

УДК 339.72.015:339.92

**Заліско О.І.**  
*аспірант кафедри міжнародних фінансів  
Інституту міжнародних відносин  
Київського національного університету  
імені Тараса Шевченка*

## СТРАТЕГІЯ БОРГ-ШИФТИНГУ ЯК ІНСТРУМЕНТ ВИКОРИСТАННЯ ПЕРЕВАГ ПОДАТКОВОГО ЩИТА СУЧАСНИМИ ТНК

Стаття присвячена дослідженню формування та оптимізації структури капіталу сучасних ТНК із використанням стратегії борг-шифтингу. Аналізується ефект податкового щита, який унаслідок застосування стратегії борг-шифтингу дає змогу підвищити позитивний ефект фінансового левериджу для ТНК. Розглядається ефективність стратегії борг-шифтингу для ТНК порівняно з місцевими корпораціями, на основі чого виділяється, крім традиційного ефекту податкового щита, характерного для місцевих фірм, ще й специфічний для ТНК, який за своєю силою є більш потужним та відчутним. Досліджуються головні інструменти стратегії борг-шифтингу. Аналізуються основні елементи наявних систем регулювання структури капіталу ТНК, спрямовані на попередження мінімізації податкового навантаження ТНК за допомогою стратегії борг-шифтингу, зокрема в рамках ОЭСР. Розглядаються ключові положення системи регулювання структури капіталу в Україні, на основі чого подаються рекомендації щодо її удосконалення.

**Ключові слова:** структура капіталу ТНК, власний капітал ТНК, позиковий капітал ТНК, стратегія борг-шифтингу, податковий щит, ефект фінансового левериджу, обмеження щодо достатності капіталу.

### **Залиско О.И. СТРАТЕГИЯ ДОЛГ-ШИФТИНГА КАК ИНСТРУМЕНТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПРЕИМУЩЕСТВ НАЛОГОВОГО ЩИТА СОВРЕМЕННЫМИ ТНК**

Статья посвящена исследованию формирования и оптимизации структуры капитала современных ТНК с использованием стратегии долг-шифтинга. Анализируется эффект налогового щита, который вследствие применения стратегии долг-шифтинга позволяет повысить эффективность положительного эффекта финансового левериджа для ТНК. Рассматривается эффективность стратегии долг-шифтинга для ТНК в сравнении с местными корпорациями, на основании чего выделяется, кроме традиционного эффекта налогового щита, характерного для местных фирм, ещё и специфический для ТНК, который по своей силе является более сильным и ощутимым. Исследуются основные инструменты стратегии долг-шифтинга. Анализируются ключевые элементы существующих систем регулирования структуры капитала ТНК, направленные на предупреждение минимизации налоговой нагрузки ТНК с помощью стратегии долг-шифтинга, в частности, в рамках ОЭСР. Рассматриваются ключевые положения системы регулирования структуры капитала в Украине, на основании чего представлены рекомендации по её усовершенствованию.

**Ключевые слова:** структура капитала ТНК, собственный капитал ТНК, заёмный капитал ТНК, стратегия долг-шифтинга, налоговый щит, эффект финансового левериджа, ограничения достатности капитала.

### **Zalisko O.I. DEBT SHIFTING STRATEGY AS AN INSTRUMENT USED BY MODERN MNEs TO BENEFIT FROM THE ADVANTAGES OF TAX SHIELD**

The paper investigates the problem of modern MNE capital structure formation and optimization using the debt shifting strategy. The tax shield that allows increasing the positive financial leverage effect for MNEs as a result of using the debt shifting strategy is analyzed. The effectiveness of debt shifting strategy for MNEs in comparison with domestic corporations is considered. The research shows that besides traditional tax shield effect typical for domestic firms there exists an MNE specific transnational effect that is much stronger and more substantial. Core debt shifting strategy instruments are explored. Main elements of existing systems, particularly in OECD countries, of MNE capital structure regulating systems aimed at preventing tax burden minimization with the use of debt shifting strategy are analyzed. Key aspects of capital structure regulation in Ukraine are considered and recommendations for its improvement are elaborated.

**Keywords:** MNE capital structure, MNE equity capital, MNE debt capital, debt shifting strategy, tax shield, financial leverage effect, thin capitalization rules.

**Постановка проблеми.** Сучасні транснаціональні корпорації (далі – ТНК) оперують колосальними фінансовими ресурсами, формуючи, з одного боку, глобальні ринки, які охоплюють більшість країн світу, а з іншого, внутрішні інтерналізовані системи сталих відносин, які стосуються не лише руху товарів та послуг, але й капіталів, які, фактично, не мають кордонів. Вони функціонують у межах різних податкових та регуляторних юрисдикцій, а тому мають унікальні, порівняно із місцевими корпораціями, можливості використання переваг інтерналізації, насамперед у частині оптимізації податкового навантаження на загальнокорпоративному рівні. Така оптимізація досягається зокрема за рахунок використання ряду специфічних трансферних механізмів, які включають трансферне ціноутворення, внутрішньокорпоративне кредитування та ін.

