

О.В.Мертенс, к.е.н., доцент  
О.П. Демчук, бакалавр  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

## **Боргове фінансування українських підприємств: теорія та українська дійсність**

В економіці з досконалими ринками капіталу фінансова структура фірми, тобто співвідношення її власних і залучених коштів, не пов'язується з обсягом її інвестицій, оскільки зовнішні джерела фінансування є досконалим заміном внутрішніх. Але не завжди зовнішнє фінансування є доступним, кредити можуть надаватись за різними ставками. При таких обставинах інвестиції фірми і її фінансові рішення є взаємозалежними. Коли це так, то питання про забезпечення інвестицій і реструктуризації в перехідній економіці не можна відділити від питання про забезпечення функціонування досконалої фінансової системи, яка б дозволила фірмам досягати оптимальної структури їх капіталу. Проблемою на цьому шляху є значна викривленість інформації і значний ризик інвестування в перехідній економіці.

В країнах з розвинутою економікою оптимальну структуру капіталу визначають такі фактори: податки, які спонукають фірму залучати боргове фінансування, щоб “зекономити” на податках, завдяки тому, що податок на прибуток сплачується після виплати відсотків, і витрати, пов'язані з банкрутством, які змушують фірми обмежити рівень заборгованості, оскільки при зростанні частки боргу в капіталі фірми кредитори вимагають більшої плати за кредит.

В країнах перехідного типу податки так само стимулюють фірми залучати кошти. При цьому вартість банкрутства в таких країнах є низькою, оскільки арбітражні суди працюють не ефективно і кредиторам важко переслідувати боржників. Окрім того, уряд в цих країнах має схильність допомагати підприємствам, які потрапляють у скрутне становище. В основному це стосується великих підприємств, банкрутство яких спричинить значне безробіття. Отже, витрати, пов'язані з реалізацією процедури банкрутства є незначними. Перераховані фактори спонукають більш прибуткові фірми залучати більше кредитів. Таким чином попит на позичкові активи має позитивно залежати від прибутковості. Оскільки податки у країнах з перехідною економікою більш високі ніж у розвинених країнах, а ціна банкрутства нижча, то слід було б чекати, що рівень заборгованості в країнах з перехідною економікою буде вищим. Але це було б так лише при наявності досконалих ринків капіталу і ефективної роботи фінансового посередництва.

Проте, важливою проблемою перехідної економіки є недостатність та недосконалість інформації, яка потрібна для ефективного прийняття рішень кредиторам та позичальникам. Має місце проблема асиметричної інформації.

Це призводить до таких негативних наслідків: по-перше, фінансові угоди стають більш складними і заплутаними, діяльність фірм-позичальників регулюється умовами угод, що обмежує їх свободу у прийнятті рішень; по-друге, дуже часто фірми не можуть досягти бажаної структури капіталу.

Насправді, в реальності має місце таке явище як обмеженість кредитування. Пояснити його можна наступним чином. Різні проекти мають різну ступінь ризику, але визначити її важко, тому кредитори не можуть розрізняти серед позичальників “хороших” і “поганих”, а тому не можуть використовувати цінову дискримінацію (у вигляді різних відсоткових ставок для різних позичальників). Тому кредитори підвищують рівень відсоткових ставок, щоб зменшити кредитний ризик. Але такий шлях має зворотну сторону: потенційно хороші (надійні) позичальники вважатимуть пропозицію кредиту непривабливою і залишать ринок (вони будуть використовувати власні джерела фінансування). Таким чином кредитори залишаться з найбільш слабкими позичальниками, що зменшить їх можливі прибутки і підвищить ризик. Отже при обмеженості кредитування фірми, які можуть використовувати власні кошти для фінансування не будуть залучати кошти на ринку, кредити будуть брати лише ті, які не мають достатнього власного капіталу.

З іншого боку, оскільки керівники фірми мають доступ до приватної інформації про її можливості, виникає проблема моніторингу і контролю керівництва. Асиметричність інформації викликана не лише тим, що позичальники мають різний ступінь ризику, але й тим, що після отримання кредиту, вони можуть обирати різні типи поведінки, які також мають різну ризикованість. Тому виникає потреба не лише оцінки платоспроможності позичальника кредитором перед наданням кредиту, а й подальшого контролю його діяльності щодо виконання умов кредитної угоди та контролю ризикованості його поведінки. Чим більш досвідченим є банк (кредитор), тим більш він здатний передбачити і проаналізувати можливі альтернативи поведінки керівництва і проконтролювати їх виконання. Проте кредитор, намагаючись максимізувати свою корисність, прагне мінімізувати витрати, пов'язані з асиметричною інформацією, тобто витрати на моніторинг і подальший контроль. Тому перевага надається позичальникам, які мають більші прибутки або тим, які мали б більшу чисту вартість активів після ліквідації. Таким фірмам можна надати більшу свободу діяльності з меншим ризиком неповернення кредиту або з меншою ймовірністю недостатності активів фірми для покриття її боргових зобов'язань у випадку ліквідації (банкрутства). Тому більш прибуткові фірми та фірми, що краще забезпечені основними фондами, мають більше шансів отримати кредит.

