

УДК: 339.727.24

**І. А. Ломачинська**

**А. І. Іванов**

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

## **ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ТНК В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ (НА ПРИКЛАДІ НАФТОВИДОБУВНОЇ ГАЛУЗІ)**

В статті розглянуто й узагальнено ключові аспекти ефективної внутрішньої фінансової політики транснаціональних корпорацій із використанням інструменту оптимізації структури капіталу на основі дії механізму фінансового левериджу.

**Ключові слова:** транснаціональні корпорації, оптимізація структури капіталу, фінансовий леверидж, ROA, ROE.

У сучасних умовах розвитку міжнародного бізнесу саме транснаціональні компанії займають провідне місце у визначенні структури світового господарства та виступають в якості провідного поєднуючого елемента, як між національною й світовою економікою, так і між різними сегментами та регіонами світового ринку. В той же час, не дивлячись на те, що ТНК як складний господарський комплекс отримує можливість максимізувати прибуток, глобальна нестабільність ускладнює управління фінансовою діяльністю компаній та вимагає перегляду принципів щодо реалізації фінансової політики відповідно до сучасних умов господарювання. Слід враховувати, що інтернаціоналізація бізнесу впливає на прибутковість компанії шляхом зміни умов досягнення конкурентних переваг і якщо відбувається трансформація зовнішньої фінансової середовища компанії, то виникає потреба в оптимізації рішень щодо зміни пріоритетів фінансової політики.

Важливим аспектом сучасної фінансової діяльності ТНК є формування оптимальної структури капіталу, що обумовлено, по-перше, потребою в достатньому фінансовому забезпеченні поточної господарської діяльності та розвитку компанії; по-друге, необхідністю мінімізації середньозваженої вартості капіталу; й, по-третє, необхідністю мінімізації ризиків платоспроможності та фінансової стійкості, що в сукупності й визначає пріоритети та напрями формування та розвитку фінансової політики ТНК.

Різні аспекти фінансової діяльності ТНК висвітлені в багатьох наукових працях вітчизняних і закордонних економістів. Значний вклад внесли такі науковці: О. Білорус, Дж. Даннінг, Т. Коупленд, Д. Лук'яненко, Г. Марковіц, Є. Панченко, Ю. Пахомов, О. Плотніков, А. Рагман, К. Редхед, В. Рокоча, В. Суторміна, А. Філіпенко, С. Хьюс, У. Шарп, С. Якубовський та ін. Більшість робіт присвячено фінансовій стратегії корпорацій та механізмам її реалізації, методикам аналізу та планування фінансової діяльності, управлінню фінансовими ризиками тощо. В той же час такі питання, як прикладний аналіз фінансової діяльності ТНК в окремих галузях та регіонах, не отримали достатнього висвітлення в спеціалізованій економічній

літературі. Стосується це й нафтовидобувної галузі, яка має значний вплив на стан та динаміку розвитку світового господарства. Її компанії, які, як правило, входять в рейтинг найбільших компаній світу, заслуговують ретельної уваги з точки зору удосконалення механізмів фінансової діяльності відповідно до умов розвитку світової кон'юнктури.

Метою даної статті є теоретичне та практичне обґрунтування політики оптимізації структури капіталу транснаціональних компаній в умовах глобальної фінансово-економічної нестабільності на прикладі компаній-лідерів світової нафтовидобувної галузі: Exxon Mobil, Royal Dutch Shell, BP, Chevron, Total, Petrobras, Petrochina.

З теорії корпоративних фінансів відомо, що структура капіталу компанії визначається, перш за все, співвідношенням власних й запозичених коштів. Кожне з джерел їх залучення має певні переваги та недоліки, що й обумовлює вибір способу фінансування господарської діяльності. При цьому важливим є забезпечення необхідного рівня фінансової стійкості, платоспроможності, рентабельності, що вкрай важливо в період фінансово-економічної нестабільності.