Одним із найбільш важливих напрямів оптимізації фінансових потоків сучасних ТНК є формування структури капіталу, що передбачає пошук найбільш прийняттого співвідношення між власними та позиковими коштами. Це питання було та

продовжує бути надзвичайно актуальним, оскільки впливає як на більшість мікроекономічних показників діяльності ТНК, так і на окремі макроекономічні пропорції країн базування та країн-реципієнтів, що зумовлено податковим аспектом зазначеної проблематики. Тому зазначена проблема вже тривалий час є об'єктом наукових досліджень та дискусій, її вивченню присвячені ряд теорій, у тому числі й нобелівських.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематиці структури капіталу ТНК традиційно присвячено багато уваги в науковій літературі. Серед дослідників та робіт, які сформували теоретичне підґрунтя для розвитку цього напряму наукової думки, варто відзначити нобелівську теорію Міллера-Модільяні [1; 2], яка у цій сфері є парадигмальною, а також авторів теорії агентських витрат Майкла Дженсена та Уільяма Меклінга [3], фундаторів компромісної теорії структури капіталу Алана Крауса та Томаса Літценбергера [4]. Однією з найбільш визначальних у сучасних умовах вважають теорію ієрархії Стюарта Майерса та Ніколаса Мейлафа [5], а

також сигнальну теорію Стевена Росса [6]. Емпіричному тестуванню різноманітних аспектів проблематики структури капіталу ТНК присвятили свої дослідження такі відомі вчені, як Міхір Десаї, Сі Фолі та Джеймс Хайнс [7], Айріс Кестерніх та Моніка Шнітцер [8], Дірк Шиндлер та Гутторм Шйельдеруп [9] та ін. У вітчизняній науковій літературі проблематика структури капіталу ТНК розкривається переважно у більш широкому контексті – дослідження фінансової системи ТНК, приміром, у роботах О.І. Рогача [10], або в рамках аналізу проблематики для місцевих корпорацій [11].

**Постановка завдання.** У нашій статті ми маємо на меті виявити економічний зміст та специфіку використання сучасними ТНК стратегії борг-шифтингу, яка дає змогу підвищити ефект податкового щита та фінансового левериджу, а також визначити ключові елементи наявних систем регулювання структури капіталу ТНК для розробки на цій основі науково-обґрунтованих рекомендацій щодо удосконалення системи регулювання достатності капіталу корпорацій в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** У сучасній науковій літературі виділяють ряд чинників, які впливають на політику ТНК щодо структури капіталу, однак, головним із них, на наш погляд, є, все ж, податковий чинник. Переважна частина сучасної наукової літератури з питань структури капіталу присвячена аналізу саме цього чинника. Він є ключовим у рамках домінуючої в сучасних умовах теорії структури капіталу – Міллера-Модильяні, зокрема в її другій частині – з урахуванням корпоративних податків, а також третій частині – з урахуванням корпоративних та особистих податків. Окрім того, вплив цього чинника не виключається безпосередньо й у рамках деяких інших теорій, приміром, теорії ієрархій та теорії асиметричної інформації.

У дослідженнях подібного плану розглядається, насамперед, податок на прибуток корпорацій. Одним із перших досліджень, у рамках якого був системно описаний ефект податкового щита, є названа вище нобелівська робота Мертона Міллера та Франко Модильяні [1]. Ефект податкового щита безпосередньо пов'язаний із таким специфічним явищем, як фінансовий леверидж. Він представляє собою економічний ефект, який виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу залучених коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показників фінансово-господарських діяльності більшою мірою, ніж це було б при відсутності запозичень (використання лише власного капіталу). Йдеться про те, що відсоткові виплати за заборгованістю можуть виплачуватися із операційного прибутку до сплати податку на прибуток<sup>1</sup>. Обсяг цих виплат, таким чином, безпосередньо впливає на обсяг сплачуваного податку на прибуток, а, отже, й на чистий прибуток ТНК. Дивіденди ж сплачуються власниками корпорації із чистого прибутку. Це означає, що політика структури капіталу дає змогу, за інших рівних умов, зменшити податкове навантаження шляхом збільшення частки позикового капіталу.

<sup>1</sup> Англійською мовою така властивість відсоткових виплат називається *interest deductibility*. Вона передбачена законодавством більшості країн, у тому числі США.

<sup>2</sup> Це – формулювання так званої другої теореми Міллера-Модильяні.

<sup>3</sup> Логіка такої пільги полягає в тім, що часто податки на ці дивіденди вже сплачені в зарубіжній країні.

<sup>4</sup> Дослівний переклад оригінального терміну «foreign tax credit (FTC)» – зарубіжний податковий кредит.

Отже, за теорією Міллера-Модильяні, друга частина якої сформульована із урахуванням корпоративних податків, структура капіталу впливає на ринкову вартість фірми, оскільки, у випадку залучення позикових коштів, додатково створює так званий податковий щит. Вартість корпорації із позиковим капіталом є більшою від вартості корпорації, що фінансується лише власними коштами, на величину цього щита [2, с. 436]<sup>2</sup>:

$$V_L = V_U + \tau \cdot D_L, \quad (1)$$

де  $V_L$  – ринкова вартість корпорації, що використовує позикові кошти,

$V_U$  – ринкова вартість корпорації, що не використовує позикові кошти,

$\tau$  – ставка корпоративного податку,

$D_L$  – постійний обсяг заборгованості у структурі капіталу.

Для ТНК ефект податкового щита має значно більший вплив та відкриває значно ширші фінансові та операційні можливості, ніж для місцевих корпорацій. Транснаціональні корпорації, на відміну від місцевих компаній, функціонують на рівні світової економіки, є об'єктом регулювання багатьох місцевих юрисдикцій, а також окремих норм міжнародного та регіонального регуляторного середовища. Вони мають унікальні можливості акумулювати та перерозподіляти фінансові ресурси на глобальному рівні, а податкові та митні міркування є в цьому контексті вирішальними. Зважаючи на ефект податкового щита, ТНК схильні фінансувати філії в країнах із жорстким податковим режимом та високими ставками корпоративного податку за рахунок випуску боргових паперів швидше, ніж акцій [12]. Це дає змогу максимально ефективно використовувати названий податковий щит, який у випадку ТНК часто дає значно більш відчутний ефект, порівняно з місцевими компаніями [13, с. 2859]. Це зумовлено тим, що ТНК мають кращий доступ до міжнародних ринків позикових капіталів, а їх здатність реагувати на макроекономічні тенденції внаслідок цього зростає, порівняно з місцевими компаніями.