Отже пропозиція позичкових коштів позитивно корелює з прибутковістю і забезпеченістю основними фондами, які можуть використовуватись як застава.

Важливою функцією банку у ролі кредитора є його здатність здійснювати моніторинг для того, щоб забезпечувати кредитними ресурсами фірми, які не можуть отримати кредит іншим шляхом. Особливо важливо це у перехідний період, оскільки фірми ще не мають своєї кредитної історії і найчастіше важко зробити висновок про їх кредитний рейтинг на основі аналізу їх попередньої діяльності. Ці висновки підсилюються тим, що в перехідний період короткострокова діяльність фірми часто погано характеризує її довгострокові результати.

Отже, питання в тому, чи можуть отримати українські підприємства отримати необхідні кошти, чи сильно обтяжені вони проблемою асиметричної інформації, яка проявляється не тільки у тому, що вони не можуть отримати “дешеві” кошти, а й у тому, що вони не можуть отримати їх взагалі. А також у питання тому, чи можуть українські банки здійснювати моніторинг, розрізняти позичальників з точки зору їх платоспроможності і використовувати цінову дискримінацію в залежності від ступеню кредитного ризику.

Важливо дізнатися, чи обмежені фірми у кредитуванні, оскільки обмеження кредиту впливає на інвестиційні рішення. Інвестиції обмежених у кредиті фірм визначаються минулою діяльністю, оскільки вони не можуть використовувати кошти понад їх наявні ресурси. Фінансове посередництво повинно давати змогу подолати цю ситуацію, використовуючи оцінку і моніторинг позичальника. Таким чином фінансове посередництво полегшує рух фондів від заощадників до тих, хто потребує коштів для інвестицій. Посередницький кредит є ключовою складовою інвестицій фірм, які не мають доступу до прямого кредитування.

В ринковій економіці банк повинен відігравати подвійну роль. По-перше, банк є джерелом коштів, які часто є єдиною альтернативою внутрішньому фінансуванню. По-друге, банк повинен контролювати діяльність підприємства з метою зменшення ризикованості і підвищення прибутковості. Ця друга функція є ключовою в перехідній економіці при переході від попередньої адміністративної системи, коли банк просто надавав кошти без жодних обмежень на прибутковість позичаючого підприємства. Отже, в перехідній економіці банкам виводиться більш важливе місце і від них вимагається більш активна діяльність.

Отже, поставимо за мету дослідити таке питання: чи фінансовий сектор надає достатньо коштів підприємствам і чи здійснює він їх моніторинг. Відповідь на це питання еквівалентна відповіді на питання, чи можуть підприємства досягти оптимальної структури капіталу. Для дослідження ми використали дані з 1450 українських підприємств. Перший же погляд може викликати здивування: рівень заборгованості не тільки не виявився значним, як можна було очікувати, а навіть дуже низьким порівняно з розвиненими

країнами. В Україні середній рівень заборгованості підприємств (вимірений як відношення загальної суми заборгованості, що складається з довгострокових і короткострокових боргових зобов'язань, до загальної суми активів) на кінець 1997 року становив 21%, а на кінець 1998 року – 24%. Аналогічний показник в розвинених країнах набагато вищий: співвідношення боргу до активів для підприємств нефінансового сектору у країнах великої сімки складає 66%. У країнах Східної Європи цей показник дещо нижчий: в Угорщині – 32% (1992 рік), Польщі – 41% (1992 рік), Чехії – 44% (1994 рік).

Ці цифри було отримано, використовуючи балансові вартості боргів і активів, оскільки ринкові недоступні. Ринкова вартість боргів зазвичай нижча, що говорить про ще нижчий рівень заборгованості українських фірм. Що стосується активів, то оборотні фонди є відносно новими і тому їх балансова вартість не сильно відрізняється від ринкової. Проте балансова вартість основних фондів має схильність відрізнятись від ринкової, причому внаслідок значної інляції і подальшої індексації досить сильно. По-перше, вона суттєво завищена внаслідок проведеної індексації. По-друге, значна частина основних фондів є морально застарілою, що зменшує їх ринкову вартість. Отже, вартість основних фондів завищена індексацією та через моральну застарілість. Але навіть використання для розгляду ринкових вартостей боргів та активів не змінило б картини низького рівня заборгованості. Ринкові вартості активів мають надто сильно відрізнятись від балансових, щоб спростувати висновок про надто низький рівень заборгованості. Але настільки сильно відрізнятись вони не можуть.

