УДК 36.02; JEL classification: G32, G30, M21, D22 **DOI: https://doi.org/10.36887/2415-8453-2026-3-75**

Рибалко Юлія Сергіївна, асистент кафедри міжнародних фінансів, Київський національний економічний університет мені Вадима Гетьмана

Rybalko Yulia, Assistant Lecturer of the Department of International Finance, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, https://orcid.org/0009-0004-5312-9200

ФАКТОРИ ТА СИСТЕМНА МОДИФІКАЦІЯ ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМИ ФІНАНСАМИ

FACTORS AND SYSTEMIC MODIFICATION OF THEORETICAL APPROACHES TO CORPORATE FINANCE MANAGEMENT

Рибалко Ю. С. Фактори та системні модифікації теоретичних підходів до управління корпоративними фінансами. *Український журнал прикладної економіки та техніки*. 2026. Том 11. № 3. С. 425 – 429.

Rybalko Y. Factors and systemic modification of theoretical approaches to corporate finance management. *Ukrainian Journal of Applied Economics and Technology*. 2026. Volume 11. № 3. pp. 425 – 429.

Отримані результати полягають у розкритті функціональної ролі компаній, які не здійснюють миттєвого коригування фактичного рівня фінансового левериджу до його цільового значення. Завдяки визначенню відхилення від оптимальної структури фінансування поступово коригуються залежно від вартості залучення капіталу, фінансової гнучкості, інформаційної асиметрії, трансакційних витрат та інших характеристик компанії. У зв'язку з цим важливим параметром динамічних моделей структури капіталу є швидкість коригування (speed of adjustment), яка характеризує частку відхилення фактичного рівня левериджу від цільового, що усувається протягом одного періоду. Результати досліджень, наведених у табл. 2. демонструють значну варіативність швидкості коригування фінансового левериджу до цільового рівня — від 5–8% до понад 60% на рік. Така диференціація зумовлена не лише особливостями країн та інституційного середовища, а й відмінностями в економетричних методах, визначенні цільового рівня та показників левериджу, часових горизонтах і специфікаціях моделей. Отже, швидкість коригування левериджу не є універсальною характеристикою, а залежить від параметрів моделі та умов функціонування компаній. Отримані висновки емпіричних досліджень структури капіталу також показали, що під час дослідження компаній різних країн необхідно враховувати відмінності в системах бухгалтерського обліку (системи нарахування резервів, визнання пенсійних зобов'язань тощо); інакше фінансові важелі будуть незрівнянні. Таким чином, ми можемо зробити висновок, що ні теорія ієрархії, ані теорія компромісу не застосовуються на практиці ТНК в чистому вигляді, від початку і до кінця. Фінансові директори керуються ними лише частково, поєднують їх із практикою відстеження ринку та доповнюють її. В результаті виходить суміш принципів, заснованих на теоретичному фундаменті, досвіді та інтуїції.

***Ключові слова**: цільова структура капіталу, конкурентоздатність, фінансовий леверидж, податкове навантаження, капіталізація.*

The results obtained reveal the functional role of companies that do not make an instant adjustment of the actual level of financial leverage to its target value. Due to deviations from the optimal financing structure, adjustments are made gradually based on the cost of capital, financial flexibility, information asymmetry, transaction costs, and other company characteristics. In this regard, an important parameter in dynamic capital structure models is the speed of adjustment, which characterizes the proportion of the deviation of actual leverage from the target that is eliminated in one period. The results of the studies presented in Table 2 demonstrate significant variability in the speed of adjustment of financial leverage to the target level - from 5- 8% to over 60% per year. Such differentiation is due not only to the peculiarities of countries and their institutional environments, but also to differences in econometric methods, the determination of the target level and leverage indicators, time horizons, and model specifications. Therefore, the speed of leverage adjustment is not a universal characteristic but depends on the model's parameters and the conditions under which companies operate. The conclusions of empirical studies of capital structure also showed that when researching companies across different countries, it is necessary to adjust for differences in accounting systems (e.g., reserve accrual, pension obligation recognition); otherwise, the financial levers will be incomparable. Thus, we can conclude that neither the theory of hierarchy nor the theory of compromise are applied in the practice of TNCs in their pure form, from beginning to end. Financial directors are guided by them only partially; they combine them and supplement them with market monitoring. The result is a mixture of principles based on theoretical foundations, experience, and intuition.

