

УДК 339.72.015:339.92

## **ЕВОЛЮЦІЯ НАУКОВИХ ПОГЛЯДІВ НА ПРОБЛЕМУ ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ**

**Заліско О. І.**

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

Науковий керівник: професор С. А. Циганов.

**Анотація.** Досліджено економічний зміст фінансового левериджу, визначено та проаналізовано існуючі підходи до його ідентифікації. Виявлено співвідношення між поняттям «фінансовий леверидж» та «структура капіталу корпорацій». Фінансовий леверидж розглянуто як економічний ефект, який виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показників фінансово-господарської діяльності більшою мірою, ніж це було б при відсутності запозичень (використанні лише власного капіталу). Визначено коло основних фінансово-господарських показників корпорацій, які розглядаються як об'єкт його впливу, що може мати як позитивний ефект, так і негативний. Це – операційний прибуток, ринкова капіталізація, дохідність акціонерного капіталу, прибуток на акцію та інші. Позитивний ефект фінансового левериджу виникає тоді, коли прибуток корпорації є вищим, порівняно із вартістю позикового капіталу. Він досягається зазвичай тоді, коли рівень операційного прибутку зростає до певного значення. При відносно незначних показниках операційного прибутку ефект може бути відсутнім.

**Ключові слова:** фінансовий леверидж, структура капіталу корпорації, операційний леверидж, фіксовані витрати, операційний прибуток, прибуток на акцію.

**Постановка проблеми в загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями.** В сучасних умовах проблематика формування структури капіталу ТНК та ефект фінансового левериджу, який виникає внаслідок того чи іншого її типу, є надзвичайно важливою та актуальною, що зумовлено, на наш погляд, трьома головними чинниками. По-перше, ефект фінансового левериджу загалом сприяє міжнародній конкурентній боротьбі сучасних корпорацій. Запозичені кошти дозволяють їм розширювати свою операційну діяльність у значно більшому масштабі, порівняно із альтернативою – працювати лише за рахунок власних коштів. По-друге, історично важливим та в цілому відкритим залишається питання пошуку оптимальної структури капіталу та, відповідно, оптимальних параметрів фінансового левериджу. Попри домінування в цілому прийнятої науковою спільнотою теорії структури капіталу Міллера-Модильяні, існує доволі значна кількість наукових досліджень, які її критикують, доповнюють, уточнюють та пропонують альтернативні погляди. По-третє, глобальна фінансово-економічна криза 2008-2009 років також наголошує на актуальності означеної проблематики. Річ у тім, що під час кризи, напередодні та у посткризовий період відбулися глобальні зміни у структурі попиту на цінні папери. Так, під час кризи суттєво скоротився попит на акції та збільшився – на боргові папери. Це, з одного боку, могло дозволити ТНК скористатися

додатковими можливостями від фінансового левєриджу, а з іншого – могло загострити і так актуальну кризу ліквідності та заборгованості.

**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 структури капіталу та фінансового левєриджу ТНК. 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 [11], 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 [10].

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 [8], Віктора Гонзалеза [7]. Є низка публікацій, присвячених емпіричному тестуванню різних аспектів структури капіталу для різних країн та регіонів, приміром, роботи Лоренса Бута, Варужа Айвазіана, Аслі Деміргук-Кунт та Воджислава Максимовича [5], а також Матйаша Чрнігожа та Душана Мрамора [6]. У рамках вітчизняного доробку до цієї проблематики слід відзначити роботи О. І. Рогача [3], В. Г. Андрійчука і С. А. Галузинського [1], Деркач І. О. [2] та інших.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, яким присвячена стаття.** Однак, попри наявність достатньої кількості наукових досліджень у цій сфері, ряд аспектів потребують уточнення й термінологічної ідентифікації. Так, у зарубіжній літературі термін «фінансовий левєридж» часто ототожнюють із власне структурою капіталу, або заборгованістю, або підвищеною економічною ефективністю корпорацій унаслідок залучення позикових коштів, не даючи йому визначення безпосередньо. У цьому сенсі нас все ж цікавить виявлення його економічного змісту та визначення його співвідношення із вищенаведеними термінами, які характеризують, на нашу думку, дещо відмінні явища та процеси дійсності. Часто зустрічаємо ототожнення таких понять, як «операційний» та «фінансовий левєридж», зокрема у вітчизняній літературі, а вони, з нашої точки зору, потребують чіткого розмежування.

