

УДК 339.72.015:339.92

О. Заліско, асп.
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ

МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ ДОСЛІДЖЕННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ТНК

Досліджено головні методологічні аспекти аналізу структури капіталу ТНК на основі спеціальних фінансових коефіцієнтів, передусім ліквідності та фінансового левериджу. Визначено специфіку та особливості застосування окремих груп коефіцієнтів, виявлено їх головні недоліки. Розроблено удосконалену методологію аналізу рівня корпоративної короткотермінової заборгованості, який повинен проводитися з урахуванням рівня поточної ліквідності. Виведено формулу нового – модифікованого – коефіцієнта короткотермінової заборгованості. Наголошено на особливій доцільності застосування фінансових коефіцієнтів для аналізу структури капіталу ТНК, оскільки вони складають фінансову звітність за певними стандартами, прийнятими на міжнародному рівні.

Ключові слова: структура капіталу ТНК, фінансові коефіцієнти, коефіцієнти фінансового левериджу, коефіцієнти ліквідності, коефіцієнт поточної ліквідності, коефіцієнт короткотермінової заборгованості, модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості.

Постановка проблеми в загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Проблематика структури капіталу ТНК завжди була надзвичайно актуальною та зберігає актуальність у сучасних умовах. Із практичної точки зору пошук оптимальної структури капіталу є надзвичайно важливим, оскільки це впливає і на вартість фінансування корпорації, і на її основні фінансово-господарські показники, і на сприйняття компанії ринком, а зрештою – визначає її позиції корпорації у глобальній конкурентній боротьбі. Щодо теоретичного боку означеної проблематики, то слід сказати, що спеціальна теорія структури капіталу для ТНК так і не була розроблена, натомість для пояснення тих чи інших аспектів її формування та оптимізації застосовують загальні теорії корпоративної структури капіталу. Тому дослідження цих проблем є необхідним та своєчасним, зокрема в частині удосконалення та розвитку аспектів методологічного характеру.

Актуальною є дана проблема не лише в загальнобізнесовому сенсі, але й у суто фінансовому. Адекватна методологія аналізу структури капіталу має важливе практичне значення з погляду розвитку самих корпорацій, розробки ділових та фінансових стратегій, їх конкурентної боротьби. З погляду ж інвесторів, правильна оцінка стану заборгованості, рівня її обслуговування, можливостей і перспектив подальшого залучення позикових коштів є важливим сигналом для прийняття інвестиційних рішень та, відповідно, формування ставлення ринку до корпорації.

Аналіз останніх досліджень та публікацій, у яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор. У сучасній літературі представлено доволі значна кількість наукових праць у сфері корпоративної структури капіталу та фінансового левериджу ТНК. У теоретичному плані переважна більшість наукових публікацій у цій сфері базується на відомих теоріях структури капіталу: Міллера-Модильяні [14; 15; 16]; чистого прибутку і чистого операційного прибутку Девіда Дюрана [9]; традиційному підході Джей Фреда Уестона та Езри Соломона [19; 20]. У цілому існує 9 напрямів розвитку теорій корпоративної структури капіталу, які можна поділити на 2 групи: специфічні та загальні. Специфічні теорії вивчають винятково структуру капіталу корпорацій. Загальні ж теорії мають значно ширший об'єкт дослідження. Приміром, теорія агентських витрат Майкла Дженсена та Уільяма Меклінга [13] є загальною – вона досліджує відносини між акціонерами та менеджерами корпорацій у цілому, лише частина цієї теорії застосовується для аналізу структури капіталу корпорацій.

Домінуючою теорією в сучасних умовах вважається нобелівська теорія Міллера-Модильяні [16]. Її головна ідея полягає в тім, що на досконалих ринках структура капіталу не має вирішального значення з огляду на ринкову вартість корпорацій. Недосконалість же ринків,

зокрема система оподаткування, спричиняють до іншого тлумачення структури капіталу – боргове фінансування вважається в цілому більш прийнятним. Переважна більшість сучасних наукових публікацій у цій сфері присвячені емпіричному тестуванню існуючих теорій, приміром, роботи Віктора Гонзалеза [11], Матйаша Чрнігожа й Душана Мрамора [8] та інших. У рамках вітчизняного доробку до цієї проблематики слід відзначити роботи Рогача О. І. [4], Деркач І. О. [3], Бондаренко Л. П. [1] 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, надзвичайно мало досліджень у вітчизняній літературі присвячені емпіричному тестуванню структури капіталу ТНК, у тому числі й тих, які мають філії в Україні. Методологічного удосконалення потребують, на наш погляд, деякі фінансові коефіцієнти, що застосовуються для аналізу структури капіталу ТНК. Так, відомий коефіцієнт короткотермінової заборгованості є обмеженим у застосуванні, зокрема для порівняння різних корпорацій. Це зумовлено тим, що однаковий рівень короткотермінової заборгованості може мати різний характер та вплив на діяльність ТНК за різних рівнів ліквідності.

