УДК 339.92

О. О. Сініцин,
магістр з міжнародної економіки,
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

# СТРАТЕГІЇ ФОРМУВАННЯ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНОГО КАПІТАЛУ ЗА РАХУНОК ЕКСТЕРНАЛЬНИХ ДЖЕРЕЛ

У статті досліджено стратегії формування капіталу транснаціональних корпорацій (ТНК), розглянуто принципи винайдення та поповнення транснаціонального капіталу. Детально проаналізовано екстернальні джерела формування капіталу ТНК за сучасних умов світової фінансової кризи.

The article studies strategies of forming capital by transnational corporations (TNCs), considers principles of forming and regaining transnational capital. Special emphasis is put on external capital sources in modern financial crisis.

Ключові слова: транснаціональна корпорація (ТНК), стратегії фінансування ТНК, капітал ТНК, формування капіталу, екстернальні джерела капіталу корпорацій.

Key words: transnational corporation (TNC), TNC financing strategy, TNC capital, forming capital, external capital sources of a TNC.

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Стратегії формування капіталу транснаціональної корпорації (ТНК) визначають позицію та рол корпорації на міжнародних ринках. Ефективні стратегії формування капіталу та активне винайдення джерел його формування безпосередньо впливають на стабільність діяльності та конкурентоспроможність транснаціональної корпорації.

Наявність сучасних динамічних процесів, що виникли в період міжнародної фінансової кризи, призвели до необхідності поглибленого дослідження стратегій формування капіталу ТНК, виявлення можливостей підвищення ефективності управління капіталом корпорацій, винайдення нових джерел залучення капіталу. За умов фінансової нестабільності світового господарства та активного перерозподілу міжнародних ринків, вирішення проблеми формування капіталу потребують нового підходу. Стратегії формування капіталу ТНК за рахунок екстернальних джерел особливо актуальні в період, коли формуються післякризові глобальні ринки з новою якістю конкуренції та регулювання. Для підвищення ефективності використання капіталу корпорації мають активізувати сучасні можливості поповнення екстернальних потоків, враховуючи при цьому процеси глобальних трансформацій фінансового ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про те, що стратегії формування капіталу транснаціональних корпорацій широко висвітлені в численних наукових працях видатних економістів-класиків, таких як А. Маршалл, Д. Рікардо, А. Сміт, а також в роботах сучасних визнаних дослідників проблеми функціонування ТНК — Л. Бальцеровича, Т. Веблена, Дж. К. Гелб-Рейта, Дж. Даннінга, Р. Коуза, М. Портера, Дж. Сороса, зокрема в працях вітчизняних вчених Д. Лук'яненка, Л. Руденко, О. Мозгового, С. Мочерного, А. Поручника, П. Рогача. Але, незважаючи на значний обсяг досліджень стосовно винайдення та залучення джерел формування капіталу ТНК, питання ефективного формування капіталу корпорації залишається недостатньо вивченим та проаналізованим.

## МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Мета статті — уточнити теоретичні основи формування капіталу ТНК, розкрити взаємозв'язок задач та функцій управління капіталом, встановити основні принципи стратегій формування капіталу корпорацій, дослідити процеси формування екстернальних потоків капіталів, охарактеризувати сучасні принципи винайдення джерел формування капіталу корпорацій в умовах глобалізації світових ринків.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Стратегії формування капіталу ТНК є вкрай важливими для визначення позиції та ролі корпорації на світових ринках. Конкурентні стратегії формуються під впливом глобальних конкурентних сил, які складаються з конкуренції між продавцями, конкуренції з боку виробників товарів-субститутів, впливу постачальників та покупців. Вони можуть бути глобальними і спрямовуватися на розвиток ключових компетенцій ТНК та багатонаціональними, орієнтованими на врахування умов ведення бізнесу у приймаючій країні та потреб її національного ринку.

В умовах глобалізації міжнародного бізнесу стратегія корпоративної диверсифікації виступає засобом отримання додаткової вигоди від синергії, яка виникає між видами бізнесу або між окремим бізнесом і корпоративною материнською структурою за рахунок спільного використання фінансових ресурсів.

