можливість отримання позик від держави та краудфандингових кампаній. Враховуючи, що залучені кошти є менш ризикованими для інвесторів, які отримують свої доходи у вигляді відсотків з боргу, зазвичай тому їх вартість є меншою за власне фінансування. Окрім того, залучений капітал дозволяє залучати одразу великі обсяги коштів, що особливо актуально в період активного розвитку індустрії та попиту на продукцію ТНК, а чіткі виплати відсотків за кредитом здатні збільшити кредитний рейтинг корпорації, тим самим підвищуючи її привабливість для інших гравців ринку. Проте, відсоткові платежі також зменшують прибуток компанії, а підприємства, що надають перевагу залученому капіталу, знижують свою економічну стабільність, тим самим підвищуючи ризик банкрутства.

Фінансування власним капіталом може здійснюватися за рахунок безпосередньо внесків засновників компанії, або ж випуску звичайних чи привілейованих акцій, та має свої переваги. Так, воно дає змогу покращити фінансову стійкість компанії та зменшити рівень ризику, так як передбачає відсутність витрат на відсотки по боргу та не потребує повернення запозичених грошових коштів. Проте, в свою чергу, слід зважати на те, що власний капітал є обмеженим та, у більшості випадків, дорожчим за борговий, тому, використовуючи лише власний капітал, ТНК знижують свою рентабельність та втрачають додаткові можливості розвитку.

В умовах глобалізації, велика частка компаній змінює свою структуру капіталу

відповідно до географічної диверсифікації філій. Зважаючи на те, що ТНК створюють свої дочірні підприємства у ряді країн, вагомими аспектами, що впливають на рішення щодо структури капіталу, є певні ризики, пов'язані з національною політикою даних країн. Так, на формування структури капіталу може впливати рівень відсоткових ставок або податкове середовище в країнах економічної активності ТНК[4].

Так, наприклад, використовуючи власний капітал для інвестиційної діяльності, для покриття високих ставок податку на прибуток ТНК будуть змушені сплачувати велику частину зароблених коштів, що може стимулювати компанії фінансувати свою діяльність за допомогою боргового капіталу. І навпаки, низькі ставки податку на прибуток дозволяють підприємствам використовувати власний капітал, що, в цілому, може зменшити їх рівень ризикованості та покращити фінансову стабільність. Однак, в сучасних реаліях поширені випадки, коли ТНК використовують податкові лазі та реєструють дочірні компанії у країнах з низькими ставками податку на прибуток, аби зменшити податковий тягар. В таких випадках вибір оптимальної структури капіталу ґрунтується на інших принципах.

Щодо відсоткових ставок, вони можуть впливати на доступність фінансування та при низьких ставках залучення боргового капіталу є більш фінансово вигідним.

Для визначення оптимальної структури капіталу виділяють декілька методів, серед них [5][6]:

1. Максимізація рентабельності. Має на меті вибір такого співвідношення боргу до акціонерного капіталу, при якому можливо досягнути найвищого значення віддачі від капіталу та максимально збільшити прибутковість компанії. Загалом, досягнення ефекту фінансового левериджу передбачає виконання багатьох факторів, серед яких аналіз вартості капіталу, управління ризиком, оцінка прибутку від інвестицій, забезпечення фінансової стабільності та врахування регуляторних і ринкових факторів.

2. Мінімізація ризиків. Важливо знайти такий баланс між залученим та власним фінансуванням, щоб ризик від зростання обсягів боргу у загальній структурі капіталу був мінімальним та не ставив під загрозу фінансовий стан ТНК. Для цього важливо визначити саме той фінансовий леверидж, що підходить компанії в залежності від її роду діяльності, терміну існування, країни виробництва та реєстрації тощо.

3. Мінімізація середньозваженої вартості капіталу. Третій і останній спосіб, покликаний оптимізувати структуру капіталу підприємства через зниження WACC, полягає в прагненні компанії покращити свої фінансові показники шляхом знаходження найменш вартісних джерел боргового та власного фінансування і такого їх співвідношення, що зробить середньозважену вартість капіталу мінімальною та збільшить спред ефективності.