Формулювання цілей статті. Усуненню одного з вищезазначених недоліків і присвячена наша стаття. Її головною метою є виявлення переваг та недоліків існуючої методології аналізу стану заборгованості корпорацій, яка базується на аналізі спеціальних фінансових коефіцієнтів, та розробка на цій основі удосконаленої методології аналізу короткотермінової корпоративної заборгованості.

Виклад основного матеріалу дослідження. Базова інформація про структуру капіталу міститься, як відомо, у балансовому звіті – у пасивній його частині. Баланс корпорації відображає, фактично, фінансову позицію станом на певну дату, зазвичай – кінець року або, рідше, кварталу. Він відображає лише статичні джерела фінансування, які показують вже залучений капітал, який не може впливати на зміни у структурі капіталу. Методологічно баланс відповідає всім принципам бухгалтерського обліку – він містить джерела залучення коштів (пасиви) та напрями їх використання (активи). Окрім того, всі дані балансу записуються за дебетом (+) та кредитом (–) у такий спосіб, аби власне сам баланс був нульовим при рівності активів та пасивів.

Важливим методологічним аспектом складання балансу є те, що в ньому всі статті розташовані за двома принципами: терміновість та ліквідність. Спочатку відображаються короткотермінові активи (поточні активи – терміном до 1 року) та пасиви, а потім – довготермінові. Причому в рамках поточних активів та пасивів, примі-

ром, статті відображаються за зниженням ліквідності – спочатку найбільш ліквідні статті, приміром, готівка та

короткотермінові папери, потім – менш ліквідні, приміром, товарно-матеріальні запаси тощо (табл. 1).

Таблиця 1. Типовий приклад пасиву балансового звіту міжнародної корпорації

ПАСИВИ ТА АКЦІОНЕРНИЙ КАПІТАЛ
Поточні пасиви
Короткотермінова заборгованість
Кредиторська заборгованість
Нараховані зобов'язання
Сукупні поточні пасиви
Довготермінові пасиви
Відтерміновані податкові платежі
Довготермінова заборгованість
Сукупні довготермінові пасиви
Привілейовані акції
Звичайні акції
Додатковий капітал
Накопичений нерозподілений прибуток (реінвестиції)
Сукупний акціонерний капітал
Сукупні пасиви та акціонерний капітал

Примітки:

1. Складено автором.
2. "Відтерміновані податкові платежі" – нараховані, але не сплачені податкові платежі, які, зазвичай, стосуються податку на прибуток.
3. "Додатковий капітал" виникає внаслідок продажу акцій із премією щодо номіналу.
4. "Накопичений нерозподілений прибуток" виникає внаслідок реінвестування акціонерами чистого прибутку.

Для аналізу фінансово-господарського стану корпорації використовуються спеціальні фінансові коефіцієнти, яких у сучасній практиці міжнародного фінансового менеджменту виділяють 5 груп [18, с. 33]¹: короткотермінові платоспроможності, прибутковості, активності, вартості, фінансового левериджу.

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

Із зазначеного також випливає, що фінансові коефіцієнти, які використовуються для аналізу результативності фінансової системи ТНК, не мають і не можуть мати ніяких еталонних значень. Тобто, кожен показник розглядається у порівнянні (з попередніми періодами, з іншими компаніями галузі, з компаніями інших галузей тощо), і не повинен обмежуватися певними мінімальними чи максимальними значеннями. До того ж, ці фінансові коефіцієнти можуть суттєво коливатися залежно від стану ринкової кон'юнктури, насамперед, відсоткової ставки в економіці або на між-

народних ринках. Більше того, перелік коефіцієнтів далеко не є вичерпним, оскільки кожен науковець чи аналітик може запровадити власні коефіцієнти, що залежатиме від мети та завдань аналізу.

Аналіз структури капіталу корпорації, на перший погляд, вимагає лише використання коефіцієнтів фінансового левериджу, однак інші показники теж необхідно враховувати. Це зумовлено тим, що сама заборгованість корпорації є показником номінальним, він мало що дає з погляду аналізу власне результатів фінансового менеджменту. Цікавим видається вплив структури капіталу на головні фінансово-господарські показники корпорації, власне той ефект фінансового левериджу, який справляє структура капіталу. Тому, на наш погляд, з'ясування методології аналізу інших показників та груп коефіцієнтів є необхідним. Однак, у даному дослідженні ми не будемо розглядати всі коефіцієнти, а лише ті, які нам необхідні для аналізу структури капіталу, насамперед – коефіцієнти ліквідності та заборгованості.

