

ВПЛИВ ФІНАНСОВИХ ОБМЕЖЕНЬ НА РІВЕНЬ ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ КОРПОРАЦІЙ

THE INFLUENCE OF FINANCIAL CONSTRAINTS ON THE LEVEL OF FINANCIAL LEVERAGE

УДК 658.15.02

<https://doi.org/10.32843/bses.49-27>**Куліш Г.П.**

к.е.н., доцент,
професор кафедри корпоративних
фінансів і контролінгу
Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана

Копан О.В.

студент
Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана

Kulich Anna

Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman

Kopan Oleksandr

Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman

У статті описано вплив макроекономічних чинників на вибір структури капіталу. Наведено модель оптимального рівня фінансового левериджу як функцію макроекономічних умов та суб'єктивних факторів. Вибірку українських корпорацій розділено на дві групи на основі вимірювання фінансових обмежень. Проведено дослідження залежності зміни рівня фінансового левериджу від ступеня фінансових можливостей корпорацій: проциклічний застосовано для фінансово обмежених компаній, а антициклічний – для фінансово необмежених компаній щодо зміни економічних умов. Стаття доводить нерівномірність впливу макроекономічних умов для корпоративних компаній під час вибору виду емісії цінних паперів: фінансово необмежені корпорації намагаються здійснювати емісію власних цінних паперів саме в періоди сприятливих макроекономічних умов, тоді як для фінансово обмежених корпорацій не прослідковується чітка кореляція випуску акцій зі сприятливими економічними умовами.

Ключові слова: структура капіталу, бізнес-цикли, фінансові обмеження, фінансовий леверидж, макроекономічні умови, варіація часового розподілу, цінова реакція акцій.

В статье описано влияние макроэкономических условий на выбор структуры капи-

тала. Приведена модель оптимального уровня финансового левериджа как функция макроэкономических условий и субъективных факторов. Выборка украинских корпораций разделена на две группы на основе измерения финансовых ограничений. Проведено исследование зависимости изменения уровня финансового левериджа от степени финансовых возможностей корпораций: проциклический применен для финансово ограниченных компаний, а антициклический – для финансово неограниченных компаний относительно изменения экономических условий. Статья доказывает неравномерность влияния макроэкономических условий для корпоративных компаний при выборе вида эмиссии ценных бумаг: финансово неограниченные корпорации пытаются осуществлять эмиссию собственных ценных бумаг именно в периоды благоприятных макроэкономических условий, тогда как для финансово ограниченных фирм не проследживается четкая корреляция выпуска акций с благоприятными экономическими условиями.

Ключевые слова: структура капитала, бизнес-циклы, финансовые ограничения; финансовый леверидж, макроэкономические условия, вариация временного распределения, ценовая реакция акций.

Successful companies always strive to optimize their capital structure at the aim of benefits maximization from its using. Thus, businesses are faced with the question of choosing the optimal share of debt that is closely related to its level of financial leverage. Since Ukrainian enterprises are not always characterized by a cost-effective ratio of debt to equity, a model of optimal value for the company's leverage should be an appropriate factor for its balancing. Thus, the development of this model based on the use of company specific factors and macroeconomic variables, and determining the specific relationship between the magnitude of leverage and economic conditions for companies with different levels of financial constraints, determined the relevance of the topic and the choice of research direction. The article describes the impact of macroeconomic conditions on the choice of capital structure. The research includes a model of optimal financial leverage level as a function of macroeconomic conditions and company specific factors. The sample of Ukrainian corporations was divided into two groups based on the measurement of financial constraints. The influence of financial leverage changes depending on financial constraints degree of the company is investigated. The research proves a positive relation between leverage and collateral, such as property plant and equipment, and our measures of macroeconomic conditions – the higher growth of economy, the higher leverage value. The results of variance decomposition show that macroeconomic conditions account for a substantial proportion of the time variation in target leverage, particularly for the unconstrained sample. The firm-specific variables also account for a substantial proportion of target leverage variation. Also the results show that pro-cyclical relation is typical for financially constrained companies and counter-cyclical – for financially unconstrained companies in relation to change of economic conditions. The article proves the unequal influence of macroeconomic conditions for corporations when choosing the type of securities issue – financially unconstrained firms try to issue their own securities during periods of favorable macroeconomic conditions, while financially constrained firms do not correlate share issues with positive economic situation.