Природно виникає запитання, чи ринкові сили і можливості достатні для того, щоб дати можливість фірмам покращити структуру капіталу? Іншими словами, чи є низький леверідж характеристикою перехідного періоду, спричиненою історичними обставинами, чи це стійка ознака поганого функціонування фінансового сектору, що викликає занепокоєння?

Отже проблема в тому, чи можуть фірми, які мають обмежені можливості самофінансування звернутись до банківської позики. Окрім того, чи здатні фінансові установи пом'якшувати проблему асиметричної інформації і морального ризику. Банки можуть робити це, надаючи позики фірмам, які ще не можуть надати інформацію про свій кредитний рейтинг, оскільки вони ще не мають кредитної історії, а також здійснюючи моніторинг. Потрібний в цьому випадку тип моніторингу відрізняється від звичайної “дисципліни поганих боргів”. Він навпаки може потягти за собою деякі нові позики, якщо банк вважає, що підприємство має ще нереалізований потенціал і короткострокові результати його діяльності не корелюють з довгостроковими, що дуже часто має місце в перехідний період. Тому завданням банку є визначити, чи низька прибутковість є короткостроковою рисою чи це викликаюча занепокоєння тенденція. Без такої підтримки новостворені фірми та фірми, які потребують реструктуризації, не матимуть

доступу до так необхідних їм фондів. Слід зазначити, що в Україні банківські позики підприємствам складають дуже незначну частку в загальній сумі заборгованості підприємств: у 1997 році – 7%, в 1998 році – 4.6%. Тобто банки ще не виступають активно у ролі кредитора, а тому й не виконують визначених їм функцій забезпечення фірм необхідними коштами і здійснення контролю за їх діяльністю.

Низький рівень заборгованості свідчить не про необтяженість фірм кредитами, а про їх нездатність залучати необхідні кошти для фінансування їх діяльності і для інвестицій.

Аналіз структури боргових зобов'язань показав, що основну частину заборгованості підприємств складають короткострокові кредити. Обмежений доступ підприємств до довгострокових позик тягне за собою неможливість здійснення підприємствами інвестицій, оскільки власних коштів у них для цього недостатньо. До того ж доходність інвестицій в українську економіку досить невисока, оскільки прибутковість підприємств низька, а значна частина підприємств взагалі збиткова. Тому для покращення ситуації українським підприємствам необхідні дешеві кошти, якими існуюча фінансова система поки що не здатна їх забезпечити, оскільки ризикованість надання довгострокових кредитів дуже велика, що спричиняє високі відсоткові ставки за кредит.

Незначну частку боргу підприємств становлять і банківські кредити. Це свідчить про невиконання комерційними банками тієї важливої ролі, яка відводиться їм у перехідній економіці. Оскільки банки мають найбільше можливостей здійснювати моніторинг і контроль діяльності підприємств, тому передбачається, що в перехідній економіці саме банківські кредити будуть основним джерелом боргового фінансування підприємств, а тому й основним джерелом фінансування їх інвестицій.

Проте в Україні ситуація протилежна. Банківські кредити дуже дорогі, і підприємства вимушені покладатись лише на власні кошти, яких як правило недостатньо. Галузевий аналіз показав, що банки мають схильність кредитувати лише експортуючі галузі, про що свідчить сконцентрованість майже 67% банківських кредитів у металургії. Основну ж частину боргу підприємств складає товарний кредит. Проте цей вид фінансування може використовуватись лише для фінансування поточної діяльності, і аж ніяк не для здійснення інвестицій.

Як вже було підкреслено, загальний рівень заборгованості в Україні досить низький. Дослідимо, який тип фірм найбільш схильний до боргового фінансування. Тут можливо два сценарії.

В першому фінансове посередництво працює добре, з одного боку намагаючись вирішити проблему безнадійних боргів, з іншого фінансуючи фірми, які найбільш потребують коштів і мають найменше можливостей

самофінансування. Це фірми, які реструктуризуються і не можуть одразу представити результати. Банки повинні надавати кредити фірмам, які певним чином можуть довести їх “якість”. Пропозиція кредиту позитивно залежатиме від прибутковості і можливості застави, що визначається забезпеченістю основними фондами. В цьому сценарії фірми мають можливість досягти оптимальної структури капіталу.

В другому, менш оптимістичному, банки не мають достатнього досвіду і здібностей, необхідних для здійснення моніторингу фірм, які не можуть засвідчити свою “якість”. В результаті має місце таке явище як обмеження кредитування: банки встановлюють надто високі відсоткові ставки, оскільки не можуть розрізняти позичальників. В цьому випадку фірми, які можуть, використовуватимуть внутрішні джерела фінансування, оскільки зовнішнє надто дороге. Тоді пропозиція кредиту позитивно залежатиме від прибутковості і забезпеченості основними фондами, а попит на кредит негативно залежатиме від прибутковості, оскільки більш прибуткові фірми надаватимуть перевагу внутрішньому фінансуванню.