Перша група коефіцієнтів – коефіцієнти ліквідності, або короткотермінові платоспроможності – представлена трьома основними коефіцієнтами – коефіцієнтом поточної ліквідності (RL_C), коефіцієнтом швидкої ліквідності (RL_Q) та коефіцієнтом абсолютної ліквідності (RL_{CASH})². Ліквідність у загальному вигляді являє собою здатність активу бути швидко та з мінімальними втратами обміненим на інший актив (насамперед, гроші). Ці коефіцієнти розраховуються так [2, с. 743–744]:

$$RL_C = \frac{\text{Поточні активи}}{\text{Поточні пасиви}} \quad (1)$$

$$RL_Q = \frac{\text{Готівка й еквіваленти} + \text{Дебіторська заборгованість}}{\text{Поточні пасиви}} \quad (2)$$

$$RL_{CASH} = \frac{\text{Готівка й еквіваленти}}{\text{Поточні пасиви}} \quad (3)$$

Зауважимо, що ці 3 коефіцієнта розташовані у порядку зменшення ліквідності. Через те, що у балансі активи та пасиви розташовані у порядку зменшення ліквідності, що й відображено поступово у кожному з цих коефіцієнтів – кожен наступний буде меншим від

¹ Мовою оригіналу ці коефіцієнти називаються відповідно short-term solvency, activity, financial leverage, profitability, value. Однак, у різних зарубіжних джерелах зустрічаються різні назви цих груп фінансових коефіцієнтів та, відповідно, доволі різноманітні варіанти їх перекладу у вітчизняній літературі. Так, приміром, у Брейлі та Майерса ці коефіцієнти називаються відповідно ліквідності (liquidity ratios), ефективності (efficiency ratios), левериджу (leverage ratios), прибутковості, або рентабельності (profitability ratios) та ринкової вартості (market-value ratios) [6, с. 822–823]. При цьому, група коефіцієнтів, яка нас цікавить найбільше – коефіцієнти фінансового левериджу, приміром, у Бріггема та Ерхардта називаються коефіцієнтами управління заборгованістю (debt management ratios) [7, с. 129].

² Відповідно current liquidity ratio, quick (acid test) liquidity ratio та cash liquidity ratio.

попереднього в абсолютному значенні. Це обґрунтовано і з погляду технічного обрахування цих коефіцієнтів: знаменник у них спільний, а чисельник зменшується. Коефіцієнти ліквідності є важливою характеристикою діяльності корпорацій, оскільки свідчать про можливість компанії покривати свої зобов'язання. Чим вищі ці коефіцієнти, тим, очевидно, більші можливості має компанія з погляду виконання своїх поточних зобов'язань. До того ж, ліквідність (точніше, її відсутність чи недостатній рівень) є одним з чинників банкрутства багатьох компаній. Коефіцієнти ліквідності, однак, мають і недоліки. Оскільки поточні активи і пасиви компанії можуть достатньо швидко змінюватися, ці коефіцієнти мають тенденцію до втрати актуальності.

Коефіцієнти заборгованості ще часто називаються коефіцієнтами фінансового левериджу – вони характеризують структуру капіталу. Структура капіталу, з нашої точки зору, – 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. До цієї групи відносять коефіцієнт заборгованості (R_D)³, коефіцієнт довготермінової заборгованості (R_{DL}), коефіцієнт короткотермінової заборгованості (R_{DS}), коефіцієнт "позиковий капітал – власний капітал" (R_{DE}) та коефіцієнт покриття відсоткових платежів (R_{TIE})⁴. Вони розраховуються так:

$$R_D = \frac{\text{Позиковий капітал}}{\text{Позиковий капітал} + \text{власний капітал}}, \quad (4)$$

$$R_{DL} = \frac{\text{Довготерміновий позиковий капітал}}{\text{Позиковий капітал} + \text{власний капітал}}, \quad (5)$$

$$R_{DS} = \frac{\text{Короткотерміновий позиковий капітал}}{\text{Позиковий капітал} + \text{власний капітал}}, \quad (6)$$

$$R_{DE} = \frac{\text{Довготерміновий позиковий капітал}}{\text{Власний капітал}}, \quad (7)$$

$$R_{TIE} = \frac{\text{Прибуток до сплати відсотків і податків}}{\text{Відсотки}}. \quad (8)$$

Слід зазначити, що перші два із наведених коефіцієнтів є доволі відомими та наводяться у переважній більшості джерел, приміром, у Росса, Вестерфілда та Джеффі [18, с. 35]. Третій коефіцієнт – короткотермінової заборгованості – є, фактично, зворотнім боком другого. Загальна логіка цих коефіцієнтів полягає в тому, що вони характеризують ступінь фінансового ризику корпорації, який визначається за двома напрямками: власне на основі аналізу наведених коефіцієнтів та на основі визначення ступеню фінансового левериджу [17, с. 161]. За інших рівних умов, чим більше компанія має залучених коштів, тим більшою є ймовірність невиконання зобов'язань за відповідними фіксованими платежами відсотків та основних сум. Власний же капітал, при цьому, вважається таким, який не призводить до подібних ризиків, оскільки не передбачає здійснення фіксованих платежів.

³ Його часто також називають коефіцієнтом фінансового левериджу.

⁴ Відповідно debt ratio, long-term debt ratio, short-term debt ratio, debt-equity ratio та times-interest-earned ratio.

