

ДО ПИТАНЬ БОРГОВОЇ ПОВЕДІНКИ

У статті аналізуються мотиви боргової поведінки, виходячи з досвіду вітчизняної економіки, монетарної політики та оптимізації структури капіталу. Наводяться допустимі інструменти монетарної політики, типові ризики, методи відбору структури капіталу та фінансування боргових зобов'язань. Економічна та фінансова теорія боргової поведінки застосовується до практичних ситуацій.

Економічна свобода передбачає, серед іншого, свободу ризику давати і брати в борг [1]. Для тих, хто має невеликий досвід економічної свободи, ця свобода давати і брати в борг таїть чимало пасток [2, 3]. Досить згадати фактичний дефолт за держоблігаціями в Російській Федерації (РФ) та Україні 1998 р. Про величезну дебіторську та кредиторську заборгованість в Україні говорять і пишуть дуже часто [4, 5].

Рівні реального ВВП 2000 р. (табл.) взято за 100 % для обох держав, а решта показників вимірюється у млрд руб (для РФ) і млрд гри (для

України). Для РФ реальний ВВП розраховується за обсягом виробництва, а номінальний - за витратами. Для РФ заборгованість, позики й банківські кредити стосуються великих і середніх підприємств. Для України кредиторська заборгованість - це взаємна заборгованість між українськими підприємствами, що відображена на їхніх балансах, а прострочена кредиторська заборгованість - уся прострочена кредиторська заборгованість між підприємствами України. Для України кредити включають усі кредити підприємствам, домогосподарствам та уряду, зокрема кредити в інвалюті.

Показник	Рік						
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Російська Федерація</i>							
Реальний ВВП	93,9	90,7	91,5	87,0	91,7	100,0	105,0
Номінальний ВВП, млрд руб	1541	2163	2530	2741	4805	7335	9063
Прострочена заборгованість, у т. ч. кредиторська постачальникам	250	538	782	1309	1445	1675	1668
Позики й банківські кредити	122	245	345	586	620	713	754
	91	124	165	514	709	965	1828
<i>Україна</i>							
Реальний ВВП	104,3	100,4	101,4	98,1	96,4	100,0	115,0
Номінальний ВВП, млрд грн.	50,8	78,1	87,0	95,2	118,5	155,9	191,3
Кредиторська заборгованість: у т. ч. прострочена заборгованість	30,5	73,2	102,5	137,6	196,4	222,4	
		54,7	74,0	81,6	105,5	104,9	
Усього кредитів	8,4	11,5	14,4	23,5	30,9	39,1	

Для України дані з простроченої заборгованості реєструються з 1996 р. з ініціативи Національного банку України у рамках програми Bisto Європейської Комісії. На жаль, у зв'язку з припиненням публікації видання «Тенденції української економіки» [5] TACIS відсутні порівняльні дані для України за 2001 р.

Гучні фінансові невдачі призводять не лише до втрати грошей, посад і робочих місць, а й змушують декого замислитися над їх причинами [6]. Великі фінансові проекти за своїми обсягами порівнянні з аерокосмічними програмами чи військовими операціями. Якщо останніх важко уявити без серйозної підготовки, обґрунтування і науково-технічних досліджень, то в Україні та РФ було чимало фінансових проектів, де замість підготовки, обґрунтування і науково-технічних досліджень був лише лозунг «Борг віддає тільки боягуз!»

Метою даної статті є вивчення боргової поведінки - від ідеалізованих до дедалі реальніших ринків, щоб розробити й обґрунтувати практичні методи запобігання фінансовим невдачам.

Роль інструментів монетарної політики

Недосконалості кредитного ринку важливі для механізмів передачі монетарної політики [7]. По-перше, монетарна політика, безпосередньо регулюючи наявність банківського кредиту, впливає на те, як позичальники банків беруть і витрачають позики. По-друге, монетарна політика впливає на макроекономічні фактори, платоспроможність позичальників і різницю вартості внутрішніх і зовнішніх коштів [8]. Наприклад, жорстка монетарна політика, пригальмовуючи економічну активність, суттєво впливає на поведінку тих позичальників, які найбільше залежать від недосконалостей кредитного ринку.