У сучасних умовах кризових явищ виникла необхідність у мобілізації капіталу та ресурсів для подальшого його збільшення або збереження. Особлива увага приділяється прямим зарубіжним інвестиціям, розмір яких постійно зростає. Пряме інвестування має сприяти досягненню великих обсягів продажу, збільшення власної частки на ринку. Низький рівень національної економіки в деяких країнах і, як наслідок, кризові явища використовуються ТНК для досягнення нового рівня власного розвитку.

Разом з тим, така діяльність у різних країнах породжує фінансові складнощі, що можуть знизити ефективність діяльності ТНК. До основних факторів, які слід враховувати, виконуючи фінансові операції за межами країни, слід віднести: існування різних валют, обмінних курсів валют і валютних обмежень; розбіжність між банківськими процентними ставками в різних країнах; особливості оподаткування в кожній країні; вплив політичних подій на діяльність підприємств.

Пріоритетними напрямами фінансової діяльності ТНК при формуванні капіталу можна назвати також хеджування валютних ризиків, операції щодо залучення довгострокового капіталу на міжнародних ринках капіталу, планування грошових надходжень з урахуванням коливання обмінних курсів валют, розробку варіантів кредитної політики, з урахуванням особливостей країн, де розміщені торговельні партнери корпорації, вироблення політики управління коштами в товарно-матеріальних запасах, що формуються в зарубіжних підрозділах

Алгоритм організації управління фінансами ТНК має включати наступні етапи: аналіз існуючої системи управління фінансовими потоками, вивчення можливостей оптимізації управління фінансовими потоками, визначення стратегічних цілей централізованого управління фінансами ТНК, розробка стратегії і структури централізованого управління фінансами корпорації, організація централізованого управління фінансами, контроль результатів (рис. 1).

Визначення пріоритетів розподілу послідовності проведення тих чи інших операцій для ТНК пояснюється тим, що прибуток компанії значною мірою залежить від ефективних методів контролю й регулювання грошових операцій (табл. 1).

Управління капіталом — це управління структурою і вартістю джерел фінансування (пасивів) з метою підвищення рентабельності власного капіталу та здатності підприємства платити дохід кредиторам і співвласникам (акціонерам) підприємства. Управління формуванням, використанням та збереженням власного капіталу є основним у системі менеджменту і існує навіть на малих підприємствах, а ось питання визначення ринкової вартості компанії, дієвості її фінансово-господарської діяльності та визначення стратегії формування оптимальної структури капіталу зазвичай виникають лише на великих підприємствах (рис. 2).

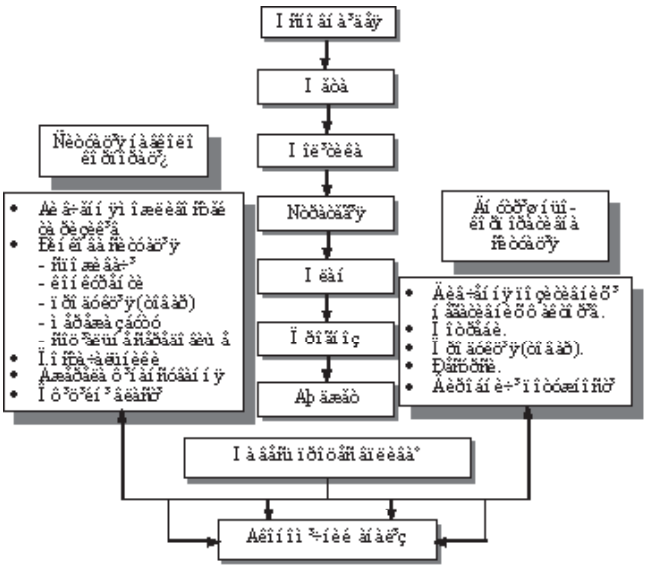


Рис. 1. Вплив факторів на визначення стратегії управління фінансовими потоками

У зв'язку з тим, що управління капіталом традиційно розглядають як складову частину фінансового менеджменту і поділяють на дві частини — управління формуванням та управління використанням капіталу, під управлінням формуванням капіталу слід розуміти сукупність процесів підготовки і здійснення керуючих впливів, які спрямовані на досягнення оптимальної структури капіталу та обсягів оптимального співвідношення різних форм капіталу при прийнятному рівні ризиків.