***Keywords**: target capital structure, competitiveness, financial leverage, tax burden, capitalization.*

Вступ

Численні підходи до визначення цільової структури капіталу, які реалізуються в різних теоріях, відрізняються певною гетерогенністю, але їх систематизація дає змогу виокремити спільні риси та принципові відмінності. Розробка нових підходів до управління фінансовими ресурсами корпорацій у кризовий та посткризовий періоди з метою забезпечення їх конкурентоздатності в динамічному турбулентному бізнес-середовищі є досить складною та дискусійною проблемою. На даний момент найбільш актуальним питанням у світовій фінансовій спільноті є обговорення доцільності визначення ефективної структури капіталу ТНК.

У сучасних дослідженнях дедалі більшої актуальності набувають концепти цільового фінансового левериджу (target leverage) та визначення швидкості його досягнення. Фінансовий леверидж – фінансовий показник, який відображає структуру капіталу корпорації та ступінь її заборгованості перед кредиторами. Оптимальне співвідношення боргу у структурі капіталу визначається функцією, яка складається з характеристик конкретної фірми, що включають: чутливість активів, розмір капітальних витрат, фінансову стійкість, рентабельність капіталу, темпи зростання, податковий щит, виплачувані дивіденди та мінливість доходів. Для перевірки обґрунтованості теорій компромісу і ієрархії було проведено численні емпіричні тестування впливу вищезазначених факторів на структуру капіталу конкретних компаній. Також, ці фактори використовуються в оцінці швидкості досягнення компанією цільової структури капіталу.

Що стосується питання трансформації та модифікації управління корпоративними фінансами транснаціональних корпорацій, дослідженнями займались українські вчені: В. Вишневський, В. Геєць, А. Гриценко, Б. Данілішин, О. Длугопольський, А. Дробязко, Я. Жаліло, І. Лютий, Г. Карчева, Ю. Кіндзерський, С. Козьменко, В.Корнєєв, В. Корнівська, А. Максюта, В.Міщенко, В. Опарін, В. Федосов, В.Шаповалов, В. Шапран, І. Шульга, О. Яременко та інші.

Формулювання цілей статті

Мета даного дослідження полягає у систематизації й обґрунтуванні підходів до модифікації управління корпоративними фінансами транснаціональних корпорацій в умовах глобалізаційної нестабільності, зростання ризиків і викликів.

Матеріали і методи

Сучасна економічна література в сфері корпоративних фінансів свідчить про посилення наукового інтересу до фінансової

This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons CC-BY 4.0

© Рибалко Юлія Сергіївна, 2026

практики управління компаніями на ринках, що розвиваються та формуються. Метою цих досліджень є порівняння факторів впливу на корпоративну структуру капіталу компаній розвинених країн і країн, що розвиваються, а також формування засад сучасної парадигми управління фінансовими ресурсами ТНК.

Аналіз останніх емпіричних досліджень структури капіталу показав, що теорія компромісу та теорія ієрархії не є взаємовиключними. Наприклад, емпіричні роботи Майєрса [1], Шиам-Сандера та Майєрса [2], Тонга [3]. підтверджують теорію ієрархії, як хороший дескриптор корпоративної фінансової поведінки. Водночас емпіричні тести, проведені Чангом та Дасгуптом [4], Франком і Гоялом [5], Лірі та Робертсом [6], показали, що компанії дотримуються компромісної теорії корпоративних фінансів. Нещодавні дослідження Грема і Хар-ві [7], Мукерджи та Махакуда [8], Мойо, Вольмаранса та Брюмера [9] показують, що ці дві теорії взаємно доповнюють одна одну.

Сучасна економічна література в сфері корпоративних фінансів свідчить про посилення наукового інтересу до фінансової практики управління компаніями на ринках, що розвиваються та формуються. Метою даних досліджень є порівняння факторів впливу на корпоративну структуру капіталу компаній розвинених країн і країн, що розвиваються, а також формування засад сучасної парадигми управління фінансовими ресурсами ТНК.