**Формулювання цілей статті.** З огляду на те, що єдиного загальноновизнаного підходу до ідентифікації фінансового левєриджу немає, метою нашої статті є проведення порівняльного аналізу існуючих підходів і розробка на цій основі комплексної концепції визначення фінансового левєриджу та встановлення співвідношення між ним та власне структурою капіталу транснаціональних корпорацій. Виконання цього завдання дозволить, на наш погляд, сформулювати належне теоретичне підґрунтя для проведення подальших досліджень, зокрема й емпіричних.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Проведений нами аналіз сучасної літератури із даної проблематики дозволяє підсумувати, що в цілому існує 3 підходи до ідентифікації терміну «фінансовий левєридж» та аналізу його економічного змісту. При цьому, теорія фінансового менеджменту не виділяє якогось специфічного підходу для транснаціональних корпорацій, розуміючи їх як звичайні корпоративні структури. Особливості ж та специфіка аналізу ТНК полягає насамперед в емпіричному тестуванні теорії, виявленні

практичних відмінностей між ТНК та національними корпораціями, а також визначенні регіональної специфіки формування та розвитку структури капіталу. *Перший підхід* передбачає ототожнення фінансового левериджу із власне заборгованістю корпорації. Такий підхід характерний для більшості наукових робіт, предметом дослідження яких є взаємозв'язок між рівнем заборгованості та операційною діяльністю ТНК, приміром, робота В. Гонзалеза [7]. Такий взаємозв'язок може розглядатися як з погляду впливу операційної діяльності корпорації на рівень її заборгованості, так і з погляду впливу заборгованості на операційний прибуток. З погляду техніки розрахунку, Гонзалез визначає леверидж як відношення балансової вартості фінансового боргу (як коротко-, так і довготермінового) до балансової вартості сукупних активів [7, с. 172]. Це, фактично, – коефіцієнт заборгованості. Таке тлумачення фінансового левериджу, на нашу думку, є дещо обмеженим з погляду характеристики економічних відносин, що лежать в основі, однак повною мірою відповідає завданням та потребам конкретного дослідження.

У роботі Грінфілда, Ренделла та Вудса [8] не вживаються ані термін «леверидж», ані «фінансовий леверидж» (крім назви), а сутність останнього також зводиться до заборгованості компанії. Вони аналізують співвідношення між структурою капіталу корпорації та її чистою приведеною вартістю, яка, за традиційним розумінням, є головним критерієм фінансового менеджменту щодо інвестиційних проєктів. Структуру капіталу – власне фінансовий леверидж – вони визначають на основі показника відношення позикового капіталу до власного [8, с. 40, 41]<sup>1</sup>.

Схоже бачення зустрічаємо, приміром, у Росса, Вестерфілда та Джеффі. Вони хоча і розглядають поряд із фінансовим операційний леверидж (це повною мірою кореспондується із третім підходом), однак сутність фінансового левериджу трактують як ступінь заборгованості компанії [12, с. 33, 318]. Вони, як і більшість академічних авторів, називають коефіцієнти заборгованості, які використовуються для аналізу фінансової звітності ТНК, коефіцієнтами фінансового левериджу [12, с. 35]. Їх розрахунок дозволяє визначити ймовірність дефолту компанії за борговими зобов'язаннями. Тут загальна логіка така: чим вищий рівень заборгованості має фірма, тим вища, за інших рівних умов, ймовірність дефолту. Брейлі та Майерс у такий же спосіб переважно ототожнюють фінансовий леверидж із заборгованістю, формально визначаючи його як використання боргових коштів для підвищення очікуваної дохідності акціонерного капіталу [4, с. 1043]. Вони також зазначають, що він вимірюється відношенням позикового капіталу до суми власного та позикового (активи). У цьому сенсі, однак, можна застосовувати різну методологію вимірювання, використовувати різні коефіцієнти левериджу [4, с. 824-825]. За Брейлі та Майерсом, запозичення призводять до створення фінансового левериджу, який не впливає на ризик очікуваної дохідності активів корпорації, але підвищує ризик очікуваної дохідності власного капіталу [4, с. 229]. Ще одним дослідженням цієї групи є робота Бута, Айвазіана, Деміргук-Кунт та Максимовіча, які не вкладають у термін «фінансовий леверидж» іншого змісту, окрім заборгованості, але також вживають і просто термін «леверидж» або «корпоративний фінансовий леверидж» [5, с. 88].