Key words: capital structure, business cycles, financial constraints; financial leverage, macroeconomic conditions, time-series variance, equity price reaction.

Постановка проблеми. Корпоративні компанії завжди намагаються оптимізувати свою структуру капіталу задля отримання максимально можливої економічної вигоди від його використання. Таким чином, перед корпораціями постає питання вибору оптимальної частки позикового капіталу, що тісно пов'язане з рівнем їх фінансового левериджу. Оскільки для українських корпорацій не завжди характерним є оптимальне співвідношення позикового та власного капіталу, його збалансування передбачає розроблення моделі оптимального значення фінансового левериджу. Розроблення цієї моделі має враховувати як суб'єктивні для компанії

фактори, так і макроекономічні змінні, визначення специфіки взаємозв'язку між величиною фінансового левериджу й економічними умовами для корпорацій з різним рівнем фінансових обмежень, що визначило актуальність теми дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

У науковій літературі часто ступінь банківської залежності висвітлюється як індикатор рівня фінансових обмежень. Автори зазначають, що корпораціям, які стикаються з фінансовими обмеженнями, складно отримати позикові кошти. Під фінансовими обмеженнями розуміються рівень доступу до фінансового лізингу, короткостроко-

вого та довгострокового банківського кредитування, значення відсоткової ставки за позиками, вимоги до застави для отримання кредиту. Проте, на наш погляд, основну увагу доречно зосередити на рівні боргового навантаження корпорацій та макроекономічних чинниках, а саме наявності кризових явищ у країні, темпі зростання економіки, рівні валютного, кредитного, процентного й фондового ризиків у державі, що може знижувати можливість фінансування корпоративного сектору за рахунок банківського кредиту. Оптимізація джерел фінансування корпорації має забезпечувати збалансування грошових потоків в умовах спаду економіки. М. Гертлер і С. Гілчріст [1] вважають, що сукупні чисті боргові зобов'язання після спадів, пов'язаних з монетарним скороченням, зростають для великих корпорацій, але залишаються стабільними для малих корпорацій, які використовують приватні боргові зобов'язання. Дослідниками обговорюється питання про те, чи пов'язані ці моделі з впливом грошово-кредитної політики на моделі емісії боргу компаній за допомогою каналу банківського кредитування. Б. Бернанке та М. Гертлер [2] описують цю проблему. Н. Кійотаки і Д. Мур [3], Д. Суарес і О. Суссман [4] розробляють моделі загальної рівноваги, де фінансово обмежені підприємства (фермери в моделі Н. Кійотаки та Д. Мура) завжди намагаються справлятися з обмеженням щодо позик. Проциклічна вартість застави, під яку беруться позики, зумовлює їх проциклічний вплив. У нашому дослідженні виявлено, що фінансово обмежені корпорації демонструють проциклічний фінансовий леверидж, який підтверджується моделлю Н. Кійотаки та Д. Мура.

Постановка завдання. Метою статті є дослідження впливу фінансових обмежень та макроекономічних факторів на рівень фінансового левериджу українських корпорацій. Відповідно до цього завданнями дослідження є:

- моделювання оптимального рівня фінансового левериджу як функції макроекономічних умов та суб'єктивних для корпорацій факторів;
- дослідження напряму руху рівня фінансового левериджу залежно від фінансових можливостей корпорацій та зміни економічних умов.

Виклад основного матеріалу дослідження. Спираючись на дослідження П. Марша [5], М. Бейлеса і С. Чаплінські [6], А. Ховакіміанетала, Т. Оплера, С. Тітмана [7], припускаємо, що вибір структури капіталу корпорацій можна описати такими двома рівняннями:

$$Lev_{it}^* = MacroT_{i-3}\alpha + X_{i,t-3}\beta + f_i + q_t + fq_t; \quad (1)$$

$$Pr(y_{it} = 1) = F(\delta(Lev_{it}^* - Lev_{i,t-3}) + MacroI_{i,t-3}\eta + Z_{i,t-3}\gamma + q_t + fq_t). \quad (2)$$