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

На наш погляд, методологічного удосконалення потребує коефіцієнт короткотермінової заборгованості. Це зумовлено двома важливими обставинами. По-перше, відносно високе значення цього показника може не давати об'єктивної характеристики спроможності компанії виконувати свої поточні (терміном до 1 року) зобов'язання. За інших рівних умов, фінансове трактування цього показника передбачає, що його значення не повинно бути високим. У протилежному випадку це свідчитиме про високий рівень боргового навантаження компанії упродовж найближчого року. До того ж, упродовж найближчого року часто доведеться виконувати й зобов'язання за довготерміною заборгованістю. По-друге, більш ретельний аналіз такого типу платоспроможності компанії повинен проводитися із урахуванням її ліквідності, насамперед, поточної. Тут ми повинні зважати на значення коефіцієнта поточної ліквідності (1)⁵. Приміром, відносно високе значення коефіцієнта короткотермінової заборгованості може бути компенсовано за рахунок достатньої поточної ліквідності, рівно як і навпаки – незначний коефіцієнт короткотермінової заборгованості може бути недостатньо репрезентативним при доволі незначній поточній ліквідності. Тут ми маємо на увазі так званий принцип термінової погодженості між активами та пасивами. З нашої точки зору, математично коефіцієнт короткотермінової заборгованості потребує певного коригування з поправкою на значення коефіцієнта поточної ліквідності. Необхідність такого коригування зумовлена також неможливістю порівняння коефіцієнтів короткотермінової заборгованості у різних корпорацій, оскільки вони можуть мати, а на практиці і мають, різні рівні поточної ліквідності. Так, корпорації з однаковим коефіцієнтом короткотермінової заборгованості можуть мати коефіцієнти поточної ліквідності, які відрізнятимуться вдвічі. Це означатиме, що насправді рівень їхньої короткотермінової заборгованості по-різному впливає на фінансово-господарські показники. Для того ж, аби визначити рівень такої поправки та спосіб її застосування повернемося власне до самого коефіцієнта поточної ліквідності.

Він, хоча і використовується, як і більшість інших коефіцієнтів, у порівнянні, однак на практиці зазвичай коливається на рівні від 1,4 до 2,8 та мало коли перевищує 3. При цьому, в ідеалі цей показник не повинен бути меншим від 1, оскільки в такому разі він свідчитиме про номінальну неспроможність компанії покривати свої поточні зобов'язання⁶. Занадто високі його значен-

⁵ У принципі, за цією методологією можна використовувати будь-який із коефіцієнтів ліквідності, оскільки всі вони, хоча і в порядку кількісного зниження, але характеризують один і той самий бік фінансового ризику корпорації.

⁶ Під номінальною неспроможністю ми маємо на увазі той аспект, що обсяг короткотермінових активів є меншим від обсягу пасивів. При цьому, навіть у такій ситуації корпорація може успішно справлятися із всіма своїми зобов'язаннями. Приміром, у окремих компаній сфери роздрібної торгівлі коефіцієнт

ня також не є гарним фінансовим результатом. Це може свідчити про неефективне використання коштів. Ми спробуємо зробити поправку до коефіцієнта короткотермінової заборгованості у вигляді спеціального компенсаційного множника k . За логікою досліджуваних показників, певний стандартний або середній рівень поточної ліквідності не повинен вплинути на коефіцієнт короткотермінової заборгованості. І хоча такого еталонного значення не існує, а для різних галузей воно також може суттєво різнитися, нам відома ситуація так званої номінальної ліквідності – коли поточні активи спроможні повністю покрити поточні пасиви один до одного, тобто коефіцієнт поточної ліквідності дорівнює 1. В умовах, коли коефіцієнт поточної ліквідності перевищує 1, множник k повинен зменшувати коефіцієнт короткотермінової заборгованості. Якщо ж поточна ліквідність є нижчою від 1, то коефіцієнт короткотермінової заборгованості повинен збільшуватися після застосування до нього корективів за допомогою множника k .

Головним завданням розробки цієї методології, таким чином, є виведення формули для розрахунку множника k , а також встановлення такого значення цього множника, яке не вплине на коефіцієнт короткотермінової заборгованості – його цільового значення. Вище ми вели мову про можливе таке значення на рівні 1, однак, оскільки воно може суттєво відрізнятись в різних галузях, наша методологія повинна це враховувати. У принципі, нас цікавить не абсолютне значення цього цільового показника, а швидше рівень його відхилення від певного нормального значення. Таким нормальним значенням – замість одиниці – цілком можна вважати середньогалузевий показник. Таким чином, k повинен дорівнювати одиниці, якщо коефіцієнт поточної ліквідності компанії дорівнює середньогалузевому.

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

$$k = \frac{RL_C^i}{RL_C^s}, \quad (9)$$

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

RL_C^s – середньогалузевий коефіцієнт поточної ліквідності.