Розглядаючи податковий чинник впливу на структуру капіталу, слід звернути увагу на існуючі системи регулювання подвійного оподаткування, що є особливо актуальним для ТНК, які отримують прибутки в різних країнах та податкових юрисдикціях. Перша система, яка поширена в більшості країн, базується на податкових пільгах – вона передбачає виключення з бази оподаткування дивідендів, отриманих за кордоном<sup>3</sup>. За таких умов зменшення обсягу сплачених за кордоном податків, зрештою, призводить до економії на податках для батьківської фірми [13, с. 2859], а це – потужний стимул для зменшення податкових зобов'язань за кордоном шляхом оптимізації географії залучення позикового капіталу. Друга система – система податкових кредитів – базується на наданні батьківській фірмі безповоротного податкового кредиту<sup>4</sup> в якості компенсації податку на прибуток, сплаченого в зарубіжній країні. У рамках такої системи комплекс стимулів є доволі неоднозначним, але стратегія максимізації прибутку ТНК буде реалізована зрештою в умовах, коли профіцит податкового кредиту перевищить його дефіцит (за підсумками сукупного обсягу податкового кредиту ТНК із урахуванням всіх філій в усіх країнах).

Сучасні ТНК також застосовують іншу стратегію для оптимізації податкового навантаження. Вони

можуть не здійснювати репатріацію прибутків, або відтягувати її. Більшість американських ТНК дотримуються саме такої стратегії [14]. Стратегія нездійснення репатріації фактично означає реінвестування прибутку, а тому – збільшення частки власного капіталу в його структурі. Мотивація застосування такої стратегії також криється у специфіці оподаткування в обох країнах. І хоча, формально, вона стосується безпосередньо лише власного капіталу, фактично, вона є оберненою стороною стратегії борг-шифтингу, оскільки збільшення частки власного капіталу неминує означає скорочення частки позикових коштів.

Стратегія прискорення або уповільнення<sup>5</sup> може стосуватися як репатріації, так і будь-яких грошових потоків, пов'язаних зі структурою капіталу, а саме – повернення відсотків за внутрішньофірмовими позиками, вилучення прямих інвестицій, повернення основної суми боргу. Так, уповільнення репатріації спрямоване на тимчасове збільшення частки власних коштів у структурі капіталу філії ТНК, а її прискорення – на збільшення частки позикових коштів та підвищення ефекту податкового щита<sup>6</sup>. Протилежне відбувається у випадку прискорення або уповільнення відсоткових виплат за позиками.

Для міжнародних компаній, на відміну від національних, сукупний податковий ефект, якого можна досягти внаслідок оптимального менеджменту структури капіталу, складається, фактично, із двох суб-ефектів: ефекту податкового щита, який також впливає на місцеві компанії, та, власне, «транснаціональний» ефект оптимальної структури капіталу, який досягається за рахунок внутрішньофірмової оптимізації географії залучення позикових коштів в умовах існування різних податкових режимів, яка й називається стратегією борг-шифтингу [15]<sup>7</sup>. Цікавий емпіричний тест цього ефекту був проведений Фельдом, Хекемейером та Оверешем. Вони окремо дослідили два наведені суб-ефекти за допомогою мета-регресійної моделі, порівнюючи кількісні значення цього ефекту з аналогічними показниками інших досліджень. Кількісне значення ефекту податкового щита для національної фірми відхилялося від аналогічних показників у рамках інших досліджень<sup>8</sup> зовсім несуттєво – відповідний показник становить лише -0,0197, у той час як значення «транснаціонального» ефекту відрізняється суттєво -0,0782 [13, с. 2861]. Нас у цьому контексті цікавить не стільки специфікація моделі та кількісне значення її результатів, скільки відносна різниця між наведеними показниками. Ця різниця свідчить, що міжна-

родний ефект є значно більш значущим, ніж національний ефект податкового щита.

У цьому контексті заслуговує на увагу ще один аспект, який стосується саме ТНК. Внутрішні та зовнішні ринки капіталу можуть розглядатися із двох позицій. По-перше, це – традиційне розуміння з точки зору філії в країні, що приймає, яке базується на суто географічному критерії. Під внутрішнім ринком тут розуміється внутрішній або місцевий ринок країни, у якій розташована філія. Зовнішній ринок – це ринок поза межами країни-реципієнта. По-друге, це – бачення з погляду всієї корпорації, яка розглядає внутрішній ринок як внутрішньофірмовий корпоративний ринок. Він може бути міжнародним або зовнішнім за географічним критерієм. Зовнішній же ринок – це ринок, котрий виходить за межі внутрішньокорпоративної мережі. Він може бути як міжнародним, так і місцевим для певної філії (або, навіть, батьківської компанії) за географічним критерієм. Саме існування внутрішніх (або внутрішньофірмових) ринків дає змогу ТНК отримувати переваги щодо місцевих компаній, у тому числі й за рахунок використання ефекту фінансового левериджу. Фактично, внутрішні ринки дозволяють ТНК компенсувати недосконалість зовнішніх ринків. Приміром, у деяких емпіричних дослідженнях доведено, що зростання податку на 10% призводить до зростання рівня заборгованості (відношення позикового капіталу до сукупного) на 2,8%, причому особливо чутливою до зростання податкового навантаження є саме внутрішня заборгованість філії ТНК. Її еластичність за зростанням податку становить 0,35, тоді як аналогічний показник за зовнішньою заборгованістю складає лише 0,19 [7, с. 2452].