Вибір джерел фінансування (власних чи залучених) потребує врахування багатьох факторів, серед яких виділяють наступні: умови оподаткування прибутку акціонерних товариств та доходів від володіння цінними паперами у фізичних та юридичних осіб; структура активів компанії (рівень їх ліквідності); рівень інформаційної асиметрії; стан фінансових ринків у країні та за її межами; оцінка менеджерами ризику залучення боргового капіталу; корпоративна культура на підприємстві (менеджери можуть приймати рішення про структуру капіталу крізь призму максимізації власної корисності, а не корисності акціонерів). Схема зовнішніх фінансові ресурсів ТНК та їх взаємозв'язки розкрито на рис. 3.

Зовнішні джерела фінансування — це фінансування від інвесторів та фінансування від кредиторів. Фінансування від інвесторів відбувається шляхом емісії довгострокових (безстрокових) цінних паперів, які підрозділяються на два види — боргові (облігації) та капітальні (акції). Фінансування від кредиторів має дві основні форми — банківський кредит та купівля довгострокових цінних паперів (переважно облігацій) заздалегідь визначеними компаніями.

Міжнародне довгострокове фінансування ТНК здійснюється за допомогою мобілізації ресурсів як на євровалютних кредитних ринках, так і на ринках країн, що приймають.

Транснаціональна корпорація може отримати довгострокові ресурси на іноземних ринках такими шляхами: емісія облігацій, деномінованих у місцевій валюті; емісія акцій, деномінованих у місцевій валюті; отримання банківських кредитів у місцевій валюті. Фінансування ТНК може також відбуватися у формі єврокредитів та єврооблігацій.

Підприємства транснаціональних компаній намагаються забезпечити свої потреби в обіговому (робочому) капіталі на місцевому кредитно-фінансовому ринку. Короткострокове фінансування за рахунок екстернальних джерел у місцевій валюті може здійснюватися як по лінії банківських запозичень,

так і по лінії запозичень від небанківських установ.

Таблиця 1. Система контролю та регулювання грошових операцій корпорації

| Цілі | Стратегії та механізми | Проблеми та ризики |
|---|---|---|
| Оптимізація вкладень готівкових коштів | *Системний підхід* | Зміни валютних курсів |
| | Регіональні фінансові управління | |
| | Централізовані грошові сховища (депозитарії) | |
| Мінімізація фінансових затрат і трансакційних витрат | Взаємна компенсація вимог та зобов'язань за платежами. | Дії уряду |
| | Кредити в середині системи, встановлення трансфертних цін | Фактичний розподіл податкового тягаря |
| | Дивіденди й виплати | |
| Уникнення валютних збитків | Міжнародні фінансові філіали. | Інфляція |
| | Центри повторного обліку | |
| Мінімізація податкового тягаря | *Підходи окремих філіалів* | Зміни процентних ставок |
| | Прогнозування кошторису майбутніх готівкових надходжень і платежів | |
| Уникнення збитків від політичних і економічних ризиків | Прискорення або затягування розрахунків за зовнішньоторговими операціями, викликане очікуванням зміни валютних курсів. | Заморожені фонди |
| | Місцева кредитна діяльність | Політичний ризик |

Джерела короткострокового фінансування транснаціональної фірми охоплюють фонди, генеровані із внутрішніх джерел іноземних філій, фонди із джерел корпоративної системи ТНК та фонди із зовнішніх джерел. При цьому корпорації намагаються звести до мінімуму очікувані витрати та зменшити ризики. Серед механізмів короткострокового фінансування найпоширенішими є внутрішньокорпораційні кредити, закордонне банківське та небанківське запозичення в місцевій валюті та фінансування з використанням євровалютних інструментів, євровалютні інструменти короткострокового фінансування.

Серед основних форм банківського короткострокового фінансування слід назвати такі види позик: банківські строкові позики; кредитні лінії; револьверні кредитні угоди; банківські овердрафти.

Строкові позики комерційних банків є традиційною формою короткострокового фінансування. Зазвичай це прямі незабезпечені кредити на період до 90 днів. Вони призначені для фінансування специфічних тимчасових потреб і повертаються банку однією сумою разом з процентами, коли фірма отримує грошові надходження від операційної діяльності. Тому ці позики часто називають "самоліквідовуваними " (self-liquidating).