Перше рівняння описує очікуваний оптимальний коефіцієнт використання фінансового

левериджу в місяці t (Lev_{it}^*) залежно від відомих макроекономічних змінних ($MacroT_{i-3}$); відомих суб'єктивних цільових змінних ($X_{i,t-3}$); фіксованого ефекту (f_i); календарних квартальних допоміжних змінних ($q_{1,t}$, $q_{2,t}$ та $q_{3,t}$, за 1–3 квартали календарного року); фінансових квартальних допоміжних змінних ($fq_{1,t}$, $fq_{2,t}$ та $fq_{3,t}$, за 1–3 квартали фінансового року). Lev_{it}^* – очікуваний оптимальний коефіцієнт фінансового левериджу за відсутності інформаційної асиметрії або транзакційних витрат. Друге рівняння описує вибір корпорацій щодо очікуваного виду емісії (викупу) цінних паперів ($y_{it} = 1$ для емісії боргових зобов'язань, 0 – для власного капіталу) залежно від відхилення наявної структури капіталу від очікуваної цільового значення ($Lev_{it}^* - Lev_{i,t-3}$); відомих макроекономічних змінних ($MacroI_{i,t-3}$); відомих суб'єктивних для корпорацій змінних ($Z_{i,t-3}$); даних календарного кварталу та фінансового кварталу.

Під час оцінювання рівняння (1) використано чотири різні підходи до виміру фінансового левериджу. За всіма підходами значення боргових зобов'язань обраховується за балансовою вартістю. Першим показником фінансового левериджу є відношення суми короткострокової та довгострокової заборгованостей до ринкової вартості активів, вимірюване як сума ринкової вартості звичайного капіталу й балансової вартості боргу. Другим показником є відношення довгострокової заборгованості до ринкової вартості активів. Третій показник – це співвідношення суми короткострокової та довгострокової заборгованостей до балансової вартості активів. Четвертий показник – це співвідношення суми короткострокової та довгострокової заборгованостей за вирахуванням суми грошових коштів і ринкових цінних паперів до ринкової вартості активів за вирахуванням грошових коштів і високоліквідних цінних паперів.

Визначимо основні фактори, що використовуватимуться в дослідженні. Згідно з роботами Н. Кійотаки, Д. Мура та А. Леві [8] сукупний розподіл фінансових результатів між менеджерами та акціонерами визначає ступінь агентських проблем та оптимальний рівень фінансового левериджу. Використовуючи той факт, що зарплата менеджера пов'язана з доходами компанії (за рахунок бонусів) та власного капіталу (через отримання вигоди від зростання власного капіталу у вигляді опціону на продаж акцій), ми побудували три часові ряди, які включені в $MacroT_{i-3}$ показника для ефекту розподілу.

У табл. 1 представлено розрахунки впливу коефіцієнтів макроекономічних змінних з лагом, стандартні помилки (в круглих дужках) і декомпозицію розподілу шляхом обрахунку показників цільового фінансового левериджу для фінансово необмежених (панель А) і фінансово обмежених (панель Б) корпорацій. Панель А також представ-

Таблиця 1

Макроекономічні та суб'єктивні для українських корпорацій детермінанти цільового значення фінансового левериджу

	(Коротк.строк + Довг.строк.) зобов'язання/ Ринк. Вартість активів	Довг.строк. зобов'язання / Ринк. Вартість активів	(Коротк.строк + Довг.строк.) зобов'язання/ Баланс. Вартість активів	(Коротк.строк + Довг.строк.) зобов'язання - ГК/ Ринк. Вартість активів - ГК
Панель А: фінансово необмежені корпорації				
Дворічне зростання корпоративного прибутку	-0.082*** (0.012)	-0.043*** (0.011)	-0.061*** (0.014)	-0.034* (0.019)
Дворічна дохідність на фондовій біржі	-0.052*** (0.006)	-0.013*** (0.005)	-0.011*** (0.007)	-0.056*** (0.009)
Ставка тримісячного короткострокового векселя	3.584*** (0.551)	1.546*** (0.520)	5.545*** (0.563)	3.348*** (0.891)
Фіксований ефект	2	2	2	3
Кількість спостережень (корпорацій)	11	11	11	12
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.824	0.774	0.754	0.802
Дисперсія макроекономічних змінних	0.271*** (0.009)	0.110*** (0.011)	0.500*** (0.016)	0.143*** (0.011)
Дисперсія суб'єктивних для корпорації змінних	0.557*** (0.011)	0.706*** (0.018)	0.578*** (0.016)	0.739*** (0.015)
Загальна коваріація змінних	0.170*** (0.005)	0.171*** (0.016)	-0.088*** (0.002)	0.114*** (0.009)
Панель Б: фінансово обмежені корпорації				
Дворічне зростання корпоративного прибутку	0.102*** (0.020) [0.000]	0.098*** (0.026) [0.000]	0.217*** (0.046) [0.000]	0.191*** (0.053) [0.000]
Дворічна дохідність на фондовій біржі	0.046*** (0.015) [0.000]	0.031*** (0.015) [0.000]	0.177*** (0.025) [0.000]	0.060*** (0.025) [0.000]
Ставка тримісячного короткострокового векселя	-1.216 (1.208) [0.000]	-1.115 (1.151) [0.035]	1.758 (1.905) [0.056]	-3.140 (2.053) [0.002]
Фіксований ефект	firm	firm	firm	firm
Кількість спостережень (корпорацій)	2	2	2	4
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.830	0.779	0.781	0.785
Дисперсія макроекономічних змінних	0.233*** (0.030) [0.252]	0.285*** (0.037) [0.000]	0.410*** (0.021) [0.000]	0.285*** (0.034) [0.000]
Дисперсія суб'єктивних для корпорації змінних	0.846*** (0.030) [0.000]	0.765*** (0.036) [0.000]	0.362*** (0.020) [0.000]	0.858*** (0.030) [0.000]
Загальна коваріація змінних	-0.079*** (0.010) [0.000]	-0.051*** (0.006) [0.000]	0.224*** (0.010) [0.000]	-0.144*** (0.017) [0.000]