Стратегія борг-шифтингу реалізується сучасними ТНК значною мірою завдяки наявності специфічних внутрішньофірмових механізмів переведення активів – так званих трансферних механізмів<sup>9</sup>. До таких механізмів належать трансферне ціноутворення; управління блокованими активами; прискорення та уповільнення внутрішніх платежів, внутрішньофірмове страхування; внутрішньокорпоративне кредитування; внутрішні механізми оплати праці, здійснення агентських та комісійних платежів; створення центрів повторного обліку; прямий переказ капіталу; переказ дивідендів [16, с. 7]. Однак не всі з наведених механізмів забезпечують реалізацію стратегії борг-шифтингу. На наш погляд, її безпосередній реалізації сприяють лише п'ять із них: внутрішньокорпоративне кредитування, управління блокованими активами, прискорення та уповільнення внутрішньофірмових платежів, прямий переказ капіталу та переказ дивідендів. По суті, їх можна вважати інструментами стратегії борг-шифтингу. Інші чотири механізми не беруть безпосередньої участі у стратегії борг-шифтингу, але опосередковано також сприяють переміщенню активів між підрозділами ТНК, а тому – оптимізації податкового навантаження на загальнокорпоративному рівні та підвищення прибутковості. Це – трансферне ціноутворення, внутрішньофірмове страхування, створення центрів повторного обліку, внутрішні механізми оплати праці, здійснення агентських та комісійних платежів.

Важливим аспектом впливу на структуру капіталу в рамках податкового чинника є вимоги регуляторного середовища. Попри активні процеси лібералізації, які домінують у світовій економіці впродовж кількох останніх десятирок років, іноземні інвестиції та пов'язані з ними питання традиційно

<sup>5</sup> В англомовній літературі ця стратегія називається «leads and lags» або «leading and lagging».

<sup>6</sup> Слід зазначити, що мотивація стратегії прискорення та уповільнення випливає не лише з політики структури капіталу. Приміром, надзвичайно важливим чинником застосування цієї стратегії може бути валютний ризик.

<sup>7</sup> В англомовних джерелах для позначення такої політики структури капіталу, яка передбачає залучення позикових ресурсів у тих країнах, де це є найбільш вигідно для всієї ТНК, використовується термін «debt shifting», який можна дослівно перекласти як «переміщення боргу», котрий, однак, не є літературним. Ми вживаємо термін «борг-шифтинг», однак, літературним перекладом такої стратегії може бути також «стратегія оптимізації географії залучення позикових коштів», або «стратегія географічної оптимізації розміщення заборгованості», або «стратегія оптимального залучення позикових коштів», а також інші можливі варіанти.

<sup>8</sup> Важливим, на наш погляд, є те, що в дослідженнях, з якими автори порівнювали власний результат, розподілу між зазначеними суб-ефектами не проводилося. Це означає, що в рамках даного аналізу існує можливість кількісного оцінювання саме тієї частини сукупного ефекту, яка виникає внаслідок транснаціонального характеру діяльності корпорації.

<sup>9</sup> В англомовній літературі ці механізми називаються «repositioning of funds» або «funds repositioning», що у дослівному перекладі означає «перерозподіл фондів (активів)», приміром.



є об'єктом значного державного регулювання, особливо в стратегічних галузях. Так, одним із найбільш широко вживаних регуляторних обмежень податкового характеру є обмеження щодо достатності капіталу<sup>10</sup>. Таке обмеження спрямоване на запобігання занадто високому рівню позикового фінансування корпорацій, а «достатність капіталу» передбачає, власне, достатність акціонерного капіталу. Головним завданням регулятора є обмеження ефекту податкового щита, який ТНК використовують для мінімізації податкового навантаження. З погляду регулятора, це означає максимізацію обсягу стягуваних податків. У цьому контексті структура капіталу як така податкову юрисдикцію не цікавить. Із формального погляду, таке обмеження можна накладати у двох формах: прямій та непрямій. У прямій формі регулятор може кількісно обмежити обсяг відсоткових платежів ТНК, які не включаються до бази оподаткування в країні, що приймає. Така форма обмежень рідко застосовується на практиці, оскільки вважається доволі жорсткою та, фактично, адміністративною, неринковою. Більш поширеною формою такого обмеження є непряма. Вона передбачає обмеження саме на структуру капіталу – співвідношення між власними та позиковими коштами. Таке обмеження опосередковано впливає на обсяг податкових пільг, які ТНК отримують в країнах, що приймають, за рахунок можливості віднімання відсоткових платежів із загального оподаткованого прибутку. Цей обсяг пільг і визначається максимальним відносним обсягом позикових коштів у структурі капіталу.

На наш погляд, саме друга форма набула поширення у міжнародній практиці через дві головні причини. По-перше, вона є більш ринковою та, у певному розумінні, лояльною. Із формального погляду, вона не забороняє віднімати із бази оподаткування відсоткові платежі, а лише зобов'язує корпорацію при цьому мати певний «достатній» обсяг власних коштів у структурі капіталу. По-друге, вона не здійснює безпосередній вплив на фінансовий леверидж корпорацій, тобто рівень дохідності корпорації та/або інші показники, що характеризують рівень дохідності, не є безпосереднім об'єктом регулювання. З погляду статистичного відображення об'єкт регулювання відображається в межах балансового звіту, тоді як у рамках першої форми – у межах звіту про прибутки та збитки.

