

Анастасія С. Наконечна

## МОДЕЛЬ КОРИГУВАННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В УМОВАХ АДАПТАЦІЇ ДО ЦИКЛІЧНИХ ЗМІН ЕКОНОМІКИ

*У статті підкреслено значення структури капіталу суб'єктів господарювання як визначального фактору вартості сучасного бізнесу. Обґрунтовано необхідність визначення цільового рівня фінансового левериджу в кожному періоді часу відповідно до зміни фаз ділового циклу та інвестиційної потреби компанії. Побудовано модель коригування структури капіталу суб'єктів господарювання в бік цільового рівня в умовах адаптації до циклічних змін економіки. Модель протестовано на основі даних 7 корпорацій металургійної галузі України.*

*Ключові слова:* структура капіталу; цільовий фінансовий леверидж; чистий грошовий потік.

*Форм. 4. Рис. 2. Табл. 2. Літ. 15.*

Анастасія С. Наконечная

## МОДЕЛЬ КОРРЕКТИРОВКИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ АДАПТАЦИИ К ЦИКЛИЧЕСКИМ ИЗМЕНЕНИЯМ ЭКОНОМИКИ

*В статье подчеркнута значение структуры капитала субъектов хозяйствования как определяющего фактора стоимости современного бизнеса. Обоснована необходимость определения целевого уровня финансового левериджа в каждом периоде времени в соответствии с изменением фаз делового цикла и инвестиционной потребности компании. Построена модель корректировки структуры капитала субъектов хозяйствования в сторону целевого уровня в условиях адаптации к циклическим изменениям экономики. Модель протестирована на основе данных 7 корпораций металлургической отрасли Украины.*

*Ключевые слова:* структура капитала; целевой финансовый леверидж; чистый денежный поток.

Anastasiia S. Nakonechna<sup>1</sup>

## THE MODEL OF CAPITAL STRUCTURE ADJUSTMENT AT ENTERPRISES IN TERMS OF ADAPTATION TO CYCLICAL ECONOMIC CHANGES

*The paper emphasizes the role of enterprise capital structure as the key value driver in contemporary business. The necessity to estimate target financial leverage in each time period to reflect the stages of a business cycle changes and the company investment needs has been grounded. A model of capital structure adjustment toward a target leverage level under adaptation to cyclical changes in economy is constructed. The given model is tested on the data from 7 Ukrainian metallurgy corporations.*

*Keywords:* capital structure; target financial leverage; net cash flow.

**Постановка проблеми.** Сучасна ситуація в бізнес-середовищі України характеризується прискоренням та ускладненням бізнес-процесів, підвищенням частоти настання кризових явищ, недостатньою розвиненістю ринкового та інституціонального секторів та високим рівнем невизначеності. Останні трансформаційні процеси в економіці виявили низьку спроможність сучасних

<sup>1</sup> Donetsk National University in Vinnytsya, Ukraine.

суб'єктів національного господарства протистояти динамічним змінам макросередовища, про що свідчать дані Державної служби статистики України за 2014 р. [2]:

- річна кількість ліквідованих підприємств різних галузей національного господарства склала 38809 од. (в порівнянні з 11067 у 2013 р.);
- серед діючих суб'єктів господарювання 34,5% виявилися збитковими;
- загальний збиток корпоративного сектору склав 560946,3 млн грн, що в 25,5 раза вище аналогічного показника 2013 року.