Якщо економіка новопосталого (emerging) ринку не обирає «постійного» фіксованого обмінного курсу (можливо, через валютну раду чи спільну валюту), то бажаним і здійсненим для монетарної політики є: гнучкість обмінного курсу, наявність інфляційної мети та правила монетарної політики [9]. Правило політики вимагає: відповідного інструменту, певної конкретності, взаємозв'язку монетарної політики з «вицілюванням» інфляції (inflation targeting), пристосування до нерозвинутих ринків довгострокових облігацій, визначення ролі обмінного курсу. На даний час центральні банки провідних держав світу (G7) використовують короткострокову міжбанківську номінальну ставку (overnight inter-

bank interest rate) як свій головний інструмент монетарної політики [10].

Недосконалість інформації, часові затримки між початком здійснення політики та появою її наслідків, невизначеність моделі політики, нечіткість переваг учасників ринку ускладнюють ситуацію на практиці. В економіці новопосталого ринку інструментом правила монетарної політики може виявитися грошова база чи якийсь інший монетарний агрегат. Приміром, такий агрегат є інструментом відомого правила Нобелівського лауреата з економіки 1976 р. Фрідмана про постійний темп зростання пропозиції грошей [1]. Пропозиція грошей має перевагу як інструмент перед відсотковою ставкою, коли шоки витрат (шоки IS) домінують над шоками попиту на гроші (шоками LM) [11]. Нахили кривих IS і LM, а також коваріація між шоками IS і LM впливають на те, який інструмент має перевагу [12].

Монетарний агрегат є кращим інструментом, коли у вимірюванні реальної відсоткової ставки забагато невизначеностей, коли її важко вимірювати, коли шоки інвестицій або чистого експорту порівняно великі. Відсоткова ставка є кращим інструментом, коли швидкість грошей зазнає великих шоків. Останнього в Україні не спостерігалось до початку економічного зростання [5]. За високої інфляції важко вимірювати реальну відсоткову ставку, а премія за ризик може бути високою та мінливою. У швидкозростаючій новопосталій економіці може бути важко визначати й вимірювати рівноважну відсоткову ставку. Невизначеності щодо рівноважної відсоткової ставки можуть переноситися правилом, яке застосовує її як інструмент, у похибки політики.

Криза ліквідності на фінансових ринках, не врахована правилом політики, вимагатиме свободи дій. Так, перед обвалом (break) фондового ринку США у 1987 р. Федеральна резервна система (ФРС) нарощувала ставку федеральних фондів, супроводжуючи зростання інфляції та розриву випуску, а після цього обвалу ФРС знизила ставку, збільшуючи ліквідність. Забезпечивши потрібну ліквідність, ФРС повернулася до жорсткішої політики, щоб запобігати підвищенню інфляції набагато раніше, ніж у подібних ситуаціях 1970-х років. Водночас вищезазначені «дискреційні» дії ФРС відповідали певному правилу монетарної політики.

Альтернативою правилам є класична поведінка центрального банку «протистояння вітрам» (leaning against the wind), за якої банк вживає заходів для протидії «крайній інфляції чи дефляції» (з річного звіту ФРС 1923 р.) Така поведінка є політикою зміни інструментів при

зміні інфляційних тисків і виглядає планом на випадок непередбачуваних обставин. Однак цей план не вказує, що є «вітром», як він вимірюється, наскільки йому опиратися. Лише конкретність того, на які змінні реагує центральний банк (рівень інфляції, реальний ВВП, обмінний курс, зайнятість тощо), і величини реакції на ці змінні може перетворити таку поведінку на змістовне правило політики.

Достатньо чітке правило політики є важливою частиною її прозорості: аналітики фінансового ринку часто застосовують правила монетарної політики, щоб уявляти, що роблять або мають намір робити творці монетарної політики. Аналітики використовують правила політики для прогнозування короткострокової відсоткової ставки незалежно від того, добра чи погана ця політика. Авжеж, таке прогнозування корисне для аналізу обмінних курсів, цін облігацій чи акцій. Наприклад, у звіті PriceWaterhouse Coopers наприкінці 2000 р. аналізується політика Банку Англії (Bank of England): «Якщо зростання залишиться неконтрольованим, то воно може призвести до прискорення інфляції до 4 % у 2001 р. Використовуючи просте правило Тейлора, оцінюємо, що відсотковим ставкам доведеться підвищитися до 7,5 % на початку 2001 р. Навпаки, якщо одужання Великобританії наступного року затримається, то інфляція, очевидно, опуститься нижче цільового рівня. Моделювання правила Тейлора передбачає, що тоді відсоткові ставки треба було б скоротити до лише близько 4 % на початку 2001 р.» [9].