У міжнародній практиці такі питання часто регулюються договорами про уникнення подвійного оподаткування, які, традиційно, передбачають, що пріоритетне право стягувати податок на відсоткові платежі належить країні базування кредитора, а також забороняють країнам, що приймають, справляти податки на відсоткові платежі іноземним кредиторам<sup>11</sup>. Що ж стосується ТНК, то їхня специфіка, як зазначалося, полягає у можливості внутрішньо-фірмового кредитування. У таких ситуаціях акціонер та кредитор є однією особою, зазвичай – батьківською компанією, або, можливо, іншою філією цієї ж ТНК. Окрім традиційних угод про уникнення подвій-

ного оподаткування, на міжнародному рівні також використовуються спеціальні норми та правила, що регулюють питання оподаткування відсоткових платежів пов'язаним агентом. Приміром, у рамках ОЕСР використовується так званий принцип «фіксованого коефіцієнта» [17]<sup>12</sup>. За цим принципом, обсяг відсоткових платежів за позиками батьківських фірм або інших філій даної ТНК, які не враховуються в базі оподаткування в країні, що приймає, обмежується шляхом встановлення максимального рівня коефіцієнта «позиковий капітал – власний капітал»

Таблиця 1

**Обмеження щодо достатності капіталу філій іноземних ТНК в окремих країнах**

№	Країна	Співвідношення між позиковим та власним капіталом	Тип позикового капіталу
1	Британія	1:1	Сукупний
2	Франція	1,5:1	Пов'язаним сторонам
3	Німеччина	1,5:1	Пов'язаним сторонам
4	США	1,5:1	Сукупний
5	Канада	2:1	Пов'язаним сторонам
6	Португалія	2:1	Пов'язаним сторонам
7	Туреччина	2:1	Пов'язаним сторонам
8	Австралія	3:1	Сукупний
9	Болгарія	3:1	Сукупний
10	Угорщина	3:1	Сукупний
11	Японія	3:1	Сукупний
12	Мексика	3:1	Сукупний
13	Нідерланди	3:1	Сукупний
14	Нова Зеландія	3:1	Сукупний
15	Польща	3:1	Сукупний
16	Румунія	3:1	Сукупний
17	Іспанія	3:1	Пов'язаним сторонам
18	Південна Корея	3:1	Пов'язаним сторонам
19	Хорватія	4:1	Пов'язаним сторонам
20	Чехія	4:1	Пов'язаним сторонам
21	Данія	4:1	Сукупний
22	Італія	4:1	Пов'язаним сторонам
23	Латвія	4:1	Сукупний
24	Литва	4:1	Сукупний
25	Словаччина	4:1	Пов'язаним сторонам
26	Люксембург	5,7:1	Пов'язаним сторонам
27	Швейцарія	6:1	Сукупний
28	Бельгія	7:1	Пов'язаним сторонам
29	Словенія	8:1	Пов'язаним сторонам

**Примітки:**

1. «Тип позикового капіталу» – зазначається, який саме тип позикового капіталу використовується для розрахунку співвідношення між власним та позиковим капіталом.

2. Градація в таблиці проведена від найменшого значення співвідношення позикового до власного капіталу до найбільшого.

3. Станом на кінець 2005 року.

Джерело [17, с. 932, 937]

<sup>10</sup> Оригінальний термін, який використовується в англійській літературі, – «thin capitalization rules» – дослівно перекладають як «правила обмеження рівня слабкої капіталізації». Власне, термін «thin capitalization» – це «слабка капіталізація», або «рідка капіталізація», або «недостатня капіталізація». Рідше зустрічаються також інші варіанти перекладу.

<sup>11</sup> Такий податок в англійській літературі називається «withholding tax».

<sup>12</sup> «Fixed Ratio Approach».

філії<sup>13</sup>. Неперевищення цього рівня розглядається як «зона безпеки»<sup>14</sup>, у якій ТНК має гарантію виключення відсоткових платежів із бази оподаткування в податковій юрисдикції, що приймає. Максимальні значення цього коефіцієнта в різних країнах наведені в таблиці 1.

Якщо структура капіталу філії ТНК виходить за рамки зазначених у таблиці 1 норм, країни зазвичай обмежують обсяг відсоткових платежів, який не включається в базу оподаткування. Більшість країн застосовують правила достатності капіталу лише для пов'язаних агентів за кордоном, якими є, зокрема, й ТНК. Деякі країни, однак, застосовують ці правила для всіх (а не лише для пов'язаних) агентів за кордоном, приміром США та Швейцарія [17, с. 931].

Емпіричні дослідження показують, що в цілому обмеження щодо достатності капіталу спричиняють до значного впливу на структуру капіталу ТНК. Так, Бюттнер, Овереш, Шрайбер та Вамзер досліджували структуру капіталу всіх ТНК Німеччини у 36 країнах у період з 1996 по 2004 рр. Вони виявили, що в разі впровадження країною дебітора, у якій ставка податку перевищує середній показник по вибірці у 34%, обмежень щодо достатності капіталу при перевищенні співвідношення між позиковим та власним капіталом рівня 2:1, рівень внутрішньофірмового кредитування знижується на 12% або на 24% (залежно від того, як застосовуються правила щодо достатності капіталу) [17, с. 935-936]. Це – суттєвий вплив. Автори також довели, що, стимулюючи використання відносно більшої частки власних коштів, правила щодо достатності капіталу сприяють субституції внутрішньої заборгованості на зовнішню (по відношенню до внутрішньої мережі ТНК), але ці можливості є обмеженими, і загальний рівень заборгованості все одно знижується.