Якщо філії ТНК постійно потрібні позики, банк може надавати їм можливість регулярного короткострокового фінансування шляхом відкриття кредитної лінії. Ця форма фінансування дає філії змогу позичати гроші до встановленого ліміту та повертати позику, коли вона має вільні ресурси. В країнах з ринковою економікою для відкриття кредитної лінії достатньо неформальної угоди з банком. У країнах, що розвиваються, для цього необхідно укласти юридично оформлену угоду. Як правило, філія сплачує проценти за використану частину кредитної лінії. Але інколи банк може вимагати від позичальника сплати комісійних і на невикористану частину кредитної лінії. До цього може приєднуватися також вимога тримати на депозиті так звані компенсаційні баланси, щоб забезпечити виконання процентних та комісійних платежів.

Юридично формалізовані кредитні лінії, що періодично поновлюються протягом відносно тривалих періодів, називають револьверними кредитами (revolving credit).

Револьверні кредитні угоди подібні до кредитних ліній. Але в даному випадку банк юридично зобов'язаний видавати кредит до обумовленої суми. Поява цієї форми короткострокового фінансування викликана тим, що філія хоче мати гарантію отримання ресурсів навіть тоді, коли банк відчуватиме нестачу ліквідних ресурсів. Для надання револьверних кредитів філія обов'язково укладає з банком угоду. Ця угода переглядається та поновлюється кожні 2—3 роки.

Револьверний кредит передбачає два основні типи платежу:

а) процентну ставку за використану частину кредитної лінії;

б) обов'язкову комісію (зазвичай 0,125—0,5 % на рік) за невикористану частину ліміту кредитування.

Філії ТНК можуть отримувати фінансування від банків у вигляді овердрафту. Овердрафт — це кредитна лінія, за якою клієнт може виписати чеки до певної максимальної суми. Овердрафтні лінії часто розширюються з року в рік, перетворюючись, таким чином, на форму середньо строкового фінансування. При цьому позичальник сплачує процент лише на дебетовий залишок.

Альтернативою короткостроковому банківському фінансуванню є розміщення фірмою на фінансових ринках своїх комерційних паперів (commercial paper). Комерційні