Подібний аналіз уже починає траплятися в економіках новопосталих ринків і поширюватиметься, якщо схеми правил політики добре описуватимуть її дії. Приклад звіту PriceWaterhouse Coopers ілюструє важливість розрізнення між нормативним дотриманням правила політики (наданням рекомендації доброго способу ведення політики) і позитивним дотриманням правила політики (забезпеченням опису того, як дійсно центральний банк встановлює політику).

Емпіричні дані свідчать про значну відмінність між відгуками кредитних потоків до малих і великих позичальників: якщо комерційні та промислові позики ледве реагують на звуження монетарної політики, то споживчі та іпотечні позики скорочуються за такої монетарної політики; в окремі промислові галузі, скажімо, обробній, позики малим фірмам скорочуються більше порівняно з позиками великим фірмам. Жорстка монетарна політика підвищує короткострокові відсоткові ставки, вартість національної валюти, запаси обробної промисловості, рівень безробіття і знижує монетарні

агрегати, випуск, прибутки, роздрібний продаж, але тривалий час не зачіпає рівня цін.

Роль структури капіталу

Питання структури капіталу, тобто зв'язку позичкових і власних коштів з курсом акцій, є одним з найскладніших для фінансових менеджерів. У фірм різних галузей (навіть у межах однієї галузі) може бути своя відповідь на це питання. З погляду окремого інвестора існують принаймні такі ризики: ринковий, що вимірюється коефіцієнтом бета фірми; загальний, що складається з ринкового та диверсифікабельного; діловий або виробничий (business) - ризик активів фірми, якщо вона не залучає позичкових коштів; фінансовий - додатковий ризик держателів акцій унаслідок рішення фірми скористатися позикою та/або привілейованими акціями [13].

Мінливість у часі рентабельності ROE звичайного акціонерного (власного) капіталу (return on equity) фірми є основним діловим ризиком. Цю мінливість визначають такі фактори [14]: піднесення та спади національної економіки; мінливість ціни продукції фірми (чим стабільніша ціна, тим, за інших рівних умов, менший діловий ризик); мінливість попиту на продукцію фірми (чим стійкіший попит, тим нижчий діловий ризик); мінливість витрат на ресурси (чим невизначеніші такі витрати, тим більший діловий ризик); можливість регулювання цін залежно від витрат на ресурси (чим краща така можливість, тим менший діловий ризик); випуск нової продукції як самою фірмою, так і її конкурентами; здатність своєчасно та економно організувати виробництво нової продукції (чим швидше старіє продукція, особливо у високотехнологічних галузях, тим більший діловий ризик); міра постійності витрат (чим вища питома вага фіксованих витрат у загальних витратах фірми, тим вищий діловий ризик (ця вага відома як операційний (operating) важіль (leverage) або привід (gearing)); страйки; стихійні лиха тощо.

Вплив наведених факторів залежить як від особливостей галузі фірми, так і від керівників самої фірми. Маркетинговими стратегіями можна стабілізувати ціни та обсяги продажу, уклавши контракти зі своїми замовниками про купівлю-продаж певних обсягів продукції за фіксованими цінами в майбутньому. Укладання таких контрактів може вимагати витрат на рекламу та/або знижку цін. Аналогічно можна укласти контракти зі своїми постачальниками матеріалів і робочої сили. Укладання цих контрактів також може вимагати витрат: поточна

ціна вугілля для комунальних служб може бути значно нижчою, ніж ціна за п'ятирічним контрактом. Отже, зниження невизначеності має свою ціну.

Вважається, що великий ризик властивий фірмам, які покладаються на один вид продукції, а також невеликим фірмам. Частина визначеного вище ділового ризику є специфічним (і тому диверсифікабельним) ризиком фірми. Специфічний та ринковий ризики взаємопов'язані. Діловий і загальний ризики фірми звичайно збільшують її коефіцієнт бета [15].

За інших рівних умов (*ceteris paribus*) наявність високого операційного важеля може суттєво зменшити рентабельність ROE фірми у разі порівняно невеликого спаду обсягу попиту чи продажу. Вищі операційні важелі притаманні фірмам і галузям з порівняно високими рівнями автоматизації та капіталомісткості, зокрема людського капіталу (висококваліфікованим працівникам завжди треба платити). Великі витрати на науково-дослідні та конструкторсько-дослідні роботи є складовими фіксованих витрат, бо капіталізуються й амортизуються.