Вплив правил щодо достатності капіталу на структуру капіталу філій американських ТНК також є суттєвим. Доведено, що існування таких правил у країнах, що приймають, стримує відношення позикового капіталу до сукупного капіталу філій у 43% випадків. В інших випадках існування таких правил стримує відношення обсягу позик пов'язаним сторонам до власного капіталу філій [18, с. 20]. Зважаючи, однак, на те, що в різних країнах правила застосовуються по-різному (зокрема, обмеження можуть накладатися на різні показники), емпірично встановлено, що обмеження на відношення сукупного боргу філій до активів у середньому знижують цей показник на 1,9%, а обмеження на відношення боргу філій перед пов'язаними сторонами до власного капіталу знижують відповідний показник на 6,3%. Таку відмінність, на наш погляд, можна пояснити двома головними чинниками. По-перше, кінцевим об'єктом впливу податкової юрисдикції є, зрештою, не структура капіталу як така, а обсяг сплачуваних та, головню, несплачуваних (тих, які виводяться до батьківської країни за рахунок надмірного боргового фінансування) податків. Тому саме в другому варіанті обмежень досягається більш відчутний ефект. По-друге, з погляду ТНК більш вигідною є саме внутрішня заборгованість, а не зовнішня. Вона дає змогу не просто зменшити базу оподаткування, але й отримати відсотки за надані позики. Тому в пер-

шому варіанті, який включає як внутрішню заборгованість, так і зовнішню, ефект є менш відчутним, а саме обмеження можна вважати більш лояльним.

Варто зазначити, що стратегія борг-шифтингу ТНК відрізняється залежно від типу підрозділу, структура капіталу якого оптимізується. Як відомо, філії ТНК можуть виступати в різних формах, зокрема, можуть перебувати під повним або частковим контролем ТНК. Філії, що перебувають під частковим контролем ТНК, мають менше позикових коштів у структурі капіталу, а тому мають менш ефективну з погляду оподаткування фінансову структуру [19]. Це можна пояснити так званою асиметрією розподілу прибутків та витрат між ТНК та міноритарними акціонерами. Частковий контроль ТНК означає, з іншого боку, існування міноритарних акціонерів, зазвичай місцевих інвесторів. Вони не беруть участі у податковому плануванні корпорації, а тому й не несуть відповідні витрати. Батьківська фірма сама здійснює всі пов'язані витрати, але переваги та прибутки від податкової оптимізації отримують також і міноритарні власники. Це й зумовлює, за інших рівних умов, намагання ТНК відносно зменшувати частку позикових коштів у структурі капіталу тих філій, які перебувають у їхній частковій власності. Натомість для філій у повній власності ТНК ефект від зміни ставки податку є значно більш відчутним.

Відповідно до чинного законодавства України, відсотки за фінансовим кредитом також відносять до витрат, а тому підприємства можуть використовувати ефект податкового щита, хоча ставка податку на прибуток є, на нашу думку, відносно незначною – 18%. Стаття 140 податкового кодексу України передбачає, серед іншого, умови сплати відсотків пов'язаним сторонам – нерезидентам, що є особливо актуальним для ТНК та їхніх філій [20]. У світлі порівняння з міжнародним досвідом, слід відзначити два ключові моменти. По-перше, кількісне обмеження на співвідношення між позиковим капіталом та власним капіталом становить 10:1 для фінансових установ та компаній, що займаються виключно лізинговою діяльністю, та 3,5:1 для всіх інших компаній. По-друге, під позиковим капіталом мається на увазі лише позиковий капітал, наданий пов'язаними сторонами – нерезидентами. У разі ж перевищення розміром позикового капіталу встановлених обмежень відбувається така процедура, яка прописана у другій частині Статті 140 Податкового кодексу України. Фінансовий результат компанії до оподаткування збільшується «на суму перевищення нарахованих у бухгалтерському обліку процентів за кредитами, позиками та іншими борговими зобов'язаннями над 50 відсотками суми фінансового результату до оподаткування, фінансових витрат та суми амортизаційних відрахувань за даними фінансової звітності звітного податкового періоду, у якому здійснюється нараховування таких процентів».

**Висновки.** Одним із найбільш важливих чинників формування структури капіталу ТНК є система оподаткування, зокрема рівень ставки податку на прибуток корпорацій. Сучасні ТНК використовувати ефект податкового щита, який передбачає можливість зниження обсягу сплачуваних на загальнокорпоративному рівні податків за рахунок використання у структурі капіталу позикових коштів. Податковий щит зумовлює існування такого специфічного ефекту, як фінансовий левелінг, котрий виникає внаслідок використання корпораціями у структурі капіталу позикових коштів із фіксованим позиковим відсотком та проявляється у зміні окремих показ-

<sup>13</sup> У випадку ж здійснення таких переказів без сплати податку можуть накладатися штрафи. Названий коефіцієнт розраховується на основі формули як відношення сукупного позикового капіталу до акціонерного.

<sup>14</sup> «Safe Haven» або «Safe Harbor».

ників фінансово-господарських діяльності більшою мірою, ніж це було б при відсутності запозичень.

Ефект податкового щита має значно більший вплив на ТНК, ніж на місцеві корпорації. Зважаючи на цей ефект, ТНК схильні фінансувати філії в країнах із жорстким податковим режимом та високими ставками корпоративного податку за рахунок випуску боргових паперів швидше, ніж акцій. Така політика менеджменту структури капіталу передбачає оптимізацію географії залучення позикових коштів в умовах існування різних податкових режимів та називається стратегією борг-шифтингу. Поширеними інструментами стратегії борг шифтингу є внутрішньофірмове кредитування, управління блокованими активами, прискорення та уповільнення внутрішніх платежів (зокрема нездійснення репатріації), прямий переказ капіталу та переказ дивідендів.