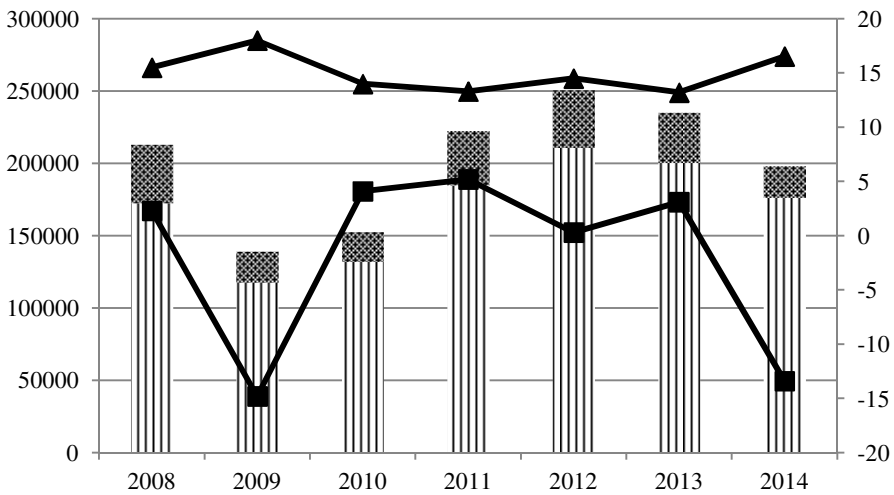
Однією з ключових причин такої несприятливої ситуації в корпоративному секторі є диспропорції фінансово-інвестиційної діяльності підприємств, через що не забезпечується розширене відтворення та належне фінансове забезпечення стратегічно важливих та прибуткових проектів. Для України, як і для більшості країн із зростаючими ринками капіталів, характерним є відносно складний доступ суб'єктів господарювання до додаткових та, перш за все, кредитних ресурсів. Високий рівень фінансових обмежень: кількісних (за ціною на капітал) та якісних (за можливістю позичати взагалі), призводить до недоінвестування, що негативно відбивається на ефективності та ринковій вартості бізнесу.

Така постановка проблеми актуалізує пошук нових, адаптивних методів та критеріїв реалізації фінансово-інвестиційної діяльності для сучасних компаній, що забезпечуватиме адекватне пристосування до макроекономічних коливань, оптимізацію формування та використання фінансових ресурсів та ефективність бізнесу на всьому горизонті функціонування.

**Аналіз останніх публікацій.** Вплив структури капіталу на результати діяльності компаній в умовах неефективних ринків доведений провідними сучасними фінансово-економічними школами. Цінний внесок в дослідження питань оптимізації та адаптації структури капіталу в умовах постійних змін ділового циклу за допомогою коригування фінансового левериджу зробили Г. Де Анжело [9], М. Фаулкендер [12], М.Дж. Фланері [13] (динамічна теорія структури капіталу), Е. Фама [11] (теорія ієрархії), Ж. Ксу [15] (теорія відстеження ринку), а також такі іноземні та вітчизняні науковці, як І.А. Белозьоров [1], В. Данг [8], В. Дробець [10], І.В. Івашковська [3], Д. Ілгас [14], М.С. Кокорева [4], О.А. Лактіонова [5] та інші.

**Мета дослідження** полягає в розробці моделі коригування структури капіталу в умовах адаптації до циклічних змін економіки, враховуючи особливості функціонування сучасних українських корпорацій та спираючись на досвід іноземних науковців та економістів-практиків.

**Основні результати дослідження.** Зважаючи на недосконалість фінансового ринку України, значну волатильність цін на капітал, а також переважно високу його вартість, загальною рисою суб'єктів національного корпоративного сектору залишається низька частка позичкових ресурсів в структурі їх капіталу, які майже не використовуються під час фінансування інвестиційних проектів, що є однією з причин зниження обсягів інвестування та слабкої капіталізації. Найбільш показово така тенденція простежується в кризовому 2009 р. та повторюється у 2014 р. (рис. 1).



||||| КІ за рахунок власного капіталу, млн грн

▒▒▒▒ КІ за рахунок наданих банками кредитів, млн грн

■ Зміна реального ВВП, % (права вісь)

▲ Процентна ставка за кредитами в національній валюті, % (права вісь)

**Рис. 1. Динаміка капітальних інвестицій (КІ) суб'єктів господарювання в розрізі джерел фінансування, процентної ставки за кредитами в національній валюті та зміни реального ВВП України у 2008–2014 рр., побудовано за даними [2]**