Ступінь регулювання фірмою свого операційного важеля значною мірою залежить від її технологічного рівня. Електроенергетичні, комунальні, телефонні, авіаційні, хімічні, сталеливарні компанії вимушені здійснювати великі інвестиції в основні фонди, збільшуючи свої фіксовані витрати. Фармацевтичні, автомобільні, комп'ютерні та інші внеокотехнологічні компанії повинні багато витрачати на розроблення нової продукції. Навпаки, бакалійні крамниці зазвичай мають набагато нижчі фіксовані витрати, а тому й нижчий операційний важіль.

Електроенергетична компанія може збільшувати свою потужність через будівництво атомної електростанції чи ядерного реактора або теплової електростанції (з високими змінними витратами на вугілля). Саме формування бюджету капітальних витрат на взаємовключні проекти (з різними методами виробництва певної продукції) зумовило появу концепції операційного важеля.

Після прийняття рішення про капіталовкладення в довгострокові активи (чи основні фонди), про структуру капіталу та дивіденди розглядаються конкретні види довгострокового капіталу. Придбання нових активів потребує мобілізації нового капіталу, а довгострокові активи фінансуються, як правило, довгостроковим капіталом.

Довгостроковий позичковий капітал має як традиційні, так і інноваційні боргові інструменти. Серед традиційних відомі різні термінові

кредити (*term loans*) та облігації (*bonds*), серед інноваційних - облігації з (майже) нульовим купоном (*zero coupon bonds*), боргові зобов'язання з плаваючою відсотковою ставкою, облігації з опціоном довгострокового погашення за номіналом (*puttable (redeemable at par) bonds*), «макулатурні» облігації (*junk bonds*), проектне фінансування, наближення до публічних цінних паперів (*securitization*).

Завдання теорії оптимальної структури капіталу полягає в тому, щоб відповісти на питання, чи є достатнім зростання очікуваної дохідності ROE у разі використання позичкового фінансування для компенсації підвищеного ризику (більшої дисперсії значень ROE) акціонерів. Ця теорія розвивалася від гіпотез про поведінку інвестора до реальних моделей, які можна статистично перевірити [16, 17]. Авторам перших таких моделей Модільяні та Міллеру були присуджені Нобелівські премії з економіки 1985 р. і 1990 р. відповідно. Їхня стаття [16] була визнана Асоціацією фінансового менеджменту найвпливовішою у галузі фінансів.

Теорія Модільяні та Міллера (ММ) виходила з таких припущень:

- діловий ризик вимірюється дисперсією прибутку EBIT (*earnings before interests and taxes*) до врахування відсотків і податків;
- усі наявні та потенційні інвестори оцінюють для кожної фірми однаково майбутні значення EBIT (у всіх інвесторів однаково очікування щодо майбутніх дохідності та ризикованості, що може спостерігатися за раціональної поведінки інвесторів у ринковій рівновазі);
- акції та облігації продаються на ідеальних ринках капіталу (брокерських комісійних немає, а відсоткова ставка для будь-яких інвесторів однакова);
- будь-яка заборгованість безризикова (відсоткова ставка за позиками рівна безризиковій);
- усі грошові потоки безстрокові (у всіх фірм нульовий темп приросту, фіксована очікувана величина EBIT, фіксований відсоток за облігаціями).

Тоді, за відсутності податків на доходи корпорацій і приватних осіб, вартість фінансово залежної фірми (яка використовує позичковий капітал) дорівнює вартості фінансово незалежної фірми (що фінансується лише за рахунок власних коштів і не використовує позичкового капіталу). За ненульових податків на прибутки корпорацій позичкове фінансування *D* (*debt*) збільшує вартість фірми, бо відсотки за позиками враховуються з оподаткованого прибутку з відповідним зростанням операційного прибутку фірми.

Модель ММ з корпоративними податками була поширена її співавтором Міллером, обраним у 1976 р. президентом Американської фінансової асоціації, на подальше врахування податків, зокрема особистих [18]. Зазначимо, що дохід на акції надходить як дивіденди плюс дохід від приросту капіталу. Тому ефективна податкова ставка на особистий дохід від володіння акціями - це середньозважена величина ефективних річних ставок податку на дивіденди та податку на дохід від приросту капіталу.