Теорія ієрархії дотримується іншої точки зору щодо ролі боргу у великих і зрілих компаніях, до яких належать ТНК. Відповідно до цієї теорії, частка боргу в структурі капіталу повинна бути нижчою порівняно з менш прибутковими компаніями, оскільки вони мають доступ до більшого обсягу власних коштів, що знижує дефіцит фінансування [10]. Якщо у компанії виникають проблеми зі зниженням капітальних витрат і дефіцитом власних коштів, вона може повернути деякі з вільних грошових потоків інвесторам у вигляді дивідендів та/або викупу акцій. З огляду на вищезазначене, теорія ієрархії прогнозує негативну кореляцію між фінансовим левериджем і рентабельністю компанії, а також між фінансовим левериджем і рівнем матеріальних активів. Майерс і Малуйф [11] використовують негативну кореляцію між фінансовим левериджем і рентабельністю компанії, як "найбільш красномовний доказ проти теорії компромісу". Відповідно до теорії ієрархії, фінансовий леверидж негативно корелює з рентабельністю та рівнем матеріальних активів. та позитивно корелює з дивідендами до виплати, капітальними витратами та темпами зростання компанії. Теорія не пророкує жодної кореляції з не-борговим податковим щитом. Узагальнення підходів традиційних теорій структури капіталу до визначення впливу боргу на структуру капіталу ТНК наведено у таблиці 1.

Таблиця 1. Порівняння підходів традиційних теорій структури капіталу до ролі боргу у ТНК

Фактори фінансового левериджу	Компромісна теорія	Теорія ієрархії
Рентабельність (ASSET)	+	-
Матеріальні активи (ROE)	+	-
Дивіденди (DIVDUM)	+	+
Темп росту (MTB market-to-book ratio)	-	+
Капітальні витрати (CAPEX)	-	+
Не-борговий податковий щит (NDTS)	-	
Фінансова стійкість (FDIST)	-	-
Розмір компанії (SIZE)	+	+
Відношення амортизації і зносу до сукупних активів (ATA)		
Галузевий леверидж (INDYMEDLEV)		
Інфляційні очікування		
Прибуток (PRF)	+	+
CASH		

Примітка: (-) відображає негативну кореляцію фактора до левериджу, (+) відображає позитивну кореляцію фактора і левериджу. Сірого кольору клітинки свідчать або про відсутність даних (не розглядається в даній теорії), або про статистичну незначущість фактора.

Джерело: складено автором.

Деякі емпіричні дослідження, що вивчають вагомі фактори структури капіталу, включають коефіцієнт відношення амортизаційних відрахувань до сукупних активів компанії (ATA) як незалежну змінну в неборговому податковому щиті. Як відомо, збільшення амортизації знижує податкове навантаження, відповідно і граничну ставку податку, і цільовий рівень боргу. У своїх емпіричних дослідженнях Грем [12] і МасКі-Мейсон [13] виявили значний вплив податків на рівень боргу. На відміну від податків, амортизаційні відрахування не мають істотного впливу на фінансовий леверидж. Тітман і Вессельс [14] стверджують, що складно знайти підходящу зміну для досягнення ефектів заміщення між податковими щитами, так як вимагає фактор зниження податків, який виключає ефект економічних амортизаційних витрат. Отже, ми виключаємо фактор амортизаційних відрахувань з подальшого аналізу структури капіталу ТНК у наступних етапах дослідження.

Виклад основного матеріалу дослідження

Неоднозначним у зв'язку з вищезазначеним є й поняття «ефективної» структури капіталу. У літературі з фінансового менеджменту використовуються такі категорії: «цільова структура», «прийнятна структура», «раціональна структура», «оптимальна структура». При цьому дослідники найчастіше віддають перевагу одному з цих термінів – оптимальній структурі капіталу, інші ж використовуються як синоніми.

Під оптимальною структурою капіталу ми розуміємо таке співвідношення власного і залученого капіталу, яке, враховуючи індивідуальні особливості кожної транснаціональної корпорації, забезпечує оптимальне поєднання ризику й дохідності та, відповідно, максимізує ринкову капіталізацію компанії. Приймаючи рішення в даний період часу, корпорація орієнтується на визначену структуру, розроблену під час стратегічного планування, і, виходячи з неї, формує фінансову стратегію та тактику на кожен поточний період з урахуванням можливих непередбачуваних ризиків. При визначенні оптимальної структури капіталу компанії найчастіше використовують не ринкові, а балансові оцінки. Слід зазначити, що оптимальна структура залишається такою лише в конкретних визначених умовах бізнес-середовища та не відповідає вимогам корпорації в разі їх змін.