Цей компенсаційний множник не має меж коливання та, у принципі, може набувати будь-яких позитивних значень. Тому не матиме меж коливання і новий модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості, на відміну від своєї базової версії, за якою він міг коливатися лише в межах від 0 до 1, оскільки характеризував частку короткотермінових позикових коштів у загальному капіталі корпорації. Точніше, він не має верхньої межі, оскільки нижня межа визначена на нульовому рівні – обидва його множники є додатними. Формула для його розрахунку, зрештою, набуває такого вигляду

$$R_{DS}^{MODIFIED} = \frac{D_s}{A_T} \cdot k, \quad (10)$$

де $R_{DS}^{MODIFIED}$ – модифікований коефіцієнт короткотермінової заборгованості; D_s – обсяг короткотермінової

заборгованості; A_T – сукупні активи⁷; k – компенсаційний множник (9).

На нашу думку, цей показник дозволить краще аналізувати рівень короткотермінової заборгованості, порівняно з його базовою версією. І хоча остаточні висновки щодо його використання можна буде зробити лише після емпіричних перевірок, ряд його методологічних переваг є зрозумілими вже зараз. На відміну від базової версії, модифікований коефіцієнт некоректно виражати у відсотках. Математично ми можемо отримати значення цього коефіцієнта на рівні, більшому від 1, що означатиме більше 100 % частки.

Методологічно невирішеним залишається питання щодо пропорційності застосування компенсаційного множника. Ми маємо на увазі те, що в рамках нашої методології ми зробили поправку до коефіцієнта короткотермінової заборгованості пропорційно рівню відхилення поточної ліквідності від цільового значення. Однак, така компенсація може і не бути пропорційною, що, знову ж таки, може бути встановлено лише емпіричним шляхом.

Ще одним важливим методологічним питанням є питання про міжгалузеві порівняння стану короткотермінової заборгованості. Часто в таких порівняннях немає необхідності, однак їхня методологічна виваженість та коректність можуть мати важливе практичне значення. У корпорацій різних галузей можуть суттєво різнитися як рівень ліквідності, так і рівень короткотермінової заборгованості. Тому навіть використання модифікованого коефіцієнта короткотермінової заборгованості може дати хибні результати. Його також слід коригувати. Таке коригування, на нашу думку, може здійснюватися шляхом приведення коефіцієнтів різних галузей до "спільного знаменника". Загальний рівень відмінності між різними коефіцієнтами в різних галузях можна визначити на основі порівняння середньогалузевих показників. Таке порівняння, аналогічно із наведеною вище методологією, можна зробити на основі відношення середньогалузевих показників, що, у свою чергу, дозволить вивести певний множник. Його і можна використовувати для приведення коефіцієнтів компаній різних галузей до спільної основи. Однак, проблема міжгалузевого порівняння є значно більш масштабною та потребує додаткових не лише емпіричних, а й теоретичних досліджень.

Коефіцієнт "позиковий капітал – власний капітал" показує, скільки одиниць позикового капіталу припадає на одиницю власного. З погляду кредитора, він характеризує, наскільки позиковий капітал забезпечений власним. За інших рівних умов, чим нижчим є цей показник, тим меншим є фінансовий ризик. На практиці застосовують різні варіації цього коефіцієнта, зокрема як відношення власного капіталу до позикового, або власного до довготермінового позикового, або сукупного позикового до власного. Цікавою є методологія розрахунку цього коефіцієнта відомої американської компанії з ризик менеджменту – "Асоціації ризик менеджменту". Вони в чисельнику використовують сукупний позиковий капітал, а у знаменнику – лише ту частину акціонерного капіталу, яка втілюється у матеріальні активи – різницю між власним капіталом та нематеріальними активами [10, с. 18]. За такою методологією знаменник цього показника може набувати нульового, а також від'ємних значень. При нульовому значенні показник, очевидно, не розраховується, а при від'ємному – набуває від'ємних значень.

⁷ Для зручності ми замінили суму позикового та власного капіталу показником сукупних активів, що безпосередньо впливає з головного балансового принципу рівності між обсягом залучених коштів (позиковий та власний капіталу) та використовуваних (сукупні активи).

Коефіцієнт покриття відсоткових платежів характеризує, наскільки зобов'язання за відсотковими платежами покриті коштами, які для цього використовуються, а саме – прибутком до сплати відсотків та податків. У Брейлі та Майерса представлена інша методологія розрахунку цього показника – у чисельнику до ЕВІТ додається ще амортизація, яка є притоком грошових коштів корпорації [2, с. 743]. Цей показник, очевидно, повинен набувати якомога вищих значень, що свідчить про фінансову надійність компанії.