Разом з тим, в умовах неефективних ринків доведено позитивний вплив від певного збільшення співвідношення позичкового та власного капіталу (коефіцієнту фінансового левеґиджу) на вартість суб'єктів бізнесу [6, 161–164]. Так, згідно зі статичною теорією компромісу, позитивний вплив від збільшення боргового навантаження залишається, подекуди існують вигоди податкового щиту (можливість включення плати за позичковий капітал в собівартість), проте вище цього рівня спостерігається зворотній (негативний) вплив, оскільки видатки фінансової стійкості (збільшення процентної ставки, яку вимагають кредитори та видатки від можливого банкрутства) стають вищими за податкові вигоди. Однак, якщо взяти до уваги, що оптимальна структура капіталу має забезпечувати максимальну вартість компанії, то фактичне досягнення однозначно визначеного співвідношення позичкового та власного капіталу було б неможливим впродовж усього ділового циклу, відтак виникає необхідність адаптації структури капіталу до макроекономічних змін. З цього приводу сучасні представники динамічної компромісної теорії структури капіталу [9; 12; 13] пропонують у кожному періоді визначати індивідуальний цільовий рівень фінансового левеґиджу, що розраховується на основі субоптимальної структури капіталу компанії.

Необхідність розрахунку цільового фінансового левериджу (таргетування) обумовлюється тим, що за відсутності значної інвестиційної потреби в періоди рецесії та кризи компанія може дотримуватися низького рівня боргового навантаження з тією метою, щоб за появи вигідного інвестиційного проєкту в період підйому мати змогу залучити додатковий позичковий капітал для його фінансування на максимально сприятливих умовах та при цьому не потрапити в боргову залежність (рис. 2).

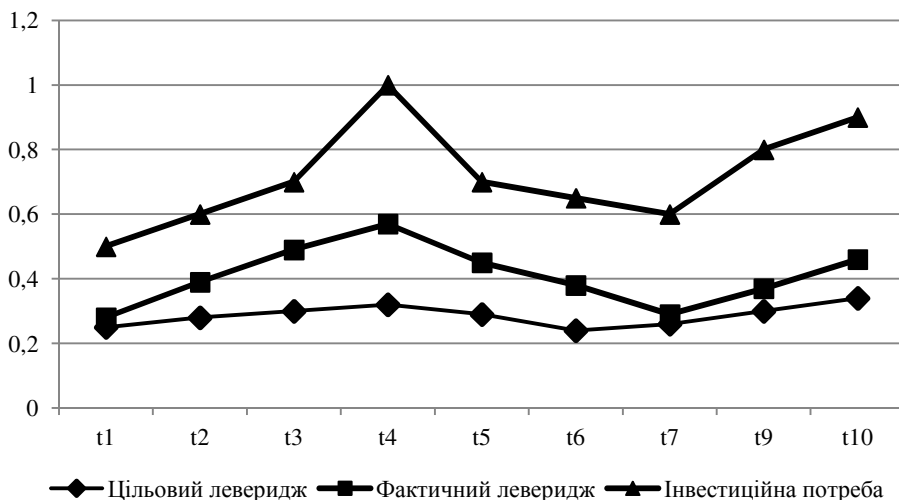


Рис. 2. Приклад взаємозв'язку фактичного фінансового та цільового левериджу, а також динаміки інвестиційної потреби, авторська розробка

Згідно з Д. Ілгасом [14], коригуючи структуру капіталу, фірма «створює додаткову вартість» у відповідь на швидкі зміни ринкових умов, тобто використовує «стратегічний фінансовий потенціал». Іншими словами, дотримання такої політики дозволяє компаніям постійно забезпечувати адаптивну до ділових циклів структуру капіталу, що надає можливість оперативного реагування фірми на зміни ринкових умов без суттєвих втрат вартості бізнесу.