Такий підхід, з нашої точки зору, має дві суттєві, з погляду свого економічного змісту, риси. По-перше, ототожнення фінансового левериджу та корпоративної заборгованості безпосередньо вказує на структуру капіталу, яка, власне, і є об'єктом вивчення в рамках даного напрямку розвитку економічної теорії. Саме політика формування структури капіталу ТНК визначає рівень та структуру заборгованості, що, у свою чергу, спричинює до змін відповідних фінансових показників корпорацій. По-друге, формулювання про ство-

<sup>1</sup> Debt-to-equity ratio.

рення фінансового левериджу Брейлі та Майерса вказує на наявність певного економічного ефекту (ефектів) від використання позикового капіталу, зокрема в частині виникнення додаткових ризиків. Власне ці ефекти є в багатьох випадках предметом дослідження вчених у рамках даної проблематики.

Відповідно до другого підходу, фінансовий леверидж також розуміється як заборгованість компанії, але сам термін може і не вживатися. Натомість вживається узагальнений термін «леверидж». Цей підхід представлений, приміром, дослідженням Матйаша Чрніґожа та Душана Мрамора [7]. Вони вживають термін «леверидж», під яким розуміють саме фінансовий леверидж, не даючи жодних визначень. Однак, у їхньому дослідженні використовується доволі відома методика кількісного визначення фінансового левериджу, як, приміром, у Брейлі та Майерса. Вони його визначають як відношення позикового капіталу до активів [6, с. 80–81]. Цей підхід є найбільш широким із досліджуваних, а термін «леверидж» не має специфічного змістовного навантаження.

Третій підхід є, на наш погляд, найбільш фундаментальним з точки зору розкриття змісту фінансового левериджу, який розглядається насамперед як певний економічний (фінансовий) ефект від використання позикових коштів. Він вважається складовою загального левериджу корпорації поряд із так званим операційним левериджем. За цим підходом, яскравими представниками якого є, приміром, Ван Хорн та Вачовіц, леверидж – це використання фіксованих витрат для підвищення прибутковості [14, с. 697]. Підвищення прибутковості в цьому визначенні саме і вказує на наявність певного ефекту. Загальний леверидж при цьому формується як за рахунок фіксованих операційних витрат – операційний леверидж, так і за рахунок фіксованих витрат фінансування – фінансовий леверидж [14, с. 420]. Ван Хорн і Вачовіц також дають формальне визначення терміну «ступінь фінансового левериджу» – відсоткова зміна показника EPS<sup>2</sup> компанії, яка виникає внаслідок зміни операційного прибутку (ЕВІТ)<sup>3</sup> на 1 % [14, с. 432], також наголошуючи на конкретному фінансовому ефекті для корпорації, який виникає внаслідок використання позикових коштів. Серед вітчизняних науковців такого бачення дотримуються також Андрійчук та Галузинський [1, с. 20].