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

Поряд із наведеними коефіцієнтами у різних джерелах виділяють також інші, які, однак, характеризують часто одне й те саме, але мають різну техніку розрахунку. Приміром, Претт та Нікуліта [17, с. 162–166] виділяють ще такі коефіцієнти, як коефіцієнт акціонерного капіталу, коефіцієнт "акції-капітал", коефіцієнт "основні засоби – акціонерний капітал" та коефіцієнт покриття фіксованих витрат⁸. Так, коефіцієнт акціонерного капіталу розраховується як відношення сукупного акціонерного капіталу до сукупних активів і є, фактично, показником, оберненим до коефіцієнта заборгованості (4). Оберненим він є у тому сенсі, що він дорівнює різниці між 1 та коефіцієнтом заборгованості – він визначає ту частину капіталу корпорації, яка формує його разом із позиковим капіталом. Коефіцієнт "акції-капітал" показує відношення акціонерного капіталу до сукупного довготермінового капіталу. Коефіцієнт "основні засоби – акціонерний капітал" є відношенням чистих основних засобів до сукупного акціонерного капіталу. Цей показник, за інших рівних умов, не повинен бути значним, оскільки це означає, що суттєва частина основних засобів фінансується за рахунок позикових коштів. Коефіцієнт покриття фіксованих витрат є у певному розумінні модифікованою версією коефіцієнта покриття відсоткових платежів, однак він включає ширше коло фіксованих платежів – окрім відсоткових, ще й лізингові платежі, а також платежі за поточною частиною довготермінової заборгованості. Розраховується він в аналогічній спосіб, однак у чисельнику додаються вже згадані лізингові платежі, а у знаменнику – також названі лізингові платежі та поточні платежі за довготерміновим боргом.

Слід зазначити, що аналіз вищенаведених та інших фінансових коефіцієнтів може здійснюватися з погляду інвестора, менеджера самої корпорації, кредитора, власника тощо. Залежно від того, хто, власне, проводить такий аналіз, окремі коефіцієнти можуть мати доволі відмінне тлумачення. Приміром, одним із головних об'єктів уваги, скажімо, кредитора, є заборгованість – занадто високий її рівень є для нього негативним сигналом, у той час як менеджери корпорації можуть бути зацікавлені використовувати більше позикових коштів, особливо, якщо умови запозичень є сприятливими. У Гелфферта наведений оригінальний підхід до аналізу результатів корпоративного бізнесу. Він подає фінансові коефіцієнти у вигляді матриці, у якій вони подаються з погляду різних

суб'єктів бізнес аналізу – власники корпорації, менеджери та кредитори, а також з погляду різних типів цих коефіцієнтів [12, с. 98]. У матриці Гелфферта ці коефіцієнти розділені на 9 груп (замість традиційних 5-ти): коефіцієнти операційного аналізу, дохідності інвестицій, ліквідності, управління ресурсами, розподілу прибутку, фінансового левериджу, рентабельності, ринкової результативності та обслуговування боргу (табл. 2).

Як бачимо із табл. 2, у цілому фінансових коефіцієнтів більше, ніж наведено вище. Однак, деяких коефіцієнтів у матриці немає, хоча є додаткові, які не представлені в нашому дослідженні. Це ще раз підтверджує ідею про доволі широкі можливості використання різноманітних коефіцієнтів, існування різних технік їх обчислення, можливості запровадження нових показників тощо.

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

У цьому зв'язку слід зазначити, що в сучасному світі існує чотири основні моделі складання фінансової звітності та обліку в цілому: американська, британська, франко-іспано-італійська та германо-скандинавська [5, с. 654–655]. Американська модель базується на так званих загальноприйнятих принципах бухгалтерського обліку – GAAP і має головною метою задоволення інформаційних потреб звичайних акціонерів. Це – система методологічних підходів щодо складання фінансової звітності, однак вона набула доволі широкого популярності не лише в США, а також в інших країнах, та, що важливо, на міжнародному рівні. Вона застосовується, приміром, у Японії, на Філіппінах, Тайвані. І попри існування окремих місцевих GAAP у різних країнах, на міжнародному рівні найбільш відомою є саме американська версія. Британська модель акцентує увагу на задоволення інформаційних потреб насамперед власників облігацій та привілейованих акцій, а також кредиторів. Вона використовується у таких країнах, як Індія, Гонконг, Малайзія, Пакистан. У деяких країнах існує комбінована англо-американська модель, приміром, у Канаді, Ізраїлі та Мексиці. Дві наступні моделі не набули популярності на міжнародному рівні. Франко-іспано-італійська модель передбачає задоволення інформаційних потреб насамперед податкових органів, а германо-скандинавська націлена на мінімізацію прибутку, що зумовлено, на наш погляд, податковими міркуваннями.

Попри активне застосування на міжнародному рівні американських GAAP, у міжнародній практиці бухгалтерського обліку є і суто міжнародні стандарти. Це – Міжнародні стандарти фінансової звітності – IFRS⁹. Вони були впроваджені спочатку в ЄС як спроба уніфікувати звіт-

⁸ Відповідно equity-to-total-assets ratio (equity ratio), equity-to-total-capital ratio, fixed-assets-to-equity ratio та coverage of fixed charges ratio.

⁹ За деякими джерелами вони подаються за старою назвою – Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (IAS – International Accounting Standards).

ність у рамках інтеграційного угруповання, а згодом стали набувати популярності й на глобальному рівні. І хоча масштаб їх застосування поступово зростає, зокрема

завдяки зусиллям найбільших у світі аудиторських компаній, наразі вони не набули загального домінування.