Враховуючи останні тенденції нестабільності зовнішнього корпоративного бізнес-середовища, появу нових чинників та постійну зміну ваги впливу наявних зовнішніх і внутрішніх чинників на структуру фінансового ресурсу ТНК, ми вважаємо за доцільне в нашому подальшому дослідженні використовувати поняття ефективної структури капіталу. До факторів, які мають переважно негативний вплив на рівень фінансового левериджу, можна віднести рентабельність продаж, що підтверджує справедливість теорії ієрархії. Суперечливу кореляцію показали результати емпіричних досліджень впливу на фінансовий леверидж детермінанти темпу росту компаній країн, що розвиваються. Так, дослідження південноафриканських компаній показують позитивну кореляцію, яка узгоджується з передбаченнями теорії ієрархії, а китайські та індійські дослідження підтверджують негативну кореляцію, що підтверджує теорію компромісну. Таким чином, є свідчення на підтримку обох теорій.

Під ефективною структурою капіталу ми розуміємо таке співвідношення власного і залученого капіталу, яке менеджер враховує під час ухвалення фінансових та інвестиційних рішень. Таким чином, ефективна структура капіталу є унікальним набором інструментів фінансування діяльності ТНК з урахуванням її динамічних конкурентних переваг, який нівелює інформаційну асиметрію та відповідає прийнятому фінансовому рішенню. Коефіцієнт

фінансової стійкості вказує на бізнес ризики компанії та її здатність залучати кошти з зовнішніх джерел фінансування. Це один із будівельних блоків теорії компромісу в корпоративних фінансах. Компанії з вищим фінансовим левериджем стикаються з вищою ймовірністю дефолту за їх заборгованістю. Як правило, передбачається, що існує зворотна залежність між фінансовим левериджем і фінансовою стійкістю зважаючи на паралельне підвищення ризику банкрутства.

На відміну від оптимальної, ефективна структура капіталу є більш гнучкою та може швидко змінюватися й адаптуватися у відповідь на зміни в бізнес-середовищі компанії. Оптимальна ж структура є так званим «ідеальним» співвідношенням власних і залучених фінансових ресурсів у визначений період часу, тому, на нашу думку, її можна розрахувати у ретроспективі з метою прорахунку можливих ризиків за незмінних умов бізнес-середовища і слід використовувати як рекомендацію при формуванні ефективної структури капіталу.

Слід зазначити, що відхилення від цільової структури капіталу можуть бути спричинені недосконалістю ринків капіталу. Так, компанії дійсно систематично відхиляються від своїх цілей — цільового фінансового левериджу, оскільки стикаються з адаптацією витрат у вигляді інформаційної асиметрії, трансакційних витрат і витрат невикористаних можливостей [204, С. 199]. Серед економістів, на сьогодні, немає єдиного підходу до визначення впливу вищезазначених витрат на цільовий фінансовий леверидж. Так, емпіричне дослідження Лірі та Робертса [6] підтверджує наявність даних витрат, водночас визначає їх несуттєвими, адже незалежно від витрат коригування компанії й раніше активно збалансовували свої структури капіталу. Фланнери і Ранган [15], навпаки, стверджують, що у зв'язку з наявністю витрат на коригування компанії будуть частково й нерідко коригувати свої структури капіталу відповідно до цільового значення. Дослідження Овакімяна і Лі [16] підтверджують актуальність і справедливість часткового коригування моделі для оцінки швидкості досягнення цільового значення фінансового левериджу. Водночас економісти зазначають, що зазначені відхилення компанія досить швидко виправляє [17].

Емпіричні дослідження динамічної структури капіталу засвідчують, що компанії не здійснюють миттєвого коригування фактичного рівня фінансового левериджу до його цільового значення. Відхилення від оптимальної структури фінансування поступово коригуються залежно від вартості залучення капіталу, фінансової гнучкості, інформаційної асиметрії, трансакційних витрат та інших характеристик компанії. У зв'язку з цим важливим параметром динамічних моделей структури капіталу є швидкість коригування (*speed of adjustment*), яка характеризує частку відхилення фактичного рівня левериджу від цільового, що усувається протягом одного періоду. Результати окремих емпіричних досліджень щодо швидкості досягнення компаніями цільового рівня фінансового левериджу систематизовано в табл. 2.