Цільове значення фінансового левериджу змінюється до певного рівня в кожному періоді та задає лише верхню планку для прийняттого фактичного значення, оскільки на практиці завжди може залишатися певний резерв недопозичання. Г. Де Анжело [9], М. Фаулкендер [12] та інші описують вплив внутрішньофірмових характеристик фірми та макроекономічних показників на визначення цільового фінансового левериджу, доводячи, що такий вплив змінюється щорічно. Узагальнення підходів дозволило авторам встановити вплив ключових фінансових характеристик базисного року 7 компаній металургійної галузі України на їх фінансовий леверидж у звітному році. Формула лінійної регресії при цьому має наступний вигляд:

$$L_t = \gamma + \beta_1 \left(\frac{M}{B}\right)_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{EBITA}{A}\right)_{t-1} + \beta_3 \ln(S)_{t-1} + \beta_4 \left(\frac{PPE}{A}\right)_{t-1} + v_t, \quad (1)$$

де  $L_t$  – фінансовий леверидж компанії у звітному періоді;  $M/B$  – відношення ринкової вартості компанії до балансової;  $EBITA/A$  – відношення операцій-

ного прибутку до вартості активів;  $\ln(S)$  – натуральний логарифм від обсягу активів компанії;  $PPE/A$  – відношення вартості необоротних активів компанії до загальної вартості її активів.

Таким чином, можливо розраховувати цільовий фінансовий леверидж для компанії в будь-якому періоді, виходячи з показників попереднього року та напрямку їх впливу на цільовий леверидж, що були виявлені в результаті регресійного аналізу даних за корпораціями тієї ж галузі (у нашому випадку – металургії):

$$L_t^* = \gamma + \beta_{it-1} \times X_{it-1}, \quad (2)$$

де  $L_t^*$  – цільовий фінансовий леверидж компанії у наступному періоді;  $\beta_{it-1}$  – відповідний коефіцієнт регресії за попередній рік;  $X_{it-1}$  – значення відповідного фінансового показника компанії за попередній рік.

Знаючи ряд цільових та фактичних значень фінансового левериджу та беручи до уваги необхідність його коригування, можна розрахувати швидкість, з якою фактичний фінансовий леверидж щорічно змінює своє значення відносно цільового. Отже:

$$L_{it} - L_{it-1} = \alpha(L_t^* - L_{it-1}), \quad (3)$$

відповідно:

$$\alpha = \frac{L_{it} - L_{it-1}}{L_t^* - L_{it-1}}, \quad (4)$$

де  $\alpha$  – швидкість коригування фінансового левериджу;  $L_{it}$  – фактичне значення фінансового левериджу у поточному періоді;  $L_{it-1}$  – фактичне значення фінансового левериджу у попередньому періоді;  $L_t^*$  – цільове значення фінансового левериджу у поточному періоді.

У табл. 1 наведено фактичні значення фінансового левериджу для 7 металургійних компаній України у 2009–2014 рр., дані, що впливають на визначення цільового левериджу, а також розрахована за наведеною формулою швидкість коригування фінансового левериджу відповідно у 2010–2014 роках.

Згідно із динамічною теорією компромісів, кожен раз, коли фактичний леверидж компанії значно відхиляється в сторону зростання, він намагається максимально наблизитися до цільового значення в наступному періоді. Е. Фама та К. Френч, що досліджують структуру капіталу в межах теорії ієрархії джерел фінансування, ставлять під сумнів таке положення компромісної теорії, оскільки, за ним, швидкість коригування фінансового левериджу є занадто високою та не дозволяє сучасним компаніям набувати необхідної свободи в процесі отримання позичкового капіталу, якщо це для них на даний момент є економічно вигідним [11]. Сучасні емпіричні дослідження американських авторів підтверджують дану точку зору та оцінюють середню швидкість коригування фінансового левериджу для сучасних компаній на рівні  $1/3$ – $1/12$  «відстані» до цільового левериджу за кожний рік. Оцінюючи стан сучасного підприємницького середовища України як рецесійний, ми припускаємо, що швидкість коригування фінансового левериджу вітчизняних підприємств буде нижчою, ніж зазначена в іноземних дослідженнях, починаючи з 2009 року.