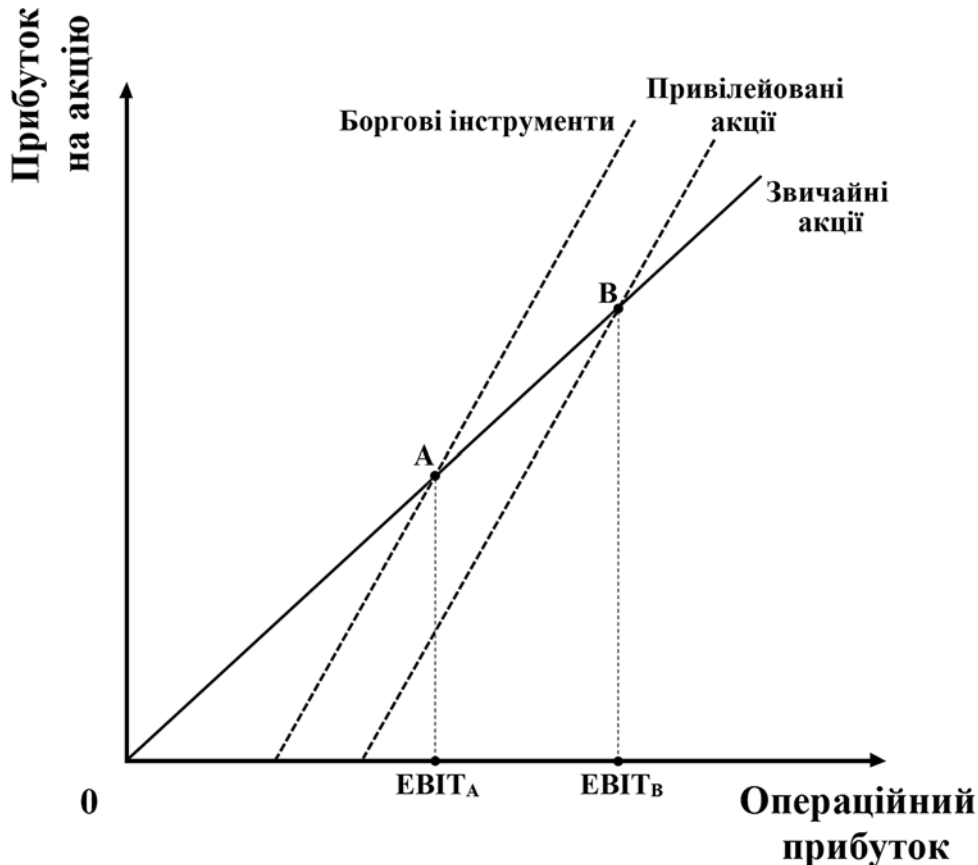
Другим важливим аспектом цього підходу (поряд із наголошенням на існуванні фінансового ефекту) є акцент на використанні фіксованих витрат. Заборгованість у будь-якій формі – кредиту або випуску корпоративних цінних паперів – є саме тією частиною пасивів корпорації, вартість якої є фіксованою, на відміну від власного – акціонерного – капіталу. Плата за позикові кошти, як відомо, встановлюється у формі відсотка, який є постійним та відомим. Власний же капітал передбачає виплату акціонерам винагороди у формі дивідендів, розмір яких не є сталим та фіксованим, а визначається самими акціонерами, і тому вважається більш дорогим джерелом фінансування корпорацій. У цьому зв'язку слід зазначити, що емісія привілейованих акцій також розглядається як джерело фінансування із фіксованими витратами.

Важливою особливістю фінансового левериджу є те, що він є опцією, тобто корпорація може залучати позикові кошти, а може й не робити цього. Вважається, що його позитивний ефект виникає тоді, коли прибуток корпорації є вищим, порівняно із вартістю позикового капіталу. Тоді такий позитивний ефект ретранслюється на акціонерів у виг-

<sup>2</sup> EPS (Earnings per Share) – прибуток на акцію – фінансовий показник діяльності корпорацій, який розраховується як відношення чистого прибутку до кількості акцій в обігу. Фактично, він показує, який обсяг чистого прибутку компанії припадає на 1 акцію.

<sup>3</sup> ЕВІТ (Earnings before Interest and Tax) – прибуток до сплати відсотків та податків, або операційний прибуток.

ляді зростання дохідності акціонерного капіталу. Однак, у контексті аналізу альтернатив залучення додаткових довготермінових фінансових ресурсів слід зазначити, що перевага борговому фінансуванню віддається не завжди. Сучасна теорія фінансового менеджменту розглядає три альтернативи – акції, боргові інструменти та привілейовані акції – для різних значень діапазону коливання операційного прибутку (рис. 1).



Джерело: [14, с. 430].

Рис. 1. Ефект фінансового левериджу.

З рис. 1 видно, що для всього діапазону значень операційного прибутку залучення додаткового фінансування за рахунок боргових інструментів спричинює до більш відчутного ефекту з огляду на зростання прибутку на акцію, порівняно із привілейованими акціями. У контексті ж порівняння ефекту фінансового левериджу за рахунок залучення коштів за посередництвом боргових інструментів та акцій зазначимо, що для значень операційного прибутку, менших від  $ЕВІТ_A$ , додаткове фінансування за рахунок звичайних акцій буде більш ефективним. Тут ефект фінансового левериджу відсутній. Із формального погляду, в таких ситуаціях часто говорять про позитивний та негативний ефект. Так, залучення позикових коштів при операційному прибутку, меншому від  $ЕВІТ_A$ , призведе до негативного ефекту фінансового левериджу – зниження прибутку на акцію.