Таблиця 2. Результати емпіричних досліджень швидкості коригування фінансового левериджу до досягнення цільового рівня

Дослідження	Методи дослідження	Країна (регіон) дослідження	Швидкість коригування на рік	Показник левереджу
Antoniou, Guney and Paudyal (2008) [18]	*Двокроковий системний GMM (2-step system GMM procedure)*	Велика Британія, США, Франція, Німеччина та Японія	32,00% для американських і британських компаній, 39% - для французьких	Ринковий леверидж
Flannery and Rangan (2006) [15] *Fama and MacBeth (1973) [19]*	Оцінювання з фіксованими ефектами, mean-differencing estimator та instrumental variable	США	34,2% для балансового та 35,5% для ринкового левериджу	Ринкова вартість власного капіталу
Elsas and Florysiak (2011) [20]	Наголошують на неоднорідності швидкості коригування між компаніями та застосовують DPF estimator для незбалансованих динамічних панельних даних із дробовою залежною змінною	США	26,30% & 25,60%	Балансовий / ринковий леверидж
Kayhan and Titman (2007) [21]	Аналізують зміни структури капіталу на довших часових горизонтах у 5 років Використовують Модель Тобіта, OLS (метод звичайних найменших квадратів) та бустрепінг (метод повторної вибірки)	США	10,0% для book leverage & 8,3% для market leverage Їхні п'ятирічні оцінки, перераховані Huang and Ritter (2009) у річний еквівалент	Ринкова вартість власного капіталу
Hovakimian and Li (2011) [16] *OLS and fixed effects methods*	OLS та модифіковані специфікації з фіксованими ефектами	США	5,50% & 7,40%	балансова вартість власного капіталу
Huang and Ritter (2009) [22]	використовують естиматор довгих різниць (Long-difference panel estimator), спрямований на подолання проблеми зміщення оцінок швидкості коригування	США	17,0% для book leverage & 21,0% для market leverage Період напівкоригування 3,7 року	
Mukherjee and Mahakud (2012) [8] *system GMM procedure*	Динамічна панельна модель; GMM	Індія	43,0%	
Ramjee and Gwatidzo (2012) [23] system GMM procedure	Досліджують 178 компаній, котируваних на Johannesburg Stock Exchange, за 1998–2008 рр Використовують двокроковий системний GMM	Південна Африка	65,5% для total debt ratio & 80,2% для long-term debt ratio	Разом довгострокова заборгованість

Легенда: QMLE = квазі оцінка - найбільша ймовірність; МНК = МНК; GMM = узагальнений метод момент і DPF = динамічні панельні дані з дробової залежних змінних оцінки (це еквівалентно випадкових ефектів Тобіт Оцінювач)

Джерело: обраховано автором

Результати досліджень, наведених у табл. 2.7 демонструють значну варіативність швидкості коригування фінансового левериджу до цільового рівня — від 5–8% до понад 60% на рік. Така диференціація зумовлена не лише особливостями країн та інституційного середовища, а й відмінностями в економетричних методах, визначенні цільового рівня та показників левериджу, часових горизонтах і специфікаціях моделей.

Huang and Ritter [24] наголошують на проблемі зміщення оцінок швидкості коригування у стандартних динамічних моделях та обґрунтовують необхідність удосконалення методології її оцінювання. Отже, швидкість коригування левериджу не є універсальною характеристикою, а залежить від параметрів моделі та умов функціонування компаній. Це підтверджує доцільність розгляду цільової структури фінансування ТНК як динамічної

характеристики управління фінансовими ресурсами. У більш пізніх дослідженнях розглядається ширший спектр факторів, що впливають на фінансовий леверидж. Крім перерахованих вище змінних аналізуються й інші, такі як: ліквідність компанії, коефіцієнт покриття відсотків (interest coverage ratio), волантильність, вільні грошові потоки, валютні ризики, політичні ризики тощо [25].

Висновки та перспективи подальших розвідок

Аналіз емпіричних досліджень структури капіталу також показав, що під час дослідження компаній різних країн необхідно враховувати відмінності в системах бухгалтерського обліку (системи нарахування резервів, визнання пенсійних зобов'язань тощо); інакше фінансові важелі будуть незрівнянні [20]. На жаль, більшість дослідників такі коригування не проводять. Окремі економісти припускають, що через відсутність єдиного підходу до визначення залежної змінної (одні використовують рівень загального фінансового левериджу — відношення сукупного боргу до вартості компанії, інші — рівень довгострокового фінансового левериджу) отримані регресійні результати виявляються різними, причому відмінності особливо великі для ринків, що розвиваються. Невідповідність результатів обумовлена тим, що для фінансування інвестицій компанії ринків що розвиваються змушені використовувати короткостроковий борг, а рівень довгострокового боргу вкрай низький і не може бути оптимальним, оскільки компанії стикаються з обмеженнями на залучення «довгих грошей».