Таблиця 1. Фактори, що впливають на фінансовий леверидж компаній металургійної галузі виробництва України, 2009–2014 рр.\*

Показники	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.
Маріупільський металургійний комбінат ім. Ілліча						
Леверидж	0,383	0,256	0,189	0,102	0,045	0,228
Логарифм/Активи	15,610	15,773	15,282	16,329	16,335	16,295
Необоротні активи/Активи	0,521	0,582	0,813	0,778	0,750	0,660
ЕВІТ/Активи	0,0492	0,047	0,024	-0,028	0,023	0,057
Market-to-book	4,555	6,234	6,775	7,398	8,213	8,95
Цільовий леверидж	-	0,275	0,335	0,845	0,744	0,116
Швидкість коригування	-	0,185	0,163	0,200	-0,095	0,108
«Азовсталь»						
Леверидж	0,211	0,159	0,118	0,193	0,179	0,360
Логарифм/Активи	16,091	16,266	16,587	17,032	17,348	17,315
Необоротні активи/Активи	0,464	0,432	0,328	0,343	0,338	0,337
ЕВІТ/Активи	0,176	0,234	0,165	-0,003	-0,019	-0,053
Market-to-book	5,932	1,489	19,058	6,320	9,021	7,168
Цільовий леверидж	-	0,286	0,174	0,413	0,146	0,719
Швидкість коригування	-	0,175	0,123	0,254	0,295	0,335
«Запоріжсталь»						
Леверидж	0,255	0,292	0,600	0,649	0,559	0,068
Логарифм/Активи	15,320	15,310	15,336	15,328	15,282	15,274
Необоротні активи/Активи	0,717	0,691	0,664	0,774	0,724	0,675
ЕВІТ/Активи	0,029	0,041	0,067	0,009	-0,046	-0,025
Market-to-book	3,183	12,588	9,323	3,902	4,354	3,402
Цільовий леверидж	-	0,555	0,453	0,685	0,334	0,255
Швидкість коригування	-	-0,144	0,219	0,132	-0,139	0,143
«Дніпрспецсталь»						
Леверидж	0,564	0,690	0,638	0,700	0,843	0,004
Логарифм/Активи	14,770	14,721	14,746	14,822	14,821	15,770
Необоротні активи/Активи	0,613	0,639	0,610	0,544	0,561	0,232
Необоротні активи/Активи	0,848	0,701	0,525	0,436	0,395	0,404
ЕВІТ/Активи	0,053	0,037	0,225	-0,049	0,011	-0,028
Market-to-book	9,778	8,494	8,606	4,392	5,421	5,353
Цільовий леверидж	0,383	0,256	0,189	0,102	0,045	0,228
Швидкість коригування	-	0,077	-0,097	0,181	-0,482	0,056
«АрселорМіттал»						
Леверидж	0,143	0,108	0,044	0,028	0,047	0,127
Логарифм/Активи	15,982	16,114	16,278	16,582	16,741	16,820
Необоротні активи/Активи	0,787	0,763	0,668	0,494	0,425	0,397
ЕВІТ/Активи	0,367	0,173	0,167	0,0423	0,201	0,136
Market-to-book	119,051	157,095	90,476	54,365	65,713	232,244
Цільовий леверидж	-	0,510	0,423	0,941	0,886	0,558
Швидкість коригування	-	-0,095	-0,203	-0,018	0,022	0,157
Дніпровський металургійний комбінат ім. Дзержинського						
Леверидж	0,287	0,106	0,000	0,027	0,028	0,272
Логарифм/Активи	14,730	14,664	14,894	15,039	15,142	15,336
Необоротні активи/Активи	0,737	0,788	0,696	0,659	0,641	0,371
ЕВІТ/Активи	0,037	0,093	0,025	-0,047	0,114	0,112
Market-to-book	2,522	11,754	10,634	4,663	2,520	6,029
Цільовий леверидж	-	0,197	0,610	0,607	0,202	0,370
Швидкість коригування	-	0,108	-0,210	0,045	0,006	0,713

Закінчення табл. 1

Показники	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.
Нікопольський завод феросплавів						
Лeverидж	0,015	0,053	0,078	0,162	0,372	0,266
Логарифм/Активи	14,564	14,644	15,201	15,602	16,096	16,901
Необоротні активи/Активи	0,405	0,396	0,271	0,296	0,241	0,138
ЕВІТ/Активи	0,063	0,090	0,108	-0,133	-0,142	-0,052
Market-to-book	2,009	13,835	16,973	6,986	7,911	9,498
Цільовий лeverидж	-	0,220	0,357	0,477	0,764	0,380
Швидкість коригування	-	0,185	0,082	0,211	0,349	-0,132

\* розраховано за даними [7].