ляє р-значення рівності коефіцієнтів для корпорацій з необмеженими й обмеженими фінансовими можливостями (у квадратних дужках). Вибірка включає 18 українських корпорацій, які мали дані дохідності CRSP за 48 місяців до, а також значення COMPUSTAT [9] за вісім кварталів до і вісім кварталів після емісії боргових зобов'язань або акцій на Варшавській та Лондонській фондових біржах, що становить не менше 5% бухгалтерського активу між 2013 та 2018 роками. У представлених розрахунках нами припускається, що фінансово обмежені корпорації не платять дивіденди, не

мають чистого акціонерного капіталу або викупу боргу поза досліджуваним періодом, а показник Q Tobin більше одиниці в кінці кварталу події. Необмежені корпорації – це всі інші корпорації. Дворічне зростання корпоративного прибутку (2-year corp. profit growth) є реальним зростанням сукупного прибутку національних нефінансових компаній на кварталній основі. Дворічна дохідність на фондовій біржі (2-year equity market return) обчислюється за середньозваженим показником вартості акцій CRSP, що торгуються на Варшавській та Лондонській фондових біржах. Приведена до

річної ставка (спред) тримісячного короткострокового векселя (commercial paper spread) за курсом тримісячного казначейського векселя, а також побудована з використанням включених макроекономічних змінних, часовим спредом та різницею між шестимісячною ставкою казначейських векселів та обліковою ставкою НБУ. Спред короткострокового векселя часто є суперечним показником щодо очікувань ринку у сфері емісії векселів, оскільки компанії намагаються пом'якшити потрясіння для грошових потоків, а спред збільшується перед економічним спадом. Проведені дослідження доводять, що перевищення спреда комерційних векселів над казначейськими векселями найбільше посилюється під час обмеження кредитування, ініційованого Центральним банком країни [10].

Спираючись на досягнення науковців [11], ми обчислюємо асимптотичні стандартні помилки для декомпозиції розподілу з використанням дельта-методу. Коефіцієнти детермінації (R^2) та коваріація варіації (дисперсії) макроекономічних (macroeconomic variance) і суб'єктивних для корпорацій змінних (firm variance) розглядаються як параметри, сукупно оцінені з використанням узагальненого методу моментів Хансена [12] – 2 x covariance. Статистично значимі коефіцієнти відрізняються від нуля при рівні 1%, 5% і 10%, що відзначені ***, ** і * відповідно.

Аналізуючи коефіцієнти для макроекономічних змінних, бачимо, що фінансово необмежена вибірка має як статистично, так й економічно значущі антициклічні коефіцієнти з від'ємним знаком (табл. 1, панель А). Водночас наведені нами коефіцієнти для фінансово обмежених корпорацій мають, як правило, проциклічний характер і додатне значення, на відміну від фінансово необмежених корпорацій (табл. 1, панель Б). Н. Кійотаки та Д. Мур [3], Д. Суарез і О. Суссман [4], А. Леві [8] вважають, що проциклічні значення заставного забезпечення (активів) визначають проциклічні значення фінансового левериджу для фінансово обмежених корпорацій.