У структурі внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів основне місце належить нерозподіленому прибутку, — саме він формує переважну частину власних фінансових ресурсів, забезпечує приріст власного капіталу, а відповідно, й зростання ринкової вартості. Певну роль у деяких структурах відіграють також амортизаційні відрахування, особливо для ТНК з високою вартістю необоротних активів, однак суму власного капіталу вони не збільшують, а лише є засобом його реінвестування. У структурі зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів основне місце належить додатковій емісії акцій.

Управління залученням позикових коштів є цілеспрямованим процесом їх формування з різних джерел і в різних формах у відповідності з потребами компанії в додатковому капіталі. Основними джерелами залучення позикових коштів для ТНК, перш за все, є банківські та комерційні кредити, лізинг, облігаційні позики, поточні зобов'язання за розрахунками тощо.

Таким чином, логічно, що корпорації, які використовують переважно власний капітал, мають найвищу фінансову стійкість, але така ситуація обмежує темпи розвитку в зв'язку з тим, що не забезпечує формування необхідних додаткових активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку, а компанії не використовують фінансові можливості приросту прибутку. Використовуючи ж позиковий капітал, компанії мають більш високий фінансовий потенціал свого розвитку та можливості приросту фінансової рентабельності, однак більшою мірою генерують фінансові ризики. Тому компанії, у яких прибуток і операційні потоки грошових коштів нестійкі, повинні обмежувати залучення позикового капіталу. З іншого боку, ті компанії, у яких грошові потоки більш стабільні, можуть активніше залучати позичкове фінансування.

З огляду на підходи щодо визначення оптимальної структури капіталу слід аналізувати фінансову діяльність, по-перше, на основі розрахунку фінансових показників (коефіцієнтів), і, по-друге, на основі аналізу дії

фінансового левериджу як інструменту оцінки ефективності структури капіталу та його використання. Для проведення такого аналізу використовуються такі основні показники: рентабельність активів (ROA), рентабельність власного капіталу (ROE), рентабельність інвестицій (ROI). Виявити рівень фінансового ризику, пов'язаного зі структурою джерел формування капіталу ТНК, а відповідно, й ступінь її фінансової стабільності в процесі майбутнього розвитку, дозволяють коефіцієнти оцінки фінансової стійкості компанії (див. табл. 1).

Таблиця 1

Показники структури капіталу

	Формула	Умовні позначення
Показники рентабельності	$ROA = \frac{NI}{(A_1 + \dots + A_n) / n} * 100 \%$	ROA — рентабельність активів; NI — чистий прибуток від усіх видів діяльності; $(A_1 + \dots + A_n) / n$ — середня вартість загальних активів компанії у визначений період;
	$ROE = \frac{NI}{(E_1 + \dots + E_n) / n} * 100 \%$	ROE — рентабельність власного капіталу; NI — чистий прибуток від усіх видів діяльності; $(E_1 + \dots + E_n) / n$ — середня сума власного капіталу компанії у розглянутий період;
	$ROI = \frac{NI_i}{\sum i} * 100 \%$	ROI — рентабельність інвестицій; $NI_i$ — сума чистого прибутку, отриманого від інвестиційної діяльності; $\sum i$ — сума інвестиційних ресурсів підприємства, вкладених в об'єкти реального і фінансового інвестування;
Показники фінансової стійкості	$RTE = \frac{TE}{TLE}$	RTE — коефіцієнт автономії; TE — власний капітал; TLE — всього пасивів;
	$RTL = \frac{TL}{TLE}$	RTL — коефіцієнт концентрації позикового капіталу; TL — позиковий капітал; TLE — всього пасивів;
	$RME = \frac{CA}{TLE}$	RME — коефіцієнт маневреності власного капіталу; CA — оборотні активи; TLE — всього пасивів;
	$RTLE = \frac{TLE}{TL}$	RTLE — коефіцієнт фінансової залежності; TE — власний капітал; TLE — всього пасивів;
	$FSR = \frac{TE}{CL}$	FSR — коефіцієнт фінансової стійкості; TE — власний капітал; CL — поточні зобов'язання.