Як бачимо з табл. 1, цільовий лeverидж сучасних українських підприємств може бути як нижчим, вищим за цільовий, при цьому стохастично змінюватися. У випадку, коли компанії функціонують з лeverиджем, постійно нижчим за цільовий (наприклад, «АрселорМіттал», Нікопольський завод феросплавів та Дніпровський металургійний комбінат ім. Держинського), можна говорити про занадто низьку частку позичкових ресурсів у структурі капіталу, що не дає вийти на необхідний рівень фінансування навіть при сприятливому фінансовому становищі. Функціонування компаній з лeverиджем, що перевищує цільові показники без коригування (наприклад, «Дніпроспецсталь») вказує на підвищений ризик порушення фінансової стійкості, що може спровокувати потрапляння в боргову залежність, втрату фінансової самостійності, вороже поглинання бізнесу та банкрутство. Висока волатильність показників фактичного фінансового лeverиджу компаній, а також показників фінансового стану, що визначають цільовий лeverидж, обумовлюють високу частоту зміни швидкості коригування, що найчастіше вказує на ситуативний підхід в управлінні фінансовими ресурсами компаній.

Від'ємні показники швидкості коригування фінансового лeverиджу вказують на тенденцію, що відповідає віддаленню фактичного лeverиджу від цільового. Загалом, швидкість, з якою коригується фінансовий лeverидж компаній металургійної промисловості України за 2009–2014 рр., має широкий діапазон від -0,253 до 0,286 у середньому за рік. Висока волатильність цього показника в Україні пояснюється високою циклічністю економічних процесів, отже і виникнення інвестиційних потреб, з одного боку, та нестабільністю цін на ринках капіталу – з іншого.

Оскільки чистий грошовий потік (cash flow) є одним з провідних джерел формування нерозподіленого прибутку компанії, а отже, і власного капіталу, доцільно зазначити, що завдяки ньому відбувається прискорення адаптаційного коригування фінансового лeverиджу до його цільового рівня (за умови активного коригування, що відбувається шляхом погашення позик за рахунок отриманих власних коштів).

Щоб простежити, яким чином відбувається вплив зміни cash flow на швидкість коригування фінансового лeverиджу (speed of adjustment – SOA) компаній реального сектору економіки України, зокрема металургії, побудуємо порівняльну табл. 2.

Таблиця 2. Динаміка змін швидкості коригування фінансового левериджу (SOA) металургійних компаній України та їх cash flow за 2009–2013 рр.\*

Показники	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	У середньому
Маріупільський металургійний комбінат ім. Ілліча						
Δ SOA	-0,084	-0,174	0,278	-0,663	0,538	-0,021
Δ cash flow (тис. грн)	-1308410	-116289	-1317412	-2110112	-695541	-1109553
«Азовсталь»						
Δ SOA	0,044	0,138	0,151	-0,137	0,160	0,071
Δ cash flow (тис. грн)	1241281	868974	-2713770	465078	529642	78241
«Запоріжсталь»						
Δ SOA	-0,146	-0,022	-0,037	-0,295	-0,203	-0,141
Δ cash flow (тис. грн)	-498260	-1121114	551756	-212446	341346	-187744
«Дніпроспецсталь»						
Δ SOA	-0,314	0,363	-0,087	-0,271	0,282	-0,005
Δ cash flow (тис. грн)	125115	-156224	46223	-200658	168141	-3481
«АрселорМіттал»						
Δ SOA	-0,295	-0,108	0,185	0,040	0,135	-0,008
Δ cash flow (тис. грн)	1178917	566893	-3733794	491647	1385340	-22199
Дніпровський металургійний комбінат ім. Держинського						
Δ SOA	-0,679	-0,318	0,255	-0,039	0,707	-0,015
Δ cash flow (тис. грн)	-172292	-204657	289778	-368771	-11176121	-2326413
Нікопольський завод феросплавів						
Δ SOA	0,125	0,082	0,211	0,349	-0,132	-0,038
Δ cash flow (тис. грн.)	130546	-1293693	3849848	-3227471	4614758	814798

\* розраховано за даними [7].