Представлені нами розрахунки свідчать про наявність прямого зв'язку між фінансовим левериджем і заставним забезпеченням корпорацій (майно та обладнання) в умовах залучення позикового капіталу. Крім того, доведено, що визначальний вплив мають макроекономічні умови, адже зростання економіки також обумовлює зростання значення фінансового левериджу.

Останні три показники панелей А і В табл. 1 (дисперсія макроекономічних змінних, дисперсія суб'єктивних для корпорації змінних та загальна коваріація змінних) є результатами розкладання розподілу часового ряду цільових значень фінансового левериджу на макроекономічні та суб'єктивні для корпорацій змінні. Наведені роз-

рахунки доводять, що макроекономічні умови (зокрема, наявність кризових явищ у країні, темп зростання економіки, рівень валютного, кредитного, процентного й фондового ризиків у державі) є суттєвими факторами тимчасових коливань цільового значення фінансового левериджу, особливо для фінансово необмежених корпорацій. Суб'єктивні для кожної окремої корпорації змінні – це також суттєва частка варіації значень цільового фінансового левериджу, тобто їх вплив на рівень фінансового левериджу є досить значним. Частка впливу суб'єктивних для корпорацій змінних (дворічне зростання корпоративного прибутку, дворічна дохідність на фондовій біржі) на коливання рівня фінансового левериджу значно більше для фінансово обмежених корпорацій, ніж для фінансово необмежених корпорацій. Крім того, коливання цільових значень фінансового левериджу, спричиненого макроекономічними та суб'єктивними для корпорацій змінними, позитивно коваріюються для фінансово необмежених компаній.

Загалом результати дослідження підтверджують гіпотезу, що фінансово обмежені корпорації не призначають емісію інструментів власності на періоди, коли економічні умови є сприятливими, тоді як фінансово необмежені корпорації прагнуть вибирати саме такі моменти для випуску цінних паперів. Крім того, оскільки фінансово обмежені корпорації дуже чутливі до відхилень від їх цільових значень фінансового левериджу і менше відхиляються від цих цільових значень (відхилення цільового значення має менше стандартне відхилення), то зазначена часова «байдужість» до вибору періоду емісії акцій пояснюється тим, що корпорації з обмеженими фінансовими можливостями змушені задовольнятися лише тим, що можуть отримати у вигляді обмежених позик та незначних емісій акцій.

Висновки з проведеного дослідження. Результати дослідження підтверджують те, що фінансовий леверидж для українських фінансово необмежених корпорацій варіюється антициклічно щодо макроекономічних умов: чим більш негативною є економічна ситуація в країні, тим вищим є значення фінансового левериджу. Цей факт підтверджує тезис моделі Леві щодо вибору структури капіталу, яка стверджує, що менеджери віддають перевагу позиковому фінансуванню, якщо їх власна винагорода є відносно низькою внаслідок низької ринкової прибутковості акцій або низького корпоративного прибутку в умовах економічної кризи. Відповідно до результатів дослідження на макроекономічні умови припадають від 12% до 51% варіацій часового розподілу фінансового левериджу фінансово необмежених корпорацій, тобто зміна їх фінансового левериджу на 12–51% залежить від зміни макроекономічних умов.