Складено авторами на основі джерел [1–3].

Розрахунок фінансових коефіцієнтів для низки нафтовидобувних ТНК за 2007 р. і 2009 р. свідчить про наступне (табл. 2). Динаміка показників ROA і ROE для всіх компаній демонструє зниження рентабельності. При цьому коефіцієнти автономії та фінансової стійкості збільшилися, а концентрація позикового капіталу й маневреність власного зменшилися. Це можна пояснити погіршенням кон'юнктури нафтової галузі, а також високою ціною і малодоступністю позикових ресурсів. Таким чином, можна зробити висновок, що світова фінансова криза в цілому не погіршила

фінансове становище компаній. Однак це є не стільки результатом ефективної фінансової політики ТНК, скільки наслідком впливу зовнішнього середовища. Така поведінка корпорацій в умовах зниження рентабельності може супроводжуватися фінансовими обмеженнями в майбутньому.

Таблиця 2

**Показники фінансової стійкості та рентабельності нафтових ТНК**

Показник	Рік	Exxon	Royal	Chevron	BP	Total	Petrobras
ROA	2007	0,172	0,118	0,09	0,09	0,21	0,119
	2009	0,084	0,044	0,071	0,071	0,091	0,068
ROE	2007	0,33	0,253	0,224	0,235	0,104	0,223
	2009	0,17	0,092	0,164	0,164	0,043	0,118
RTE	2007	0,521	0,467	0,519	0,401	0,492	0,534
	2009	0,495	0,473	0,562	0,433	0,469	0,571
RTL	2007	0,479	0,533	0,481	0,599	0,508	0,466
	2009	0,505	0,527	0,438	0,567	0,531	0,429
RME	2007	0,355	0,428	0,265	0,34	0,231	0,425
	2009	0,237	0,33	0,226	0,287	0,212	0,39
RTLE	2007	2,086	2,139	1,925	1,874	2,031	1,874
	2009	1,978	2,115	1,779	2,311	1,751	2,133
FSR	2007	2,162	1,335	2,287	2,287	1,699	2,114
	2009	2,216	1,629	3,531	3,531	2,121	2,844

Розраховано автором на основі джерел [8–14].

Для вирішення зазначеного протиріччя можна рекомендувати використати інструмент фінансового левериджу. Фінансовий леверидж — це потенційна можливість впливати на чистий прибуток компанії шляхом зміни обсягу і структури пасивів; варіюванням співвідношення власного і позикового капіталу для оптимізації процентних виплат. У контексті цього питання про доцільність використання позикового капіталу безпосередньо пов'язано з потенціалом збільшення рентабельності власного капіталу в результаті збільшення частки позикових джерел у загальній структурі фінансування.

У методиці розрахунку ефекту фінансового левериджу можна виокремити три основні складові (табл. 3): податковий коректор фінансового левериджу (1-С<sub>np</sub>), який демонструє, в якому ступені виявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку; диференціал фінансового левериджу (R<sub>i</sub>), який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит; коефіцієнт фінансового левериджу (TL/TE), який визначає суму позикового капіталу компанії в розрахунку на одиницю власного капіталу. Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано керувати ефектом фінансового левериджу у процесі фінансової діяльності.

В той же час податковий коректор практично не залежить від діяльності компанії, оскільки ставка податку на прибуток встановлюється законодавчо. Разом із тим у процесі управління фінансовою діяльністю диференційований податковий коректор може бути використаний ТНК в наступних випадках: якщо з різних видів діяльності компанії встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку; якщо за окремими видами діяль-

ності компанія використовує податкові пільги по прибутку; якщо окремі дочірні фірми підприємства працюють у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку; якщо окремі дочірні фірми здійснюють свою діяльність у державах з відносно низьким рівнем оподаткування прибутку. Таким чином, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а відповідно, й на структуру прибутку за рівнем його оподаткування), можна знизити середню ставку оподаткування прибутку та підвищити, таким чином, вплив податкового коректора фінансового левериджу на його ефект (при інших рівних умовах).