Коли мірою ділового ризику акціонерів є дисперсія її значень $ROE(D)$ при $D = 0$, а мірою загального ризику - дисперсія її величин $ROE(D)$ за змішаного фінансування, то різницю цих дисперсій можна вважати мірою фінансового ризику. Загального ризику частково можна уникнути, якщо акціонери диверсифікують свої портфелі.

Об'єднання моделі ціноутворення капітальних активів (capital asset pricing model, CAPM) з моделями ММ дає вартість акціонерного капіталу фінансово залежної фірми [19]. Останні можуть використовуватися для оцінки вартості акціонерного капіталу даної фірми чи її філій: оцінюються коефіцієнти бета (ділові ризики) схожих фірм відкритого типу даної галузі. Ці коефіцієнти коригуються з урахуванням певного фінансового ризику (даних структури капіталу та податкових ставок).

Боргова поведінка і фінансова неспроможність

Можливість банкрутства суттєво впливає на арбітражні міркування у моделі типу ММ і поведінку несхильних до ризику інвесторів. Загальноекономічний рівень ризику банкрутства може відігравати структурну роль у поширенні рецесій, бо банкрутство призводить до чистих соціальних втрат. Тому всі учасники економіки зацікавлені в уникненні банкрутства: домогосподарства та фірми намагаються зберігати достатньо ліквідних активів на фіксовані витрати, а банки та інші позикодавці відбирають позичальників і обмежують розмір позик. Напад рецесії зменшує потік наявного доходу на поточні зобов'язання та збільшує невизначеність щодо майбутніх потреб ліквідності. Спільне прагнення забезпечувати платоспроможність веде до зниженого попиту на товари тривалого користування як споживача, так і виробника. Це, у свою чергу, може призвести до подальшого зниження доходу.

Загальний рівень ризику банкрутства видається, за багатьма мірками та збігом обставин, антициклічною змінною. Ланкою між рецесією

та банкрутством є здебільшого не зниження чистого власного капіталу, а поширення сфери дії технічної неспроможності (нездатності задовольнити поточні грошові зобов'язання). Рецесії створюють фінансове виснаження, звужуючи різницю між грошовим потоком і обслуговуванням боргу.

Фінансові труднощі, спричинені рецесією, зумовлюють соціальні втрати. Адміністративні та юридичні витрати банкрутства істотні. Інші витрати пов'язані з втратами від передчасної ліквідації активів, затримками та невизначеністю платежів, охолодженням клієнтських і кредитних взаємозв'язків, призупиненням виробництва. Незважаючи на соціальний виграш від уникнення таких витрат, банкрутства все ж відбуваються. Це пояснювалося якимось невикористаним ринковим аргументом і моральним ризиком: позикодавці не можуть знати об'єктивних умов, на яких позичальники базують свої портфельні рішення [20]. Якщо позикодавець не наполягає на своїх умовах, то це стимулює позичальників до надмірної неліквідності, штучно поліпшуючи умови кредиту.

Оскільки банкрутство призводить до чистих соціальних втрат, то позичальники та позикодавці приймають стратегії зменшення ризику банкрутства. Такі стратегії відбиваються у діловому циклі: якщо стався неочікуваний спад національного доходу внаслідок, скажімо, зниження урядового попиту, то з урахуванням загрози банкрутства цей спад доходу може істотно зменшити витрати на неліквідні тривалі активи.

Виділяються такі типи фінансових труднощів (у порядку зростання значущості) [21]: економічна невдача (economic failure), ділова невдача (business failure), технічна неспроможність (technical insolvency), неспроможність напередодні банкрутства (insolvency in bankruptcy), легальне банкрутство (legal bankruptcy).

Останнім часом проблема корпоративного управління стала центральним питанням фінансів [22, 23]. Почастішали боротьба за представників акціонерів (proxy fights) і спроби поглинання (takeover; захоплення одними корпораціями контрольних пакетів інших). Менеджери занепокоєні таким становищем і, посиляючись на можливість купівлі корпорації за заниженою ціною, намагаються переконати акціонерів внести такі зміни до статуту корпорації, які б утруднювали скуповування контрольного пакета акцій.

В Україні фінансові невдачі традиційно пов'язувалися з низьким рівнем монетизації, нестачею обігових коштів, великими кредиторською та дебіторською заборгованостями, бар-

тером. Через свою високу відкритість економіка України характеризується значною часткою торговельних кредитів [24, 25]. Як і очіувалося, економічне зростання супроводжується зниженням частки простроченої заборгованості у ВВП і збільшенням обсягу наданих кредитів.