Найкращим варіантом є поєднання усіх перелічених вище шляхів оптимізації, щоб врахувати переваги кожного з зазначених критеріїв.

Як вже згадувалось, важливим етапом оптимізації структури капіталу є встановлення оптимального фінансового левериджу. В загальному сенсі, дане поняття ґрунтується на тому, як використання запозиченого капіталу впливає на прибутковість та вартість компанії [7].

Одним з показників, що вимірює значення фінансового левериджу, є відношення боргу до власного капіталу Debt-to-Equity (D/E), що обчислюється як ділення загальної суми боргу на загальну кількість акціонерного капіталу. Оцінка компанії за допомогою Debt-to-Equity ratio дозволяє зробити висновки щодо її рівня фінансового ризику, гнучкості, а також припущення щодо прибутковості. Так, якщо показник D/E високий, то можна зрозуміти, що компанія фінансує свою діяльність переважно залученими коштами, що робить її більш ризикованою, а, отже, вона повинна генерувати більшу прибутковість для забезпечення своєї інвестиційної привабливості. Проте варто зважати на те, що боргове фінансування завжди передбачає необхідність своєчасної сплати відсотків кредиторам та зменшує операційний грошовий потік компанії.

Майже завжди вибір структури капіталу залежить й від індустрії, в якій функціонує компанія [8]. Окремі галузі є більш капіталомісткими і потребують зосередженості на залученні довгострокових коштів, тоді як інші компанії забезпечують свої активи переважно короткостроковими зобов'язаннями. Розглянемо особливості формування структури капіталу, що прослідковуються в різних індустріях, на прикладі галузі інформаційних технологій, фінансів, сектору охорони здоров'я, споживчих товарів разового споживання та виробництва:

1. Так як компанії в індустрії ІТ переважно швидко розвиваються та потребують постійних інвестицій в розробку та дослідження, вони часто фінансують свою діяльність

переважно власним капіталом.

2. В структурі капіталу компаній фінансового сектору більшу частку, як правило, займають залучені кошти. Зазвичай банки та страхові компанії використовують боргові інструменти на кшталт облігацій, щоб підтримувати встановлений регуляторами рівень ліквідності.

3. Підприємства, які зайняті у сфері охорони здоров'я, можуть користуватись переважно власним капіталом, так як дослідження, що пов'язані з їх основним видом діяльності, передбачають високий рівень ризику, який частіше покривають саме акціонерними коштами.

4. В індустрії споживчих товарів часто можна спостерігати збалансоване співвідношення між власними та залученими коштами, проте саме компанії даної галузі мають більший доступ до короткострокових зобов'язань, якими можуть фінансувати свої запаси або витрати на маркетинг.

5. Якщо йдеться про компанії, що зосереджені на промисловому виробництві, структура капіталу може варіюватись, але в більшості випадків перевага надається саме залученим коштам, які можна отримати в кредит або залучити за допомогою випуску облігації.

Враховуючи вищевикладене, проаналізуємо модель з метою визначення впливу структури капіталу на фінансові аспекти діяльності ТНК. Для регресійного аналізу було обрано три незалежні змінні: співвідношення боргу до власного капіталу, індексна змінна для індустрій ІТ, фінансів, охорони здоров'я, споживчих товарів та виробництва, а також показник операційної маржі. Останній демонструє, наскільки ефективною є основна діяльність компанії. Залежною змінною обрано рентабельність власного капіталу (ROE). Дані за всіма показниками обрані за 2022 рік.

Вибірку для дослідження складають 25 корпорацій, а саме [9]:

□ Сектор ІТ - Microsoft Corporation, Meta Platforms, Inc., Netflix, Inc., Electronic Arts Inc., Alphabet Inc.;

□ Індустрія фінансів - Bank of America Corporation, JP Morgan Chase & Co., Berkshire Hathaway Inc. New, Nasdaq, Inc., Citigroup, Inc.;

□ Галузь охорони здоров'я - Bio-Rad Laboratories, Inc., Pfizer, Inc., Biogen Inc., Moderna, Inc., Bio-Techne Corp;

□ Споживчі товари разового споживання – Philip Morris International Inc, Colgate-Palmolive Company, Coca-Cola Company, PepsiCo, Inc., Nike, Inc.;

□ Виробництво - Cummins Inc., Parker-Hannifin Corporation, Caterpillar, Inc., Pentair plc., Lam Research Corporation.