Таблиця 3

**Розрахунок фінансового левериджу**

Формула	Умовні позначення	Умови виконання
$FL = \frac{ROE}{ROA}$	ROE — рівень дохідності власного капіталу фірми; ROA — рівень дохідності активів.	ROA > процентної ставки,
$FL = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT}$	$\Delta EPS$ — відсоток зміни прибутковості продажів. $\Delta EBIT$ — відсоток зміни у прибутку до сплати податків та відсотків.	тобто ціни позикового капіталу.
$FL = \frac{TL}{TE} * (R - i) * (1 - C_{НП})$	C <sub>НП</sub> — ставка податку на прибуток; R — коефіцієнт валової рентабельності активів, i — середній розмір відсотків за кредит, що сплачуються компанією за використання позикового капіталу, TL — позиковий капітал; TE — власний капітал.	Ціна позикового капіталу < ставки оподаткування прибутку.

Аналіз структури фінансового левериджу демонструє, що головною умовою досягнення позитивного ефекту фінансового левериджу є його диференціал. Цей ефект виявляється тільки тоді, коли рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, перевищує середній розмір відсотку за кредит (у тому числі й витрати на його залучення, страхування та обслуговування), тобто коли диференціал фінансового левериджу є позитивною величиною. Отже, чим більше позитивне значення диференціалу фінансового левериджу, тим більшим буде його ефект.

Складові фінансового левериджу характеризуються високою динамічністю, що вимагає систематичного моніторингу в процесі управління фінансовою діяльністю. Ця динамічність обумовлена дією ряду факторів. Так, наприклад, перш за все, в період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (в першу чергу, в результаті скорочення обсягу пропозиції вільного капіталу) вартість позикових коштів може різко зрости. Крім того, зниження фінансової стійкості підприємства в результаті збільшення частки позикового капіталу призводить до збільшення ризику банкрутства, що змушує кредиторів підвищувати відсоток за кредит у тому числі в результаті включення в неї премії за додатковий фінансовий ризик. При певному рівні цього ризику диференціал фінансового левериджу може бути зведений до нуля (використання позикового капіталу не забезпечить приросту рен-

табельності власного) і навіть отримати від'ємне значення (рентабельність власного капіталу знизиться). Нарешті, в період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується обсяг реалізації продукції, а відповідно, й розмір валового прибутку від операційної діяльності. У цих умовах величина диференціалу фінансового левериджу може стати від'ємною навіть при незмінних ставках відсотку за кредит за рахунок зниження ROA. Отже, від'ємне значення диференціалу фінансового левериджу з будь-якої з перерахованих вище причин завжди призводить до зниження ROE, а значить, використання позикового капіталу дає негативний ефект.

Таким чином, можна узагальнити, що коефіцієнт фінансового левериджу є тим важелем, який мультиплікує позитивний або негативний ефект, що формується за рахунок відповідного значення його диференціалу. При позитивному значенні диференціалу будь-який приріст коефіцієнту фінансового левериджу буде викликати ще більший приріст коефіцієнту рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні диференціалу приріст коефіцієнту фінансового левериджу буде призводити до ще більшого зниження коефіцієнту рентабельності власного капіталу.

Проведемо аналіз ефективності фінансової діяльності на основі використання механізму фінансового левериджу на прикладі нафтовидобувних ТНК. Для цього перевіримо залежність динаміки ROA ТНК від показників фінансового левериджу, граничної ефективності капіталу<sup>1</sup>, а також ринкової ціни акцій. Далі побудуємо регресійну модель залежності ROA від показників ефективності фінансової діяльності. Отримані результати представлені в табл. 4.