Тим часом було виявлено, що в Україні фінансово обмежені корпорації мають проциклічний вплив макроекономічних умов на значення фінансового левериджу (чим краще економічні умови в країні, тим вище значення фінансового левериджу), що становить від 4% до 41% варіацій часового розподілу фінансового левериджу, тобто від 4% до 51% зміни значення фінансового левериджу фінансово обмежених корпорацій залежать від зміни макроекономічних умов. Цей факт узгоджується з моделями балансових кредитних каналів Кійотаки і Мура, Суареза і Сузмена, в яких фінансово обмежені корпорації запозичують більше, коли застава вартістю вище, що є наслідком високої ринкової прибутковості акцій або високого корпоративного прибутку в сприятливих макроекономічних умовах.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Гертлер М., Гілчріст С. Грошово-кредитна політика, бізнес-цикли та поведінка невеликих виробничих корпорацій. *Quarterly Journal of Economics*. 1994. № 109. С. 309–340.
2. Бернанке Б., Гертлер М. Всередині чорного ящика: кредитний канал трансмісії грошово-кредитної політики. *Journal of Economic Perspectives*. 1995. № 9. С. 27–48.
3. Кійотаки Н., Мур Д. Кредитні цикли. *Journal of Political Economy*. 1997. № 105. С. 211–248.
4. Суарез Д., Суссман О. Стилізована модель фінансових бізнес-циклів. *Centro de Estudios Monetarios y Financieros*. 1999. № 29. С. 102–105.
5. Марш П. Вибір між власним та позиковим капіталом. Емпіричне дослідження. *Journal of Finance*. 1982. № 37. С. 121–144.
6. Бейлес М., Чаплінські С. Очікування типів цінних паперів й інформаційне наповнення пропозицій емісії боргових зобов'язань та власного капіталу. *Journal of Financial Intermediation*. 1991. № 1. С. 195–214.
7. Ховакіміанетал А., Оплер Т., Тітман С. Вибір між власним та позиковим капіталом. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2001. № 36. С. 1–24.
8. Леві А. Чому структура капіталу змінюється зі зміною макроекономічних умов? *Haas School of Business*. 2001. № 2 8. С. 4–10.
9. Статистичні показники дохідності акцій COMPUSTAT. URL: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/?product=compustat-research-insight> (дата звернення: 10.01.2020).
10. Бернанке Б., Блайндер А. Ставки федеральних фондів та грошово-кредитні канали. *American Economic Review*. 1992. № 82. С. 901–921.
11. Кембел Дж. Розклад розподілу дохідності акцій. *Economic Journal*. 1991. № 101. С. 157–179.

12. Хансен Л. Властивості великих вибірок в узагальненому методі моментних показників. *Econometrica*. 1982. № 50. С. 1029–1054.

REFERENCES:

1. Gertler M., Gilchrist S. (1994) Ghroshovo-kredytna polityka, biznes-cykly ta povedinka nevelykykh vyrobnych korporacij [Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms]. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 2, no. 109, pp. 309–340.
2. Bernanke B., Gertler M. (1995) Vseredyni chornogho jashhyka: Kredytnyj kanal transmisiji ghroshovo-kredytnoji polityky [Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission]. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 1, no. 9, pp. 27–48.
3. Kiyotaki N., Moore J. (1997) Kredytni cykly [Credit cycles]. *Journal of Political Economy*, vol. 2, no. 105, pp. 211–248.
4. Suarez J., Sussman O. (1999) Stylizovana modelj finansovykh biznes-cykliv [A stylized model of financially-driven business cycles]. *Centro de Estudios Monetarios y Financieros*, vol. 4, no. 29, pp. 102–105.
5. Marsh P. (1982) Vybir mizh vlasnym ta pozykovym kapitalom. Empirychnе doslidzhennja [The choice between equity and debt: An empirical study]. *Journal of Finance*, vol. 2, no. 37, pp. 121–144.
6. Bayless M., Chaplinsky S. (1991) Ochikuvannja typiv cinnykh paperiv j informacijne napovnennja propozycij emisiji borghovykh zobov'jazanj ta vlasnogho kapitalu [Expectations of security type and the information content of debt and equity offers]. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 1, no. 1, pp. 195–214.
7. Hovakimian A., Opler T., Titman S. (2001) Vybir mizh vlasnym ta pozykovym kapitalom [The debt equity choice]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 2, no. 36, pp. 1–24.
8. Levy A. (2001). [Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions?]. *Haas School of Business*, vol. 5, no. 28, pp. 4–10.
9. Statystychni pokaznyky dokhidnosti akcij COMPUSTAT [Stock returns statistics COMPUSTAT]. Available at: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/?product=compustat-research-insight> (accessed 10 January 2020).
10. Bernanke B., Blinder A. (1992) Stavky federaljnykh fondiv ta ghroshovo-kredytni kanaly [The federal funds rate and the channels of monetary policy]. *American Economic Review*, vol. 2, no. 82, pp. 901–921.
11. Campbell J. (1991) Rozklad rozpodilu dokhidnosti akcij [A variance decomposition for stock returns]. *Economic Journal*, vol. 2, no. 101, pp. 157–179.
12. Hansen L. (1982) Vlastyvosti velykykh vybirok v uzagaljnenomu metodi momentnykh pokaznykiv [Large sample properties of generalized method of moments estimators]. *Econometrica*, vol. 2, no. 50, pp. 1029–1054.