Важливим чинником використання сучасними ТНК стратегії борг-шифтингу є регулювання питань, пов'язаних зі структурою капіталу. Вона розвивається в рамках двох головних типів систем регулювання подвійного оподаткування: системи податкових пільг та системи податкових кредитів. Головним інструментом регулювання структури капіталу є так звані обмеження щодо достатності капіталу, які спрямовані на запобігання занадто високому рівню позикового фінансування корпорацій та обмеження ефекту податкового щита ТНК. Ці обмеження знаходять прояв у формі встановлення певного рівня співвідношення між позиковим капіталом та власним, який не можна перевищувати. У рамках ОЕСР це співвідношення називається фіксованим коефіцієнтом, який формує так звану зону безпеки для ТНК. У межах цієї зони ТНК має гарантію виключення відсоткових платежів із бази оподаткування в податковій юрисдикції, що приймає. Максимальні значення цього коефіцієнта в різних країнах варіюють від 1:1 у Великій Британії до 8:1 у Словенії та відрізняються здебільшого типом позикового капіталу, який регулюється – сукупний або лише пов'язаним сторонам.

Із погляду ТНК, більш вигідною є внутрішня заборгованість, а не зовнішня. Вона дає змогу не просто зменшити базу оподаткування, але й отримати відсотки за надані позики. Тому при обмеженнях на сукупний позиковий капітал ефект для країни є менш відчутним, ніж при обмеженнях на позиковий капітал пов'язаним сторонам, а самі обмеження можна вважати більш лояльними.

За Податковим кодексом України, відсотки за фінансовим кредитом також відносять до витрат, а тому підприємства можуть використовувати ефект податкового щита, хоча ставка податку на прибуток є відносно незначною – 18%. Стаття 40 Податкового кодексу України передбачає, серед іншого, умови сплати відсотків пов'язаним сторонам-нерезидентам, що є особливо актуальним для ТНК та їхніх філій. Кількісне обмеження на співвідношення між позиковим капіталом та власним капіталом становить 10:1 для фінансових установ та компаній, що займаються виключно лізинговою діяльністю, та 3,5:1 для всіх інших компаній. Під позиковим капіталом мається на увазі лише позиковий капітал, наданий пов'язаними сторонами – нерезидентами.

Удосконалення вітчизняної системи регулювання з урахуванням міжнародного досвіду слід, на наш погляд, здійснити за двома головними напрямками. По-перше, значно більш адекватним заходом у світлі потенційних зловживань та виведення

коштів з країни видається встановлення обмежень з урахуванням сукупного позикового капіталу, а не лише позик від пов'язаних нерезидентів. Таке обмеження повинно стосуватися принаймні всіх нерезидентів, оскільки доведення «пов'язаності» також може крити в собі певний «люфт» для зловживань. По-друге в ідеалі, з нашої точки зору, таке обмеження варто, принаймні тимчасово, застосовувати й щодо резидентів, хоча б до виходу країни з глибокої економічної кризи. Це не дозволить маніпулювати з базою оподаткування.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. 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.
2. 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.
3. 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.
4. Kraus A. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage / Alan Kraus, Robert H. Litzenberger // *The Journal of Finance*. – 1973. – Vol. 28, № 4. – P. 911-922.
5. Myers S.C. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have / Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf // *The Journal of Financial Economics*. – 1984. – Vol. 13, № 3. – P. 187-221.
6. Ross S.A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach / Stephen A. Ross // *The Bell Journal of Economics*. – 1977. – Vol. 8, № 1. – P. 23-40.
7. Desai M.A. A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets / Mihir A. Desai, C. Fritz Foley, James R. Hines Jr. // *The Journal of Finance*. – 2004. – Vol. 59, № 6. – P. 2451-2487.
8. Kesternich I. Who Is Afraid of Political Risk? Multinational Firms and Their Choice of Capital Structure / Iris Kesternich, Monika Schnitzer // *Journal of International Economics*. – 2010. – Vol. 82, № 2. – P. 208-218.
9. Schindler D. Debt Shifting and Ownership Structure / Dirk Schindler, Guttorm Schjelderup // *European Economic Review*. – 2012. – Vol. 56, № 4. – P. 635-647.
10. Порач О.І. Особливості фінансової системи транснаціональних корпорацій / О.І. Порач // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія : Міжнародні відносини. – К. : КНУ імені Тараса Шевченка ; ВПЦ «Київський університет», 2002. – Вип. 23. – С. 200-204.
11. Кочкодан В.Б. Синтез механізмів управління структурою капіталу підприємства : автореф. дис. ... на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (машинобудування)» / В.Б. Кочкодан. – Київ, 2008. – 19 с.
12. Newberry K.J. Cross-Jurisdictional Income Shifting by U.S. Multinationals: Evidence from International Bond Offerings / Kaye J. Newberry, Dan S. Dhaliwal // *Journal of Accounting Research*. – 2001. – Vol. 39, № 3. – P. 643-662.
13. Feld L.P. Capital Structure Choice and Company Taxation: A Meta-Study / Lars P. Feld, Jost H. Heckemeyer, Michael Overesch // *Journal of Banking and Finance*. – 2013. – Vol. 37, № 8. – P. 2850-2866.
14. Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-based Explanation / [C. Fritz Foley, Jay C. Hartzell, Sheridan Titman, Garry Twite] // *Journal of Financial Economics*. – 2007. – Vol. 83, № 3. – P. 579-607.
15. Huizinga H. Capital Structure and International Debt Shifting / Harry Huizinga, Luc Laeven, Gaëtan Nicodème // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 88, № 1. – P. 80-118.
16. Дзюба П.В. Трансферне ціноутворення у фінансовій системі ТНК : автореф. дис. ... на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світлове господарство і міжнародні економічні відносини» / П.В. Дзюба. – К., 2006. – 20 с.
17. The Impact of Thin-Capitalization Rules on the Capital Structure of Multinational Firms / [Thiess Buettner, Michael Overesch, Ulrich Schreiber, Georg Wamser] // *Journal of Public Economics*. – 2012. – Vol. 96, № 11 – P. 930-938.