Оцінюючи виявлені залежності фінансової діяльності ТНК, можна виявити, що такі показники, як рівень фінансового левериджу й гранична ефективність капіталу, безпосередньо впливають на рентабельність активів. У регресійних моделях коефіцієнти при FL для всіх компаній мають негативний знак, що означає зворотну залежність між ROA та FL. Таким чином, при використанні ТНК механізму фінансового важеля рентабельність активів зменшується, однак, у такому випадку, за умови, що ROA більше вартості позикового капіталу, максимізується показник ROE. Також спостерігається пряма залежність між ROA та MEC, що доводить важливість оптимізації капіталу ТНК та управління його структурою з метою максимізації рентабельності активів.

Таким чином, можна зробити висновок, що досягнення ефективної фінансової діяльності ТНК неможливо без проведення внутрішньої фінансової політики, в основі якої лежить пошук оптимальної структури капіталу. Як показало дослідження, ефективним інструментом оптимізації структури є фінансовий леверидж, який дозволяє не тільки оцінити ефективність фінансової діяльності, а й визначити засоби підвищення рентабельності, прибутковості, ринкової вартості компанії.

---

<sup>1</sup> MEC — гранична ефективність капіталу ( $MEC = \frac{\Delta ROA}{\Delta WACC}$ , де  $\Delta ROA$  — приріст рентабельності активів,  $\Delta WACC$  — середньозважена вартість капіталу).

Таблиця 4

**Результати регресійного аналізу  
«Залежність ROA від показників ефективності фінансової діяльності ТНК нафтовидобувної галузі»**

Компанія	Модель	К. Стюдента	К. Фішера	К. детермінації
Exxon Mobil	$ROA = 0,022 + 0,047MEC + 0,02SP$	$t_{ст} = 2,365, t_1 = 6,979,$ $t_2 = 8,019$	$F_{ст} = 5,143$	RI=0,939
	Станд. коефіцієнти $ROA = 0,722MEC + 0,830SP$		$F = 46,217$	
Royal Dutch Shell	$ROA = -0,07 + 0,053FNL + 0,06MEC$	$t_{ст} = 2,365, t_1 = 2,411,$ $t_2 = 3,844$	$F_{ст} = 5,143$	RI=0,737
	Станд. коефіцієнти $ROA = 0,524FNL + 0,836MEC$		$F = 8,399$	
Chevron	$ROA = 0,468 - 0,179FNL + 0,034MEC$	$t_{ст} = 2,365, t_1 = 8,526$ $t_2 = 4,403$	$F_{ст} = 5,143$	RI=0,934
	Станд. коефіцієнти $ROA = -0,904FNL + 0,467MEC$		$F = 42,143$	
BP	$ROA = -0,231 - 0,108FNL + 0,05SP$	$t_{ст} = 2,365, t_1 = -2,627,$ $t_2 = 2,423$	$F_{ст} = 5,143$	RI=0,770
	Станд. коефіцієнти $ROA = -0,597FNL + 0,407SP$		$F = 10,021$	
Total	$ROA = 0,04 + 0,047MEC + 0,02SP$	$t_{ст} = 2,365, t_1 = 2,762,$ $t_2 = 2,935$	$F_{ст} = 5,143$	RI=0,732
	Станд. коефіцієнти $ROA = 0,583MEC + 0,620SP$		$F = 8,215$	
Petrobras	$ROA = 2,78 + 0,057MEC - 2,087FNL$	$t_{ст} = 2,365, t_1 = 3,755,$ $t_2 = 2,366$	$F_{ст} = 5,143$	RI=0,761
	Станд. коефіцієнти $ROA = 0,755MEC - 0,395FNL$		$F = 9,527$	
Petrochina	$ROA = 0,265 + 0,365MEC - 0,09FNL$	$t_{ст} = 2,365, t_1 = 3,231,$ $t_2 = 2,758$	$F_{ст} = 5,143$	RI=0,625
	Станд. коефіцієнти $ROA = 0,523MEC - 0,126FNL$		$F = 15,26$	

Розраховано авторами на основі фінансових звітностей компаній [8–14].