Коли залежною зміною є фінансовий леверидж, тестування структури капіталу здійснюється за допомогою панельних даних. Для вибору між скрізною регресією, моделлю з фіксованими ефектами (FE) і моделлю з випадковими ефектами (RE) використовуються стандартні методики: тест Хаусмана та тест на систему обмежень. Якщо залежна змінна — бінарна, регресія будується за часовими рядами.

Таким чином, ми можемо зробити висновок, що ні теорія ієрархії, ані теорія компромісу не застосовуються на практиці ТНК в чистому вигляді, від початку і до кінця. Фінансові директори керуються ними лише частково, поєднують їх із практикою відстеження ринку та доповнюють її. В результаті виходить суміш принципів, заснованих на теоретичному фундаменті, досвіді та інтуїції.

Література

1. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13, Iss. 2. P. 187–221. DOI: https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0
2. Analysis of representations for domain adaptation / S. Ben-David et al. *Advances in Neural Information Processing Systems*. 2006. Vol. 19. P. 137–144. URL: https://papers.nips.cc/paper_files/paper/2006/file/b1b0432ceafb0ce714426e9114852ac7-Paper.pdf
3. Tong T. W., Reuer J. J. Real options in multinational corporations: organizational challenges and risk implications. *Journal of International Business Studies*. 2007. Vol. 38, Iss. 2. P. 215–230. DOI: https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400260
4. Chang X., Dasgupta S. Target Behavior and Financing: How Conclusive Is the Evidence? *The Journal of Finance*. 2009. Vol. 64, Iss. 4. P. 1767–1796. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01479.x
5. Frank M. Z., Goyal V. K. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*. 2009. Vol. 38, Iss. 1. P. 1–37. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x
6. Leary M. T., Roberts M. R. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*. 2010. Vol. 95, Iss. 3. P. 332–355. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.009
7. Graham J. R., Harvey C. R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*. 2001. Vol. 60, Iss. 2–3. P. 187–243. DOI: https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7
8. Mukherjee S., Mahakud J. Historical Market to Book Ratio and Corporate Capital Structure: Evidence from India. *Global Business Review*. 2012. Vol. 13, Iss. 2. P. 339–350. DOI: https://doi.org/10.1177/097215091201300211
9. Moyo V., Wolmarans H. P., Brümmer L. Dynamic capital structure determinants: some evidence from South African firms. *Journal of Economic and Financial Sciences*. 2013. Vol. 6, Iss. 3. P. 661–682. DOI: https://doi.org/10.4102/jef.v6i3.253
10. Shyam-Sunder L., Myers S. C. Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 51, Iss. 2. P. 219–244. DOI: https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8
11. Mehrotra V., Mikkelson W., Partch M. Do Managers Have Capital Structure Targets? Evidence from Corporate Spinoffs. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2005. Vol. 17, Iss. 1. P. 18–25. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2005.019_1.x
12. Graham J. R. How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*. 2000. Vol. 55, Iss. 5. P. 1901–1940. DOI: https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277
13. MacKie-Mason J. K. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? *The Journal of Finance*. 1990. Vol. 45, Iss. 5. P. 1471–1493. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03724.x
14. Titman S., Wessels R. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. 1988. Vol. 43, Iss. 1. P. 1–19. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x
15. Flannery M. J., Rangan K. P. Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*. 2006. Vol. 79, Iss. 3. P. 469–506. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.004
16. Hovakimian A., Li G. In search of conclusive evidence: How to test for adjustment to target capital structure. *Journal of Corporate Finance*. 2011. Vol. 17, Iss. 1. P. 33–44. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.07.004
17. Moyo V., Wolmarans H., Brümmer L. Trade-Off Or Pecking Order: Evidence From South African Manufacturing, Mining, And Retail Firms. *International Business & Economics Research Journal*. 2013. Vol. 12, No. 8. P. 927–944. DOI: https://doi.org/10.19030/iber.v12i8.7989
18. Antoniou A., Guney Y., Paudyal K. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2008. Vol. 43, Iss. 1. P. 59–92. DOI: https://doi.org/10.1017/S0022109000002751
19. Fama E. F., MacBeth J. D. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*. 1973. Vol. 81, No. 3. P. 607–636. URL: [suspicious link removed]
20. Elsas R., Florysiak D. Heterogeneity in the Speed of Adjustment toward Target Leverage. *International Review of Finance*. 2011. Vol. 11, Iss. 2. P. 181–211. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01130.x
21. Kayhan A., Titman S. Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 83, Iss. 1. P. 1–32. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.007
22. Huang R., Ritter J. R. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2009. Vol. 44, Iss. 2. P. 237–271. DOI: https://doi.org/10.1017/S0022109009090150
23. Ramjee A., Gwatidzo T. Dynamics in capital structure determinants in South Africa. *Meditari Accountancy Research*. 2012. Vol. 20, No. 1. P. 52–67. DOI: https://doi.org/10.1108/10222521211234228
24. Chkir I. E., Cosset J.-C. Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*. 2001. Vol. 11, Iss. 1. P. 17–37. DOI: https://doi.org/10.1016/S1042-444X(00)00040-2