Таблиця 2. Матриця фінансових коефіцієнтів Гелферта

З погляду менеджменту	З погляду власників	З погляду кредиторів
Операційного аналізу	Дохідності інвестицій	Ліквідності
Валового прибутку Чистого прибутку Аналізу операційних витрат Факторного аналізу Операційного левериджу Порівняльного аналізу	Дохідності чистого сукупного капіталу Дохідності звичайних акцій Дохідності акцій Грошових потоків на акцію Сукупної дохідності акціонерного капіталу	Поточної ліквідності Швидкої ліквідності Вартості швидких продажів
Управління ресурсами	Розподілу прибутку	Фінансового левериджу
Оборотності активів Управління робочим капіталом (оборотності запасів, шаблонів дебіторської заборгованості, шаблонів кредиторської заборгованості) Ефективності людських ресурсів	Дивідендів на акцію Дивідендної дохідності Виплати/реінвестування прибутку Дивідендного покриття Дивідендів до активів	Заборгованості "Позиковий капітал – капіталізація" "Позиковий капітал – власний капітал"
Рентабельності	Ринкової результативності	Обслуговування боргу
Дохідності активів Дохідності (після сплати відсотків та податків) Дохідності на основі поточної вартості Економічної доданої вартості та економічного прибутку Дохідності інвестицій на основі грошових потоків Вільного грошового потоку	"Ціна – прибуток" Мультиплікатор грошового потоку Відношення ринкової до балансової вартості Відносних рухів цін Рушіїв вартості Вартості фірми	Покриття відсоткових платежів Покриття Покриття фіксованих витрат Аналізу грошових потоків

Примітка: джерело [12, с. 98].

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

По-перше, першоджерелом інформації щодо структури капіталу є фінансова звітність корпорацій – насамперед балансовий звіт (пасивна частина), а також звіт про рух грошових коштів. Аналіз структури капіталу здійснюється на основі спеціальних фінансових показників та коефіцієнтів, які поділяють на п'ять груп: ліквідності, рентабельності, ефективності, вартості та фінансового левериджу. Для аналізу власне структури капіталу використовують лише коефіцієнти фінансового левериджу, а для більш широких досліджень – зокрема в частині аналізу впливу структури капіталу на інші фінансово-господарські показники корпорацій – необхідно використовувати й інші групи коефіцієнтів. Їх, однак, не можна використовувати в абсолютному форматі, а лише у порівнянні. У більшості випадків вони не мають еталонних або цільових значень.

По-друге, коефіцієнти ліквідності свідчать про можливість компанії покривати свої зобов'язання. Чим вищі ці коефіцієнти, тим більші можливості має компанія з погляду виконання своїх поточних зобов'язань. Виділяють коефіцієнт поточної ліквідності, коефіцієнт швидкої ліквідності та коефіцієнт абсолютної ліквідності.

По-третє, до групи коефіцієнтів заборгованості, або фінансового левериджу, відносять коефіцієнт заборгованості, коефіцієнт довготермінової заборгованості, коефіцієнт короткотермінової заборгованості, коефіцієнт "позиковий капітал – власний капітал" та коефіцієнт покриття відсоткових платежів.

По-четверте, методологічного удосконалення потребує коефіцієнт короткотермінової заборгованості, оскільки відносно високе значення цього показника може не давати об'єктивної характеристики спроможності компанії виконувати свої поточні зобов'язання. Більш ретельний аналіз такого типу платоспроможності ком-

панії повинен проводитися із урахуванням її ліквідності, насамперед, поточної.

Відносно високе значення коефіцієнта короткотермінової заборгованості може бути компенсовано за рахунок достатньої поточної ліквідності, рівно як і навпаки – незначний коефіцієнт короткотермінової заборгованості може бути недостатньо репрезентативним при доволі незначній поточній ліквідності. З нашої точки зору, математично коефіцієнт короткотермінової заборгованості потребує певного коригування з поправкою на значення коефіцієнта поточної ліквідності. Необхідність такого коригування зумовлена також неможливістю порівняння коефіцієнтів короткотермінової заборгованості у різних корпорацій, оскільки вони можуть мати, а на практиці і мають, різні рівні поточної ліквідності.

Модифікований коефіцієнт поточної ліквідності слід розраховувати як добуток стандартного коефіцієнта короткотермінової заборгованості – відношення обсягу короткотермінової заборгованості до сукупних активів та спеціального компенсаційного множника k – відношення коефіцієнта поточної ліквідності корпорації до середньогалузевого значення цього коефіцієнта.

По-п'яте, зазначені коефіцієнти та показники є універсальними – вони можуть застосовуватися як для місцевих корпорацій, так і для транснаціональних, – у випадку ТНК їх використання є особливо актуальним. Це зумовлено головним чином тим, що міжнародні корпорації, зокрема й ТНК, складають свою фінансову звітність за певними стандартами, які є прийнятими на міжнародному рівні.