При значеннях операційного прибутку, більших від  $ЕВІТ_A$ , ефект фінансового левериджу стає відчутним – прибуток на акцію зростає більшими темпами, порівняно із випадком залучення фінансування за посередництвом звичайних акцій. А при значеннях операційного прибутку, більших від  $ЕВІТ_B$ , навіть фінансування за посередництвом випуску привілейованих акцій стає більш ефективним, порівняно з випуском звичайних

акцій. Точки А та В є свого роду точками байдужості. Приміром, у точці А корпорації байдуже – залучати додаткове фінансування у формі звичайних акцій або боргових інструментів.

Наведена графічна модель фінансового левериджу, з нашої точки зору, відкриває три важливих напрями використання цих результатів у практиці корпоративного фінансового менеджменту.

По-перше, недоцільність використання привілейованих акцій як інструменту фінансування – з погляду впливу на прибуток на акцію боргові фінансові інструменти є більш ефективними. Однак, цей посил стосується лише міркувань структури капіталу, відносно ж із власниками чи іншими інвесторами корпорації можуть формуватися під впливом цілого комплексу інших чинників, які не є предметом нашого дослідження. Тому більшість ТНК та національних корпорацій все ж мають привілейовані акції у структурі своїх пасивів.

По-друге, це власне прямий ефект фінансового левериджу – збільшення прибутку на акцію.

По-третє, адекватне оцінювання рівня операційного прибутку для використання позитивного ефекту. У форматі вищенаведеної графічної моделі – пошук точки А. Це дозволить використати позитивний та уникнути негативного ефекту.

Аналогічне бачення фінансового левериджу – у Гелферта, який розглядає його як складову загального левериджу корпорації та наголошує на тому, що він виникає тоді, коли у структурі капіталу корпорації є зобов'язання із фіксованими відсотками [9, с. 192]. Тут також передбачається, що така структура капіталу спричинює до певних змін у фінансових показниках корпорацій. Головною особливістю підходу Гелферта є, на наш погляд, те, що він розглядає фінансовий леверидж як ефект впливу не лише на показник прибутку на акцію, а й на інші показники: дохідність акціонерного капіталу, дохідність активів, ринкову капіталізацію компанії [9, с. 207] тощо. Причому саме останній показник є головним, на думку Гелферта, з точки зору аналізу фінансового левериджу. За інших рівних умов він повинен зростати (лише до певної межі) при залученні позикових коштів до лише акціонерної структури капіталу. Коефіцієнти ж заборгованості корпорацій Гелферт, як і більшість інших учених, називає коефіцієнтами фінансового левериджу [9, с. 98]. Він також наводить оригінальну формулу визначення ефекту фінансового левериджу (1.3):

$$R = \frac{I}{E}, \quad (1.1)$$

$$r = \frac{I + Di}{E + D}, \quad (1.2)$$

$$R = r + \frac{D}{E}(r - i), \quad (1.3)$$

де  $I$  – прибуток після сплати податків,  
 $E$  – акціонерний капіталі,  
 $D$  – довготерміновий борг,  
 $R$  – дохідність акціонерного капіталу,  
 $r$  – дохідність капіталу,  
 $i$  – відсоткова ставка після сплати податку.

У наведених формулах ми не змінювали позначення показників та їх трактування. Однак, мусимо зазначити, що підхід Гелфферта дещо відрізняється від традиційного. Приміром, показник R зазвичай позначається як *ROE*, а *r* – як *ROA*<sup>4</sup>. Під I мається на увазі чистий прибуток – після сплати відсотків і податків. Логіка виведення (1.3) є такою: із формул (1.1) та (1.2) виражається чистий прибуток I, після чого праві частини отриманих рівнянь прирівнюються між собою із незначними математичними перетвореннями.