Рис. 2. Функції та задачі управління формуванням капіталу

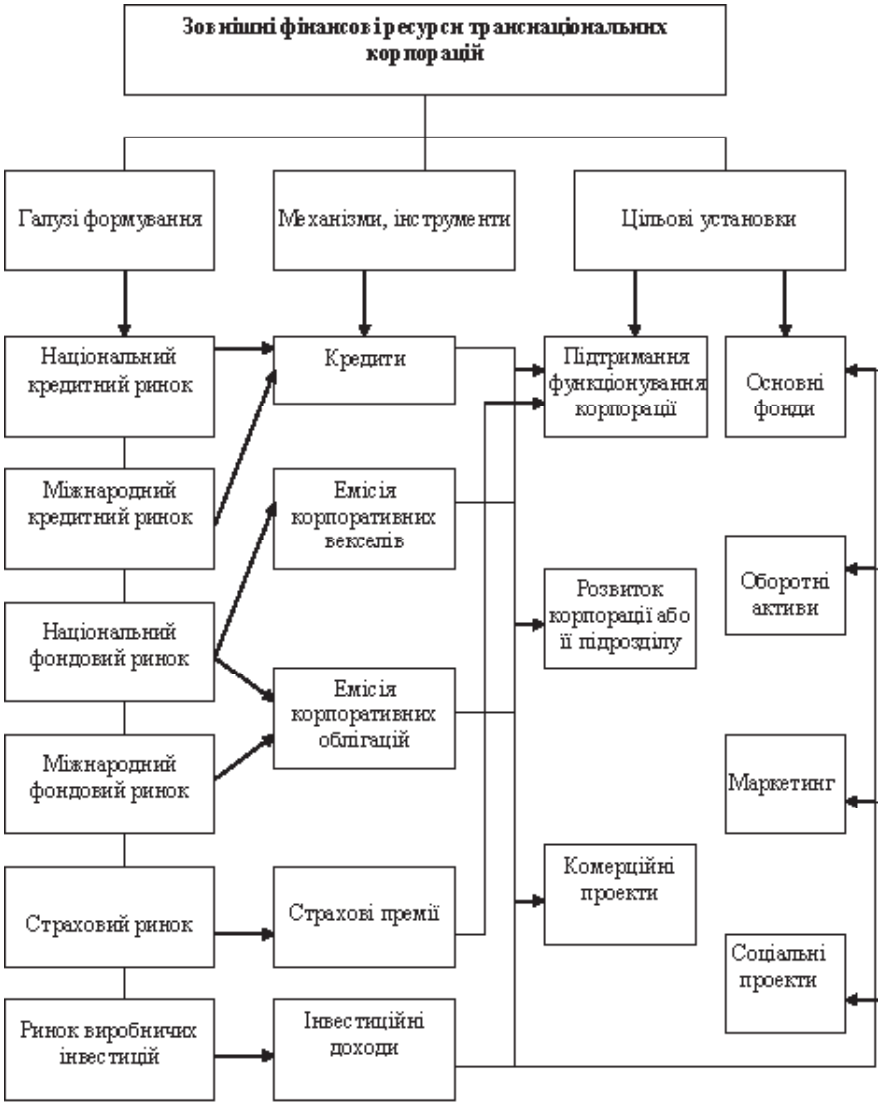


Рис. 3. Схема зовнішніх фінансових ресурсів ТНК і їх взаємозв'язків

папери — це короткострокові незабезпечені зобов'язання (короткострокові прості векселі). Як правило, вони продаються корпораціями на дисконтній основі. Оскільки комерційні папери є незабезпеченими зобов'язаннями, переважна їх частина випускається в обіг найбільшими компаніями. Такі папери мають велику номінальну вартість, строк їхнього погашення коливається в різних країнах від 20 до 90 днів. У більшості країн комерційні папери продаються первісно зі знижкою, а при погашенні повертається повна вартість. У деяких країнах практика емісії комерційних паперів передбачає процентні виплати.

Основними інвесторами в такі папери є великі страхові компанії, пенсійні та довірчі фонди, взаємні фонди. ТНК дуже активно використовують цей метод короткострокового фінансування. Маючи прямий доступ до ринку без фінансових посередників (банків), великі міжнародновідомі компанії можуть суттєво заощадити на сплаті процентів (часто до 1% і навіть більше). До того ж, оскільки комерційні папери продаються прямо найбільшим інституційним інвесторам, переважна частина їх видів не підлягає державній реєстрації, що зменшує час та витрати підготовки емісії до випуску.

ТНК здійснюють три види процентних витрат, пов'язаних із використанням комерційних паперів як джерел короткострокового фінансування: комісійні за рейтингові послуги; комісійні за агентські послуги банків; витрати на підтримувальні лінії кредиту.

Крім євровалютних банківських позик, транснаціональні корпорації можуть отримувати короткострокове фінансування шляхом розміщення на грошовому ринку євровалютних короткострокових цінних паперів. До них належать євроноти та єврокомерційні цінні папери.

Євроноти (euronotes) — це короткострокові векселі, які зазвичай деноміновані в доларах та емітовані корпораціями або урядами. Єврокомерційні папери (euro-commercial paper) — це такі євроноти, які не мають банківської підтримки у формі кредитної лінії або гарантованого розміщення за заздалегідь визначеною ціною.

За останні роки ринок євронот зростає швидкими темпами. Він є багатовалютним.

Довгострокове фінансування міжнародних операцій ТНК може здійснюватись з зовнішніх ресурсів (емісія капітальних та боргових цінних паперів на фінансових ринках).

Довгострокове фінансування міжнародних операцій ТНК здійснюється за рахунок власних коштів, а також зовнішніх джерел. Головними джерелами внутрішнього фінансування є нерозподілений прибуток та акумульовані амортизаційні відрахування.

Міжнародне довгострокове фінансування ТНК здійснюється за допомогою мобілізації ресурсів як на євровалютних кредитних ринках, так і на ринках країн, що приймають.

Транснаціональна корпорація може отримати довгострокові ресурси на іноземних ринках такими шляхами: емісія облігацій, деномінованих у місцевій валюті; емісія акцій, деномінованих у місцевій валюті; отримання банківських кредитів у місцевій валюті. Фінансування ТНК може також відбуватися у формі єврокредитів та єврооблігацій.