## Література

1. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. 2-е изд., перераб. и доп. / И. А. Бланк. — К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. — 656 с.
2. Брег С. Настольная книга финансового директора. Пер. с англ., 2-е изд., испр. и доп. — С. Брег. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 536 с.
3. Ричард Б. Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. Барышниковой Н. / Б. Ричард, М. Стюарт. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. — 1008 с.
4. Структура капитала. Управление и оптимизация структуры капитала // [Электронный ресурс]. Режим доступа — [http://www.financiallawyer.ru/newsbox/economistu/financial\\_management/132-528144.html](http://www.financiallawyer.ru/newsbox/economistu/financial_management/132-528144.html)
5. Принципы оценки стоимости капитала // [Электронный ресурс]. Режим доступа — <http://taxfin.ru/?p=114>
6. Ушаева С. Показатели эффективности структуры капитала фирмы / С. Ушаева // [Электронный ресурс]. Режим доступа — <http://www.lib.csu.ru/vch/140/023.pdf>
7. Шагурин С. В. Экономика транснационального предприятия / С. В. Шагурин, П. Д. Шимко. — СПб.: Государственный Политехнический Университет, 2008.
8. Exxon Mobil Financial and operating review 2001–2009 // [Электронный ресурс]. Режим доступа — <http://ir.exxonmobil.com/phoenix.zhtml?c=115024&p=irol-reportsOther>
9. Royal Dutch Shell plc financial and operational information 2001–2009 // [Электронный ресурс]. Режим доступа -[http://www.shell.com/home/content/investor/financial\\_information/faoi/dir\\_faoi\\_index.html](http://www.shell.com/home/content/investor/financial_information/faoi/dir_faoi_index.html)
10. Chevron Annual Report 2001–2009 // [Электронный ресурс]. Режим доступа — <http://www.chevron.com/news/publications/#b2>
11. BP Financial and Operating Information 2001–2009 // [Электронный ресурс]. Режим доступа — <http://www.bp.com/extendeddownloadsript.do?categoryId=9028672&contentId=7052207>
12. Total Annual Report 2001–2009 // [Электронный ресурс]. Режим доступа — <http://www.total.com/en/investors/regulated-information-in-france/annual-reports-922804.html>
13. Petrobras Annual Report 2001–2009 // [Электронный ресурс]. Режим доступа — <http://www2.petrobras.com.br/ri/ing/InformacoesFinanceiras/RelatorioAnual/RelatorioAnual.asp>
14. Petrochina Annual Report 2001–2009 // [Электронный ресурс]. Режим доступа — [http://www.petrochina.com.cn/Ptr/Investor\\_Relations/Periodic\\_Reports/Annual\\_Report/](http://www.petrochina.com.cn/Ptr/Investor_Relations/Periodic_Reports/Annual_Report/)

**И. А. Ломачинская**

**А. И. Иванов**

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

### **ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ТНК В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ (НА ПРИМЕРЕ НЕФТЕДОБЫВАЮЩЕЙ ОТРАСЛИ)**

#### **Резюме**

В статье рассмотрены ключевые аспекты эффективной внутренней финансовой политики транснациональных компаний на основе использования механизма финансового левериджа как инструмента оптимизации капитала.

**Ключевые слова:** транснациональные корпорации, оптимизация структуры капитала, финансовый леверидж, ROA, ROE.

**I. Lomachynska**

**A. Ivanov**

Odessa I. I. Mechnikov National University

**OPTIMIZATION OF CAPITAL STRUCTURE OF MULTINATIONAL CORPORATIONS UNDER GLOBALIZATION (AFTER THE EXAMPLE OIL INDUSTRY)**

**Summary**

Key aspects of an effective internal financial policy of the multinational corporation on an example of optimization of the capital by the instrumentality of the mechanism of financial leverage are considered and generalized.

**Key words:** multinational corporations, optimization of capital structure, financial leverage ROA, ROE.