25. Rajan R. G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. 1995. Vol. 50, Iss. 5. P. 1421–1460. DOI: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

References

1. Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0
2. Ben-David, S., Blitzer, J., Crammer, K., & Pereira, F. (2006). Analysis of representations for domain adaptation. *Advances in Neural Information Processing Systems*, 19, 137–144. https://papers.nips.cc/paper_files/paper/2006/file/b1b0432ceafb0ce714426e9114852ac7-Paper.pdf
3. Tong, T. W., & Reuer, J. J. (2007). Real options in multinational corporations: Organizational challenges and risk implications. *Journal of International Business Studies*, 38(2), 215–230. https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400260
4. Chang, X., & Dasgupta, S. (2009). Target behavior and financing: How conclusive is the evidence? *The Journal of Finance*, 64(4), 1767–1796. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01479.x
5. Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x
6. Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332–355. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.009
7. Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7
8. Mukherjee, S., & Mahakud, J. (2012). Historical market to book ratio and corporate capital structure: Evidence from India. *Global Business Review*, 13(2), 339–350. https://doi.org/10.1177/097215091201300211
9. Moyo, V., Wolmarans, H. P., & Brümmer, L. (2013). Dynamic capital structure determinants: Some evidence from South African firms. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 6(3), 661–682. https://doi.org/10.4102/jef.v6i3.253
10. Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219–244. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8
11. Mehrotra, V., Mikkelson, W., & Partch, M. (2005). Do managers have capital structure targets? Evidence from corporate spinoffs. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(1), 18–25. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2005.019_1.x
12. Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901–1940. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277
13. MacKie-Mason, J. K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? *The Journal of Finance*, 45(5), 1471–1493. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03724.x
14. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x
15. Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469–506. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.004
16. Hovakimian, A., & Li, G. (2011). In search of conclusive evidence: How to test for adjustment to target capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 33–44. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.07.004
17. Moyo, V., Wolmarans, H., & Brümmer, L. (2013). Trade-off or pecking order: Evidence from South African manufacturing, mining, and retail firms. *International Business & Economics Research Journal*, 12(8), 927–944. https://doi.org/10.19030/iber.v12i8.7989
18. Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92. https://doi.org/10.1017/S0022109000002751
19. Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607–636. [suspicious link removed]
20. Elsas, R., & Florysiak, D. (2011). Heterogeneity in the speed of adjustment toward target leverage. *International Review of Finance*, 11(2), 181–211. https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01130.x
21. Kayhan, A., & Titman, S. (2007). Firms' histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, 83(1), 1–32. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.10.007
22. Huang, R., & Ritter, J. R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237–271. https://doi.org/10.1017/S0022109009090150
23. Ramjee, A., & Gwatidzo, T. (2012). Dynamics in capital structure determinants in South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 52–67. https://doi.org/10.1108/10222521211234228
24. Chkir, I. E., & Cosset, J.-C. (2001). Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(1), 17–37. https://doi.org/10.1016/S1042-444X(00)00040-2
25. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

Стаття надійшла до редакції / Received 15.08.2026 **Прийнята до друку / Accepted 25.08.2026**
Опубліковано/ Published 04.09.2026