18. Thin Capitalization Rules and Multinational Firm Capital Structure / [Jennifer Blouin, Harry Huizinga, Luc Laeven, Gaetan Nico-deme]. – International monetary Fund, 2014. – 36 p. – (Working Paper / International Monetary Fund. IMF Working Paper Series ; WP/14/12).
19. Schindler D. Debt Shifting and Ownership Structure / Dirk Schindler, Guttorm Schjelderup // European Economic Review. – 2012. – Vol. 56, № 4. – P. 635-647.
20. Податковий кодекс України : за станом на 15 січня 2016 року / Верховна Рада України. – Офіц. вид. – К. : Парлам. вид-во [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

УДК 339.5

**Мангушев Д.В.**

*кандидат економічних наук,  
доцент кафедри маркетингу і менеджменту  
зовнішньоекономічної діяльності  
Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна*

**Тимків Н.Я.**

*студентка кафедри маркетингу і менеджменту  
зовнішньоекономічної діяльності  
Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна*

## АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ МІЖНАРОДНОЇ ТОРГІВЛІ ПОСЛУГАМИ УКРАЇНИ

Стаття присвячена дослідженню сучасного стану міжнародної торгівлі послугами України. Представлено динаміку експорту та імпорту послуг і темпи росту даних показників за 2010–2014 рр. Особлива увага приділяється проведенню структурного аналізу експортно-імпортних операцій з послуг за 2011–2014 рр. та визначенню найбільш стабільних країн-партнерів за допомогою проведення ABC- та XYZ-аналізу.

**Ключові слова:** сфера послуг, міжнародна торгівля послугами, експорт послуг, імпорт послуг, зовнішня торгівля послугами.

**Мангушев Д.В., Тимків Н.Я. АНАЛИЗ СОВРЕМЕННОГО СОСТОЯНИЯ МЕЖДУНАРОДНОЙ ТОРГОВЛИ УСЛУГАМИ УКРАИНЫ**

Статья посвящена исследованию современного состояния международной торговли услугами Украины. Представлена динамика экспорта и импорта услуг и темпы роста данных показателей за 2010–2014 гг. Особое внимание уделяется проведению структурного анализа экспортно-импортных операций по услугам за 2011–2014 гг. и определению наиболее стабильных стран-партнеров с помощью проведения ABC и XYZ-анализа.

**Ключевые слова:** сфера услуг, международная торговля услугами, экспорт услуг, импорт услуг, внешняя торговля услугами.

**Mangushev D.V., Tymkiv N.Y. THE ANALYSIS OF THE CURRENT STATE OF INTERNATIONAL TRADE IN SERVICES OF UKRAINE**

The article investigates the current state of international trade in services of Ukraine. The dynamics of exports and imports of services and the growth rates of these indicators for the 2010–2014 are presented. Particular attention is paid to the structural analysis of export-import operations in services for 2011–2014 and to the definition of the most stable partner countries using the ABC- and XYZ-analysis.

**Keywords:** service sector, international trade in services, exports of services, imports of services, foreign trade in services.

**Постановка проблеми.** Якісні зміни розвитку світового господарства впродовж останніх десятиліть характеризується поглибленням процесів глобалізації, соціалізацією світової економіки, зміною її структури, випереджаючим розвитком нематеріального виробництва, формуванням інформаційного простору, що призвело до збільшення обсягів торгівлі послугами на міжнародній арені. Сфера послуг постає найбільш перспективним та сектором економіки, що динамічно розвивається, серед розвинутих країн. Інтеграція України до світового простору можлива за умови сталого розвитку науково-технічного потенціалу, інноваційної активності та зростання конкурентоспроможності національних послуг. Адаптація за таких умов можливе вирішення головної проблеми – забезпечення оптимальної пропорції між обсягами експорту та імпорту послуг за рахунок підтримки тих сегментів сфери послуг, які є затребуваними на зовнішньому ринку та формують конкурентоспроможність національної економіки.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню міжнародної торгівлі, аналізу експорту та імпорту послуг, визначенню стану та перспек-

тив розвитку у сфері послуг присвячені праці багатьох економістів-науковців, серед яких: В. Зайцев, Ю. Мельник, С. Карпенко, Т. Циганкова, В. Козик, В. Любецький, В. Новицький, О. Богомолов, А. Румянцев та ін.

**Постановка завдання.** Метою статті є дослідження стану міжнародної торгівлі послугами України, проведення структурного аналізу експортно-імпортних операцій з послуг та визначення найбільш стабільних партнерів.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Для сучасного світового господарства характерним є бурхливий розвиток сфери послуг, що спричинений лібералізацією та глобалізацією світових економічних процесів. Як свідчить практика, для значної частини країн світу сфера послуг є однією із найважливіших і дедалі значніших складових економіки. Послуги є джерелом довгострокового економічного зростання країн, причому для деяких з них – важливішим, ніж промисловість [1, с. 35]. Зростання ринку послуг у міжнародному масштабі пояснюється дематеріалізацією виробництва, інтелектуалізацією праці, інформатизацією господар-