Методологічно невирішеним, однак, залишається питання щодо пропорційності застосування компенсаційного множника. Ми маємо на увазі те, що в рамках нашої методології ми зробили поправку до коефіцієнта короткотермінової заборгованості пропорційно рівню відхилення поточної ліквідності від цільового значення. Однак, така компенсація може і не бути пропорційною, що, знову ж таки, може бути встановлено лише емпіричним шляхом.

Ще одним відкритим методологічним питанням є питання про міжгалузеві порівняння стану короткотермінової заборгованості. Часто в таких порівняннях немає необхідності, однак їхня методологічна виваженість та коректність можуть мати важливе практичне значення. У корпорацій різних галузей можуть суттєво різнитися як рівень ліквідності, так і рівень короткотермінової заборгованості. Тому навіть використання модифікованого коефіцієнта короткотермінової заборгованості може дати хибні результати. Його також слід коригувати. Таке коригування, на нашу думку, може здійснюватися шляхом приведення коефіцієнтів різних галузей до "спільного знаменника". Однак, проблема міжгалузевого порівняння є значно більш масштабною та потребує додаткових не лише емпіричних, а й теоретичних досліджень.

Список використаних джерел

1. 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.
2. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Ричард Брейли, Стюарт Майерс ; [пер. с англ.]. – [Межд. изд.]. – М. : ЗАО "Олимп – Бизнес", 1997. – 1120 с.
3. Деркач І. О. Комплекс економіко-математичних моделей управління підприємством на засадах концепції левеїджу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 "Економіко-математичне моделювання" / І. О. Деркач. – Київ, 2005. – 23 с.
4. 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.
5. Baker R. E. Advanced Financial Accounting / Richard E. Baker, Valdean C. Lembke, Thomas E. King. – [5th Edition]. – Boston, New York, London : McGraw-Hill/Irwin, 2002. – 1178 p.
6. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.
7. Brigham E. F. Financial Management: Theory and Practice / Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt. – [12th Edition]. – Mason, OH, USA : Thomson South-Western, 2008. – 1074 p.

О. Залиско, асп.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, Україна

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ТНК

Исследованы основные методологические аспекты анализа структуры капитала ТНК на основании специальных финансовых коэффициентов, прежде всего ликвидности и финансового левеїджу. Определена специфика и особенности применения отдельных групп коэффициентов, выявлены их недостатки. Разработана усовершенствованная методология анализа уровня корпоративной краткосрочной задолженности, который должен проводиться с учётом текущей ликвидности. Выведена формула нового – модифицированного – коэффициента краткосрочной задолженности. Подчёркнута особая целесообразность применения финансовых коэффициентов для анализа структуры капитала ТНК, поскольку они составляют финансовую отчётность согласно определённых стандартов, приемлемых на международном уровне.

Ключевые слова: структура капитала ТНК, финансовые коэффициенты, коэффициенты финансового левеїджу, коэффициенты ликвидности, коэффициент текущей ликвидности, коэффициент краткосрочной задолженности, модифицированный коэффициент краткосрочной задолженности.

O. Zalisko, Ph.D. Student

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

THEORETICAL APPROACHES TO MNE CAPITAL STRUCTURE IDENTIFICATION

Core methodological issues of MNE capital structure analysis based on special financial ratios are explored. The ratios of liquidity and financial leverage are in this sense of primary importance. The specificity and peculiarities of certain groups of ratios usage is discovered, their main drawbacks are revealed. The improved methodology of corporate short-term indebtedness analysis that must consider the corporate level of current liquidity is elaborated. The new modified short-term debt ratio formula is developed. The special reasonability of such ratios usage for MNE capital structure analysis is underlined as MNE compose their financial statements in accordance with internationally acceptable standards.

Keywords: MNE capital structure, financial ratios, financial leverage ratios, liquidity ratios, current liquidity ratio, short-term debt ratio, modified short-term debt ratio.

8. Črnigoj M. Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms / Matjaž Črnigoj, Dušan Mramor // Emerging Markets Finance and Trade. – 2009. – Vol. 45, № 1. – P. 72–89.

9. 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.

10. Financial Ratio Benchmarks 2013-2014: Annual Statement Studies / The Risk Management Association. – Philadelphia, PA : The Risk Management Association, 2013. – 28 p.

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. Helfert E. A. Financial Analysis: Tools and Techniques: A Guide for Managers / Erich A. Helfert. – New York, Chicago, San Francisco : McGraw-Hill, 2001. – 485 p.

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. Miller M. Debt and Taxes / Merton Miller // The Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32, № 2. – P. 261–275.

15. 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.

16. 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.

17. Pratt S. P. Valuing A Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies / Shannon P. Pratt with Alina V. Niculita. – [5th Edition]. – New York, London, Toronto : The McGraw-Hill Companies, Inc., 2008. – 1098 p.

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. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values / Ezra Solomon // Journal of Business. – 1955. – Vol. 28, № 2. – P. 213–221.

20. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions / J. Fred Weston // Southern Economic Journal. – 1963. – Vol. 30, № 1. – P. 105–112.

Надійшла до редколегії 06.04.15