Двофакторна модель впливу структуру капіталу ТНК на рентабельність корпорації має вигляд:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 DE + \beta_2 I + \beta_3 OM + \epsilon_t, \text{ де}$$

ROE – рентабельність власного капіталу;

DE - співвідношення боргу до власного капіталу;

I – індекс галузі;

OM – операційна маржа;

$\beta_0$  – константа;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  – невідомі коефіцієнти;

$\epsilon_t$  – стандартна похибка.

Статистичну оцінку параметрів регресійної моделі на основі застосування методу найменших квадратів наведено далі у табл. 1.

$$ROE = -0,338*DE + 0,920*I + 0,494OM$$

$$(-35,29)*** (2,374)** (2,068)*$$

Таблиця 1

Вплив показників структури капіталу компанії на рівень її рентабельності

Модель	Стандартна похибка	Бета коефіцієнт	T	Значимість	
1	Константа	7,355	0,000	0,247	0,808
	DE	0,009	-0,339	-35,290	0,000
	Index	0,388	0,92	2,374	0,027
	Operating Margin	0,239	0,494	2,068	0,512

Джерело: розраховано автором на основі даних [10]



За результатами даної регресійної моделі, співвідношення боргу до власного капіталу має найбільший вплив на рівень рентабельності, про це свідчить стандартизований коефіцієнт. Між показниками існує протилежна залежність, тобто зростання залучених коштів у структурі фінансування може провокувати зниження віддачі від капіталу. Якщо компанія збільшує використання залученого капіталу відносно власного, D/E зростає. Це може призвести до посилення залежності від боргового фінансування, що збільшує фінансовий ризик, оскільки боргові зобов'язання потрібно погашати в майбутньому. Якщо ж підприємство не здатне забезпечити достатній прибуток для погашення боргу, ROE може знизитися [11].

Прямий вплив на рентабельність власного капіталу має показник операційного прибутку, тобто, збільшення виручки від основної діяльності призводить до покращення рівня рентабельності компанії.

Щодо індексної змінної, вона дозволяє визначити значущість виявлених залежностей для обраних нами галузей. Можна сказати, що її висока значимість означає, що для індустрій, яким відповідає більше значення індексу, існує і більша залежність між показниками. В нашому випадку, найбільший вплив D/E має на рентабельність власного капіталу компаній в індустрії охорони здоров'я, споживчих товарів та виробництва.

**Висновки.** Отже, дослідження факторів, що впливають на структуру капіталу світових ТНК, дало змогу зрозуміти, що важливим чинником, який визначає співвідношення боргових та власних коштів у загальній структурі капіталу компанії є індустрія, у якій діють фірми. В залежності від роду діяльності, кожна корпорація визначає оптимальний рівень боргу та акціонерного капіталу в своїй структурі, який дозволить підвищити рівень прибутковості, при цьому мінімізуючи ризики та вартість капіталу.

Однак, кожна ТНК є унікальною, тому, обираючи джерела фінансування, не можна спиратись виключно на галузь її діяльності. Важливий вплив має стадія розвитку підприємства, країна виробництва і збуту продукції та навіть світові тренди розвитку технологій. Бажаючи покращити фінансові показники, також варто звернути увагу на фінансовий леверидж, він же Debt-to-Equity ratio, що напряду впливає на рентабельність капіталу.

Наостанок, що також важливо, враховуючи мінливість економічного середовища та кон'юнктури ринку, доцільно час від часу змінювати співвідношення боргових та власних коштів у структурі капіталу та оптимізувати її залежно від можливих ризиків, аби мати змогу підлаштовуватись під світові тенденції та досягати кращих фінансових результатів.