Гелфферт також наводить емпіричні дані щодо структури капіталу корпорацій різних галузей. Так, у структурі капіталу виробничих корпорацій частка довготермінової заборгованості у структурі капіталу становить в середньому від 0 до 50%, комунальних компаній – від 30 до 60%, а компаній у сфері роздрібної торгівлі – навіть більше [9, с. 207].

Більш сучасні дані свідчать, що, приміром, у секторі автомобілебудування коефіцієнт фінансового левериджу становить близько 63% (табл. 1).

**Таблиця 1.**  
Динаміка структури капіталу ТНК «Тойота Мотор Корпорейшн»,  
коефіцієнт фінансового левериджу, %

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Середня
61,74	61,41	63,52	63,98	63,38	63,90	64,00	63,27	63,15

Джерело: розраховано автором на основі джерела [13].

Примітки:

1. Коефіцієнт фінансового левериджу – відношення залученого капіталу до сукупних активів.
2. Відповідні фінансові роки закінчуються 31 березня.
3. Дані за 2014 рік наведені станом на кінець 3-го кварталу 2014 фінансового року – фактично, станом на 31 грудня 2013 року.

З табл. 1 також бачимо, що ступінь використання позикових коштів збільшився у посткризовий період, що, на наш погляд, пов'язано із зниженням ризиків. У кризові ж 2007 та 2008 роки коефіцієнт фінансового левериджу був дещо нижчим – на рівні 61,5%.

Підсумовуючи досліджені підходи до фінансового левериджу, не можемо не звернути увагу на власне переклад терміну. Річ у тім, що термін «леверидж» є транслітерацією англійського терміну «leverage», який перекладається як «важіль», «сила», «зусилля важеля» або «кредитне плече». Ця сила, або ефект важеля і виникають внаслідок використання запозичених коштів, які дають додаткові можливості підвищити прибутковість компанії та покращити інші її фінансові показники. Під «ефектом» у даному разі маємо на увазі, очевидно, те, чого не можливо було б досягти при використанні лише власних коштів. Така специфіка перекладу є характерною для джерел американського мовного та наукового стилів. Британські ж автори іноді використовують термін «gearing», приміром, Брейлі та Майерс [4, с. 229]. На це також вказують Ван Хорн та Вачовіц [14, с. 420]. Використовуються також терміни «levered firm» – фірма із залученим (позиковим) капіталом [12, с. 318] або «levered equity», «lever up» – збільшити рівень заборгованості тощо.

Найбільш точне визначення, яке відображає його найголовніші суттєві риси та особливості, може бути сформульоване так: *фінансовий леверидж* – це економічний ефект, який виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показників фі-

<sup>4</sup>ROE (Return on Equity) – дохідність акціонерного капіталу. ROA (Return on Assets) – дохідність активів.

нансово-господарської діяльності більшою мірою, ніж це було б при відсутності запозичень (використанні лише власного капіталу). Сам же ефект ще можна назвати ефектом фінансового важеля. У цьому сенсі терміни «фінансовий леверидж» та «ефект фінансового важеля» можна вважати синонімічними. Зважаючи на таке визначення, слід звернути увагу на власне заборгованість корпорації та структуру її капіталу. Її не можна ототожнювати з фінансовим левериджем. Та чи інша політика структури капіталу може призводити до певних важелевих ефектів, які можуть бути як позитивними, так і негативними. Формування структури капіталу є тією сукупністю відносин, яка, з нашої точки зору, спрямована та призводить до покращення окремих фінансово-господарських показників корпорацій. У більшості ж випадків, говорячи про фінансовий леверидж як економіко-господарський ефект на діяльність корпорації, мають на увазі саме позитивний ефект. Суто ж математично він може набувати як додатних, так і від'ємних значень, що впливає з формули (1.3).

У нашому визначенні також фігурує положення про фіксований позиковий відсоток. Номінально, у такому разі випуск боргових паперів із плаваючими ставками не відноситься до позикового фінансування, однак, фактично, це також може створювати фінансовий леверидж, а сам позиковий відсоток є плаваючим лише у певних раціональних межах. Більше того, характер такого фінансування принципово відрізняється від фінансування за допомогою власного капіталу. Ця ремарка є важливою з погляду емпіричного аналізу діяльності ТНК, які часто випускають папери з плаваючими ставками, приміром, ноти з плаваючими ставками<sup>5</sup>.

**Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розробок у цьому напрямі.** Проведене дослідження дозволяє зробити такі найбільш важливі висновки та узагальнення. По-перше, у сучасній літературі існує три підходи до ідентифікації фінансового левериджу. За першим – найбільш численним – підходом його ототожнюють із заборгованістю корпорації. Прибічники цього підходу розглядають переважно вплив фінансового левериджу на показники операційної діяльності корпорацій. Відповідно до другого підходу, фінансовий леверидж просто ототожнюють із левериджем, навіть іноді не вживаючи цей термін. Третій – найбільш фундаментальний, на наш погляд – підхід розглядає фінансовий леверидж, поряд із операційним, як складову загального левериджу корпорації. Він передбачає використання позикових коштів у структурі капіталу корпорацій, що призводить до певних фінансово-господарських ефектів для корпорації. Спеціальні ж фінансові коефіцієнти, які використовуються для аналізу рівня заборгованості та фінансового левериджу, часто називаються коефіцієнтами левериджу або фінансового левериджу в рамках всіх вищенаведених підходів.

По-друге, фінансовий леверидж – це економічний ефект, який виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком, та проявляється у зміні окремих показників фінансово-господарської діяльності більшою мірою, ніж це було б при відсутності запозичень (використанні лише власного капіталу). Ототожнення структури капіталу із фінансовим левериджем є неточним, оскільки політика щодо структури капіталу є тією сукупністю відносин, яка може призводити до позитивного чи негативного фінансового левериджу.

По-третє, у частині аналізу фінансового левериджу та структури капіталу теорія фінансового менеджменту не виділяє якогось специфічного підходу для транснаціональних корпорацій, розуміючи їх як звичайні корпоративні структури. Особливості ж та специфіка аналізу ТНК полягає насамперед в емпіричному тестуванні теорії, виявленні практичних

<sup>5</sup> Floating rate notes (FRN).



відмінностей між ТНК та національними корпораціями, а також визначенні регіональної специфіки формування та розвитку структури капіталу.

По-четверте, головними особливостями фінансового леввериджу є такі. Він є опціональним, тобто цей ефект може свідомо використовуватися або не використовуватися менеджерами корпорацій. Позитивний ефект виникає тоді, коли прибуток корпорації є вищим, порівняно із вартістю позикового капіталу. Основними показниками, на які впливає фінансовий левверидж, є операційний прибуток, ринкова капіталізація, дохідність акціонерного капіталу та інші. У випадку аналізу впливу на показник прибутку на акцію значну роль відіграє рівень операційного прибутку. Позитивний фінансовий левверидж досягається зазвичай тоді, коли рівень операційного прибутку досягає певного значення. При відносно незначних показниках операційного прибутку ефект може бути відсутнім. Тому найважливішим завданням корпоративного фінансового менеджменту є визначення цього рівня та використання відповідного ефекту. При цьому, використання привілейованих акцій є недоцільним та не має переваг, порівняно із борговими інструментами. Наявність же їх у структурі капіталу ТНК зумовлена іншими чинниками.

У рамках дослідження даної проблематики слід виділити деякі напрями подальшого удосконалення наших результатів та висновків. Головним з них є, на наш погляд, саме напрям емпіричного тестування. У цьому зв'язку все ж виявляється цікавим аспект порівняння фінансового леввериджу для ТНК та місцевих корпорацій, а також корпорацій у різних галузях. Окрім того, актуальним залишається дослідження впливу глобальної фінансово-економічної кризи на фінансовий левверидж корпорацій.

### 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. Деркач І. О. Комплекс економіко-математичних моделей управління підприємством на засадах концепції леввериджу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / І. О. Деркач. – Київ, 2005. – 23 с.
3. 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.
4. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.
5. Capital Structures in Developing Countries / [Laurence Booth, Varouj Aivazian, Asli Demircug-Kunt, Vojislav Maksimovic] // The Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56, № 1. – P. 87-130.
6. 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.
7. 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.
8. 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.