Зовнішні джерела фінансування — це фінансування від інвесторів та фінансування від кредиторів. Фінансування від інвесторів відбувається шляхом емісії довгострокових (безстрокових) цінних паперів, які підрозділяються на два види — боргові (облігації) та капітальні (акції). Фінансування від кредиторів має дві основні форми — банківський кредит та купівля довгострокових цінних паперів (переважно облігацій) заздалегідь визначеними компаніями.

Компанія емітує цінні папери, які купують інвестори. Довгострокові (безстрокові) цінні папери поділяються на два види — боргові (облігації) та капітальні (акції). Облігації, які фірма випускає для акумулювання довгострокових фінансових ресурсів, можуть бути забезпечені певними активами цієї компанії або забезпечені окремими видами майна.

Капітальні цінні папери — це різні види акцій. Вони обертаються на фінансових ринках у вигляді капіталу і дають можливість фірмі залучити довгострокові міжнародні фонди. Звичайні акції засвідчують право власності інвестора на частку капіталу фірми. Вони не тільки приносять йому дохід, а й надають право голосу на зборах акціонерів. Привілейовані акції за своєю сутністю теж є капітальними цінними папе-

рами, але вони не дають власникам права голосу та участі в контролі.

Поряд з емісією інвестиційних паперів компанія може залучати довгострокові зовнішні фонди від кредиторів. Такі кредитні ресурси надаються компанії у двох основних формах: у формі банківського кредиту та у формі купівлі довгострокових цінних паперів (переважно облігацій) заздалегідь визначеними компаніями.

Продаж довгострокових цінних паперів при цьому відбувається не на відкритому фінансовому ринку, а в приватному порядку. Він оформлюється спеціальними кредитними угодами, що детально регламентують складний комплекс юридичних та фінансово-економічних питань. Покупцями таких цінних паперів є банки, страхові компанії, пенсійні та взаємні фонди, інші інституцій ні інвестори.

Міжнародне довгострокове фінансування у формі банківського кредиту може проводитися на двосторонній та багатосторонній основі. У зв'язку зі значними розмірами такого кредитування банки часто не можуть здійснювати його на двосторонній основі. Намагаючись розподілити ризики, вони формують об'єднання (синдикати) банківських установ. Така група банків надає певному великому корпораційному позичальнику так званий синдикований кредит.

Міжнародне довгострокове фінансування діяльності ТНК здійснюється за допомогою мобілізації ресурсів як на євровалютних (офшорних) кредитно-фінансових ринках, так і на ринках країн, де діють філії ТНК.

Іноземне (зарубіжне) фінансування — це фінансування ТНК на ринку зарубіжної країни резидентами даної країни, деноміноване в місцевій валюті цієї країни. Наприклад, японська ТНК бере кредит у фунтах стерлінгів у Великій Британії в резидента цієї країни.

Євровалютне фінансування — це фінансування ТНК на ринку зарубіжної країни нерезидентом цієї країни у валюті третьої країни. Наприклад, батьківська компанія японської ТНК отримує у Великій Британії фонди в доларах від нерезидента цієї країни.

Транснаціональна корпорація може отримати довгострокові ресурси на іноземних ринках такими шляхами:

— емісія облігацій, деномінованих у місцевій валюті;

— емісія акцій, деномінованих у місцевій валюті;

— отримання банківських кредитів у місцевій валюті.

Транснаціональні фірми застосовують фінансування за допомогою облігацій на ринках країн, де розташовані їхні філії, або в країнах зі сприятливим законодавством для розміщення облігацій (Швейцарія, Люксембург і т.д.). При цьому облігації компанії деномінуються в місцевій валюті. Філії ТНК використовують ці довгострокові ресурси для фінансування своєї діяльності. Хоча уряди контролюють місцеве використання цих доходів, транснаціональні фірми мають можливості використання внутрішньо корпораційних механізмів для їх трансферу іншим філіям та батьківській компанії. Найбільші ринки іноземних облігацій — США, Швейцарія, Японія, Люксембург.