Аналізуючи фінансові показники металургійних компаній України за 5 років, автором підтверджено, що у більшості випадків спостерігається пряма залежність між кількісною зміною річного чистого грошового потоку та швидкістю коригування фінансового левериджу. Це означає, що збільшення отриманого компаніями прибутку дозволяє їм більш активно коригувати структуру капіталу, залучати додаткові позичкові кошти з меншими фінансовими обмеженнями та своєчасно розраховуватися за зобов'язаннями. Зниження обсягів грошового потоку, навпаки, у більшості випадків знижує швидкість коригування левериджу, що завдає фірмі додаткові фінансові обмеження при залученні капіталу та не дозволяє оперативного реагувати на циклічні зміни ринкового середовища (адаптуватися до них).

**Висновки.** Коригування фінансового левериджу є адекватною відповіддю компанії на коливання інвестиційної потреби, що визначається фазами циклу розвитку економіки. В запропонованій моделі така адаптація структури фінансування відбувається за рахунок залучення позичкового капіталу для реалізації інвестицій, що тимчасово віддаляє рівень левериджу від цільового, а



також за рахунок погашення заборгованості перед кредиторами, що наближує леверидж до цільового значення.

Результати аналізу показників корпорацій металургійної галузі України свідчать про наступне: компанії, що демонструють стабільні високі обсяги чистого грошового потоку (як основного джерела формування прибутку), користуються позичковими ресурсами більш активно та ефективно, регулярно повертаючись до цільових рівнів фінансового левериджу та не потрапляючи в боргову залежність від кредиторів (іншими словами, компанії є менш фінансово обмеженими). В довгостроковій перспективі така фінансова поведінка суб'єктів господарювання забезпечує якісну оптимізацію структури капіталу, зниження вартості фінансових ресурсів та зростання ринкової вартості бізнесу, що є основоположними цілями корпоративного фінансового менеджменту.

1. Белозеров И.А., Кокорева М.С. Моделирование оптимального диапазона структуры капитала фирмы на развивающихся финансовых рынках // Корпоративные финансы.— 2014.— №2. — С. 20—32.
2. Економічна діяльність // Державна служба статистики України // [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua).
3. Ивашковская И.В., Макаров П.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы // Корпоративные финансы.— 2010.— №3. — С. 47—62.
4. Кокорева М.С., Юлова С.М. Влияние внутренних институциональных факторов на скорость приспособления к целевой структуре капитала на развивающихся рынках // Корпоративные финансы.— 2013.— №4. — С. 4—16.
5. Лактионова А.А., Закорко М.В. Анализ взаимосвязи внутренних факторов стоимости финансовых ресурсов и структуры финансирования субъектов хозяйствования // Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова.— 2013.— №3/2. — С. 87—91.
6. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. — М.: Дело, 2004. — 272 с.
7. Учасники ринку // Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України // [smida.gov.ua](http://smida.gov.ua).
8. Dang, V.A., Kim, M., Shin, Y. Asymmetric Capital Structure Adjustment: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. *Journal of Empirical Finance* // [www.escholar.manchester.ac.uk](http://www.escholar.manchester.ac.uk).
9. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Whited, T. (2011). Capital Structure Dynamics and Transitory Debt. *Journal of Financial Economics*, 99: 235—261.
10. Drobetz, W., Wanzenried, G. (2006). What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure? *Applied Financial Economics*, 16: 941—958.
11. Fama, E.F., French, K.R. The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment // [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com).
12. Faulkender, M., Flannery, M.J., Hankins, K.W., Smith, J.W. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financing Economics*, 103: 632—646.
13. Flannery, M.J., Rangan, K.P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structure // [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com).
14. Ilgaz, D. (2012). How important is "target leverage?" A study of determinants of firms' capital structure adjustments // [research.stlouisfed.org](http://research.stlouisfed.org).
15. Xu, Z. (2010). Do firms adjust toward a target leverage level? // [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca).

Стаття надійшла до редакції 27.10.2015.