Так, у 2002 р. Національний банк України довів ставку рефінансування до 8%. Подальше зниження маржі між кредитною та депозитною ставками, а також відповідних ризиків, залишаються актуальними для поліпшення боргової ситуації в державі [8].

1. Горбачук В. Макроскопомічні методи: теорії та застосування. - К.: Київ, 2000. - 271 с.
2. Десять років соціально-економічних перетворень в Україні: спроба неупередженої оцінки / І. Бураковський (ред.). - К.: К.І.С., 2002. - 120 с.
3. Babanin O., Dubrovskiy Y., Ivaschenko O. Ukraine: the Lost Decade... and a Coming Boom? - Kyiv: Alterpres, 2002. - 121 p.
4. Russian Economic Trends. Monthly. 16 September 2002. - M.: TACIS, 2002. - 40 p. // www.reccp.org
5. Тенденції української економіки. Грудень 2001.- К.: TACIS, 2002. - 104 с.
6. Медведев А. П., Колодяжний Г. В. Финансовый кризис в России: поведение президентов - М: EERC, 2002 - 57 с.
7. Genler M, Gilchrist S. The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence / Financial Factors in Economic Stabilization and Growth. M. J. Blejer, Z. Eckstein, Z. Hercowitz, L. Leiderman (eds.) - Cambridge University Press, 1996 - P. 11-35.
8. Сергієнко І. В., Мар'янович Т. П., Горбачук В. М. Міжнародні аспекти кредитно-податкової політики України // Економіка України.- 2001.- І.-С. 13-18.
9. Taylor J. B. Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economics / Stabilization and Monetary Policy: the International Experience (November 14-15, 2000). - Bank of Mexico, 2000.
10. Blinder A. S. What Central Bankers Can Learn from Academics - and Vice Versa // Journal of Economic Perspectives - 1997.- 2.- P. 3-19.
11. Poole W. Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model // Quarterly Journal of Economics.- 1970.-May.-P. 197-216.
12. Горбачук В. Макроскопомічні методи.- К.: Альтерпрес, 1999. - 263 с.
13. Горбачук В. М. Проблеми оцінки фінансових ризиків // Наукові записки НаУКМА. Економічні науки- 2001. - Т. 19. - С. 51-55.
14. Брихем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. 4-е изд. — СПб: Экономическая школа, 2001.—Т. 1 - 497 с.; Т.2-669 с.
15. Горбачук В. Фінансові методи.- К.: Альтерпрес, 2002 - 175 с.
16. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review- 1958. - June. - P. 261-297.
17. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. - М.: Дело, 1999. - 272 с.
18. Miller M. H. Debts and Taxes // Journal of Finance- 1977.- May.- P. 261-275.
19. Hamada R. S. Portfolio Analysis, Market Equilibrium, and Corporate finance // Journal of Finance- 1969. - March. - P. 13-39.
20. Bernanke B. S. Bankruptcy, liquidity, and recession // American Economic Review. - 1981. - May. - P. 155-159.
21. Altman E. I. Bankruptcy and Distressed Restructuring- Chicago: Irwin, 1992.
22. Brown J. R, Jr., Shkurupiy K. Corporate governance in the Former Soviet Union: the Failure of the Self-enforcing Model // The Journal of East European Law - 2000.- 3-4.- P. 629-665.
23. Шкурупій К. Корпоративна реформа - виклики сучасності / Матеріали П'ятого міжнародного форуму учасників ринку капіталів України (Форос, 26-29 вересня 2002 р.) - К.: УСПП, ПФТС, АУБ, 2002. - С. 133-134.
24. Султан К., Лук'яненко І., Городніченко Ю. Методологічні аспекти розробки та практичного застосування макроекономічних моделей (на прикладі України). - К.: ВД «КМ Академія», 2000. - 202 с.
25. Михалевич М. В. Моделювання неплатежів у перехідній економіці // Наукові записки НаУКМА. Економічні науки.— 2001. - Т. 19. - С. 9-12.

V. M. Gorbachuk, K. M. Shkurupiy

TO THE ISSUES OF DEBT'S BEHAVIOR

The motives of debt behavior are analyzed, based upon experience of the domestic economy, monetary policy, and optimization of capital structure. The feasible instruments of monetary policy, typical risks, methods of capital structure selecting and debt financing are given. The economic and financial theory of debt behavior is applied to practical cases.