### Список літератури

1. Кіркпатрік К., Ніксон Ф. Транснаціональні корпорації та економічний розвиток. Журнал сучасних африканських досліджень. 1981. Вип. 3. С. 367–399.
2. Подольська В.О., Яріш О.В. Фінансовий аналіз: навч. посіб. Київ: Центр навч. л-ри, 2007. 488 с.
3. Бланк І. О. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. Київ: Ельга, 2008. 724с.
4. Deqiang Deng, Rui Shao. Податок на прибуток і структура капіталу транснаціональних корпорацій. Atlantis Press. 2020. Вип. 1. С. 20-24.
5. Казан П. І., Суворова І. В. Сучасні теорії оптимізації структури капіталу. Підприємництво і торгівля. 2019. Вип. 25. С. 106-111.
6. Макаренко Ю. П., Клименко Д. О. Формування оптимальної структури капіталу з метою забезпечення фінансової стійкості підприємства. Економіка та держава. 2022. Вип. 1. С. 45–49.
7. Тріпаті В., Тукрал С., Роль галузевих факторів в фінансуванні прямих іноземних інвестицій індійських транснаціональних корпорацій. Journal of Management. 2020. Вип. 1 (21). URL: <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/0972150919846815> (дата звернення 15.06.2023)
8. Ларрі Лі, Сільвія З. Іслам. Специфічні детермінанти структури капіталу для фірм і галузей: дані з австралійського ринку. Science Direct, Міжнародний огляд економіки та фінансів. 2020. Вип. 59. С. 425-437
9. Liberated Stock Trader, Інвестиційні стратегії, Інвестування в індекси та ETF, Список компаній S&P 500 за секторами, ринковою капіталізацією та коефіцієнтом PE 2023. URL: <https://www.liberatedstocktrader.com/sp-500-companies-list-by-sector-market-cap/> (дата звернення 30.05.2023)

10. База даних GuruFocus URL: <https://www.gurufocus.com/> (дата звернення 30.05.2023)
11. Ракеш М., Джіоті С. Дж. Вплив структури капіталу на прибутковість. Азіатський журнал менеджменту. 2018. Вип. 3. С.1067-1072

### References

1. Kirkpatrick, C. & Nixon, F. (1981). Transnational Corporations and Economic Development. *The Journal of Modern African Studies*, 3, 367–399.
2. Podolska, V.O. (2007). *Finansovyi analiz: navch. posib.* Kyiv: Education Center. L-ry [In Ukrainian].
3. Blank, I. O. (2008). *Finansovyi menedzhment: navch. posib.* Kyiv: Elga [In Ukrainian].
4. Deng, D. & Rui Shao. (2020). Income Tax and Capital Structure of Multinational Corporations. *Atlantis Press*, 1, 20-24. doi: <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200402.003>
5. Kazan, P. I. & Suvorova, I. V. (2019). Modern theories of capital structure optimization. *Entrepreneurship and trade*, 25, 106-111. doi: <https://doi.org/10.36477/2522-1256-2019-25-15> [In Ukrainian].
6. Makarenko, Y. & Klymenko, D. (2022). Formation of the optimal capital structure in order to ensure the financial stability of the enterprise. *Economy and the state*, 1, 45-49. doi: <https://doi.org/10.32702/2306-6806.2022.1.45> [In Ukrainian].
7. Tripathi, V. & Thukral, S. (2019). Role of Industry Factors in Financing the Outward Foreign Direct Investment by Indian Multinational Enterprises. *Journal of Management*, 1 (21). Retrieved from <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/0972150919846815> (accessed June 15, 2023)
8. Larry Li & Silvia Zia (2018). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *Science Direct, International Review of Economics & Finance*, 59, 425-437. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
9. Liberated Stock Trader (2023). *Investment Strategies, Investing in Indices and ETFs, List of S&P 500 Companies by Sector, Market Cap and PE Ratio 2023*. Retrieved from <https://www.liberatedstocktrader.com/sp-500-companies-list-by-sector-market-cap/> (accessed May 30, 2023)
10. GuruFocus (2023). Database. Retrieved from <https://www.gurufocus.com/> (accessed May 30, 2023)
11. Rakesh, M. & Jyoti, S.J. (2018). Impact of capital structure on profitability. *Asian Journal of Management*, 3, 1067-1072. doi: <https://doi.org/10.5958/2321-5763.2018.00169.5>

Стаття надійшла до редакції 06.05.2023

Прийнята до публікації 10.05.2023