Дедалі більше транснаціональних компаній здійснюють емісію своїх акцій за кордоном або продають на іноземних ринках деяку частину своєї емісії. Така "глобальна" емісія на привабливих ринках промислово розвинутих країн дає ТНК змогу будувати всесвітню мережу акціонерів. Крім отримання довгострокового фінансування, ця стратегія дає додаткові вигоди для компанії, а саме:

— означає міжнародну диверсифікацію інвестицій у капітал (бази акціонерів), що послабляє негативний вплив коливань окремих національних ринків;

— дає змогу збільшити розмір емісії та подолати труднощі розміщення великих емісій;

— відкриває можливість зростання ціни акцій завдяки розширенню попиту на акції компанії;

— поліпшує кредитну репутацію фірм-емітентів.

Таким чином, емісія акцій на зарубіжних ринках розширює можливості глобальної діяльності ТНК та розвитку їх міжнародного виробництва.

Іноземні банківські кредити надаються нерезидентам країни-кредитора в місцевій валюті для використання за кордоном. Наприклад, батьківська компанія ТНК США може взяти прямий кредит у фунтах стерлінгів у банку Великої Британії, де розміщено її філію. Цей кредит вона спрямовує на закупівлю обладнання в Канаді. Така практика в останні роки використовується не часто. В багатьох країнах вона натрапляє на урядовий контроль та обмеження.

ТНК широко використовують форму євровалютного запозичення, коли євробанки приймають депозити від нерезидентів і надають кредити нерезидентам в іноземних валютах. Такі позики надаються на базі плаваючих процентних ставок і встановлюються за принципом "лібор плюс". Це означає, що фіксована маржа додається до базової ставки "LIBOR", яка коливається. Загальна процентна ставка періодично перераховується (як правило, в момент надання кожного наступного траншу). Маржа може значно коливатися (0,5—3% і більше) залежно від ризиків кон'юнктури ринку та інших факторів. Тривалість позик становить від 3 до 10 років. Великі позики надаються групами банків — синдикатом, який очолює банк лід-менеджер.

Обсяг єврооблігаційних позик в останні десятиріччя значно зріс. Єврооблігації (євробонди) продаються поза країнами, у валютах яких вони деноміновані, і не підпадають під регулювання офіційних органів. Доходи від облігацій не підпадають під оподаткування. Все це робить їх привабливим фінансовим інструментом як для компаній-емітентів, так і для інвесторів. ТНК-позичальник, наприклад, має можливість відносно швидко із меншою процентною ставкою (оскільки процентний дохід інвесторів не оподатковується) залучати ресурси. Емітуючи єврооблігації, компанії використовують переваги диверсифікації джерел фінансування і, таким чином, знижують свої валютно-фінансові ризики. Єврооблігації розміщує, як правило, синдикат банків-андеррайтерів. Дедалі більше їх випускають не у вигляді публічної емісії, а у формі приватного розміщення. Це спрощує процедуру та робить її швидшою та конфіденційнішою.

Для забезпечення емісії єврооблігацій, що мають більш ніж 7-річний строк погашення, створюються фонди викупу (фонди погашення). Вони дають змогу знизити ризик для кредиторів шляхом поступової виплати боргу фірмою-емітентом. У даному разі ТНК-емітент має зобов'язання погашати фіксовану кількість облігацій, починаючи з певного року після емісії.

Література:

1. Brealey Richard A., Myers Stewart C. Principles of Corporate Finance. — 7th Edition. — McGraw-Hill, 2002.

2. Brigham Eugene F., Houston Joel F. Fundamentals of Financial Management. — 10th Edition. — South-Western College Pub, 2003.

3. Grinblatt Mark, Titman Sheridan. Financial Markets & Corporate Strategy. — Irwin Professional Publishing, 1998.

4. Брег С. Настольная книга финансового директора: пер. с англ. / Стивен М. Брег. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 536 с.

5. Коваленко Л.О. Фінансовий менеджмент: навч. посібн. / Л.О. Кова-ленко, Л.М. Ремньова. — 2-ге вид., — К.: Вид-во "Знання", 2005. — 485 с.

6. Руденко Л.В. Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: монографія / За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г. Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — 538 с.

7. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: пер. с англ. / К. Уолш. — М.: Дело, 2000. — 360 с.

8. Энг Максимо В. Мировые финансы: пер. с англ. /