9. 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.
10. Miller M. H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares / Merton H. Miller, Franco Modigliani // The Journal of Business. – 1961. – Vol. 34, № 4. – P. 411-433.
11. 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.
12. 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.
13. Toyota Motor Corporation Financial Results 2007 – 2014. – Toyota Motor Corporation 2014 [Electronic recourse]. – Access mode: [http://www.toyota-global.com/investors/financial\\_result/back](http://www.toyota-global.com/investors/financial_result/back).
14. 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.

## THE DEVELOPMENT OF SCIENTIFIC APPROACHES TO MNE FINANCIAL LEVERAGE ISSUE

**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: Prof. Sergiy A. Tsyganov.

**Abstract.** *The economic content and meaning of financial leverage is explored, existing approaches to its identification are defined and analyzed. The relation between financial leverage and corporate capital structure is discovered. Financial leverage is considered as an economic effect arising as a result of using debt financing with fixed interest in corporate capital structure. It brings about the change in respective corporate financial and economic ratios at higher rates than it would appear if only shareholders equity without any debt were used. The range of core corporate financial and economic ratios that are considered in terms of positive or negative influence of financial leverage are defined. They include operational income, market capitalization, return on equity, earnings per share and others. The positive effect arises when corporate income exceeds the cost of debt financing. It is achieved mostly when the operational profit reaches certain level. In case when operational profit is relatively low, the effect can be missing.*

**Key words:** *financial leverage, corporate capital structure, operating leverage, fixed costs, operating income, earnings per share.*

### Referances

1. Andriychuck V. G. Vlasniy ta pozychkoviy kapital pidpryyemstva i kryteriyi yih ratsionalnogo spivvidnoshennya / V. Andriychuck, S. Galuzynskiy // Ekonomika Ukrainy. – 1998. – № 6 (439). – S. 15-23.
2. Derkach I. O. Kompleks ekonomiko-matematychnykh vodeley upravlinnya pidpryyemstvom na zasadah konceptsiyi leverydzh : avtoref. dys. na zdobuttya nauk. stupenya kand. ekon. nauk : spets. 08.03.02 «Ekonomiko-matematyчне modelyuvannya» / I. O. Derkach. – Kyiv, 2005. – 23 s.
3. 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.
4. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. – [7th Edition]. – Boston, London, Toronto : McGraw-Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.

5. Capital Structures in Developing Countries / [Laurence Booth, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic] // The Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56, № 1. – P. 87-130.
6. 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.
7. 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.
8. 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.
9. 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.
10. Miller M. H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares / Merton H. Miller, Franco Modigliani // The Journal of Business. – 1961. – Vol. 34, № 4. – P. 411-433.
11. 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.
12. 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.
13. Toyota Motor Corporation Financial Results 2007 – 2014. – Toyota Motor Corporation 2014 [Electronic resource]. – Access mode : [http://www.toyota-global.com/investors/financial\\_result/back/](http://www.toyota-global.com/investors/financial_result/back/).
14. 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.

## ЭВОЛЮЦИЯ НАУЧНЫХ ВЗГЛЯДОВ НА ПРОБЛЕМУ ФИНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖА ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ

**Залиско О. И.**

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

Научный руководитель: профессор С. А. Цыганов.

**Аннотация.** *Исследовано экономическое содержание финансового левериджа, определены и проанализированы существующие подходы к его идентификации. Определено соотношение между понятиями финансовый леверидж и структура капитала корпораций. Финансовый леверидж рассмотрен как экономический эффект, который возникает вследствие использования корпорациями в структуре капитала заёмных средств с фиксированным процентом и проявляется в изменении определённых показателей финансово-хозяйственной деятельности в большей степени, чем это могло бы быть при отсутствии задолженности и использовании лишь акционерного капитала. Определён круг основных финансово-хозяйственных показателей, которые рассматриваются как объект его влияния, имеющего потенциально как положительный, так и отрицательный эффект. Это – операционный леверидж, рыночная капитализация, доходность акционерного капитала, прибыль на акцию и другие. Положительный эффект возникает тогда, когда прибыль корпорации превышает стоимость ссудного капитала. Он достигается обычно тогда, когда операционная прибыль возрастает до определённого значения. При относительно же незначительных показателях операционной прибыли эффект может отсутствовать.*

**Ключевые слова:** *финансовый леверидж, структура капитала корпорации, операционный леверидж, фиксированные издержки, операционная прибыль, прибыль на акцию.*