Якщо ефект з боку попиту на кредит достатньо сильний, то він домінуватиме над ефектом з боку пропозиції, який передбачає позитивну кореляцію заборгованості з прибутковістю. Іншими словами, більш прибуткові фірми бажають підвищити свій рівень заборгованості, але через неідеальність, пов’язану з асиметричною інформацією, вважатимуть більш вигідним замінити борг внутрішніми джерелами фінансування, і вони матимуть змогу робити це краще ніж інші, менш прибуткові.

Для того, щоб побачити, який із сценаріїв має місце в економіці України, застосуємо регресійний аналіз. Розглянемо як залежну змінну регресійного рівняння леверідж, а незалежні – забезпеченість основними фондами, прибутковість, розмір підприємства і змінна, що характеризує власність. Леверідж вимірюється як співвідношення загальної суми боргових зобов’язань до активів, оцінка забезпеченості основними фондами – відношення залишкової вартості основних фондів до активів, прибутковість – відношення балансового прибутку до активів, оцінкою розміру підприємства є натуральний логарифм його виручки від реалізації за вирахуванням державного регулювання цін, ПДВ та акцизу, власність представлена фіктивною змінною, яка характеризує державну власність (тобто приймає значення 1, якщо частка державної власності перевищує 50%, і 0 – в протилежному випадку).

В таблиці 1а подано результати даної регресії з використанням даних 1383 підприємств за 1997 рік, в таблиці 1б – відповідно за 1998 рік з використанням даних 1445 підприємств. Проаналізуємо отримані результати. Рівень заборгованості негативно залежить від прибутковості фірм і їх забезпеченості основними фондами і позитивно від розміру підприємства (представленого як виручка від реалізації). Позитивність даної залежності

можна пояснити так: великі підприємства мають невелику ймовірність банкрутства (навіть при тривалій збитковості їх підтримуватиме держава, чого не можна сказати про невеликі фірми) і тому матимуть змогу отримати більше кредитів. Малі фірми мають тенденцію швидко з'являтися і швидко зникати, і тому кредитування таких фірм є досить ризикованим. Ці фактори спричиняють позитивний вплив розміру підприємства на його рівень заборгованості.

Як раніше зазначалося, через податки і невелику ціну банкрутства, рівень заборгованості повинен позитивно корелювати з прибутковістю. Але ми отримали протилежний результат. Поясненням негативності коефіцієнта при прибутковості є обмеження кредитування, яке спричинене асиметричною інформацією і проявляється у завищенні відсоткових ставок. Хоча пропозиція кредиту позитивно корелює з прибутковістю, попит на кредит корелює з прибутковістю негативно, оскільки більш прибуткові фірми використовують отримані прибутки для самофінансування. В нашому приведеному рівнянні негативний ефект рівняння попиту на кредит домінує над позитивним ефектом рівняння пропозиції кредиту. Слід зазначити, що відсоткові ставки в Україні надто високі також з незалежних від кредиторів причин, таких як макроекономічна політика, що сприяє встановленню високого рівня відсоткових ставок, а це призводить до обтяжування банків поганими кредитними портфелями, завдяки негативній селекції, оскільки на ринку залишаються найменш привабливі позичальники.

Зауважимо, що деякі більш прибуткові фірми можуть засвідчити свою "якість", тому наявна ситуація відрізняється від такої, коли однакові зовні фірми отримують різний доступ до фондів по причині асиметричної інформації. Оскільки фірми проходять через перехідний процес, короткострокові результати їх діяльності не є хорошим індикатором майбутніх показників. Тому для банків важко спрогнозувати майбутні показники, спираючись лише на поточні доходи. Прибутковість дійсно може бути показником кращої "якості", але його не можна ідеалізувати.

Реальна ситуація більше нагадує ситуацію обмеженого кредитування, коли банки не бажають надавати кредити через недосконалість інформації. Як наслідок, фірми, які можуть, – тобто більш прибуткові фірми – використовують власні доходи для фінансування. Той факт, що більш прибуткові фірми мають нижчий рівень заборгованості, не є хорошою ознакою необтяженості фірм надлишковими кредитами, а лише говорить про те, що фірми не можуть досягти оптимальної структури капіталу.

Здивування викликає негативність коефіцієнту при відношенні основних фондів до активів. В розвинених країнах цей показник як правило позитивний. Пояснити це можна наступним чином: по-перше, існує тенденція фінансувати основні фонди за рахунок власних і прирівнених до них коштів та за рахунок довгострокових кредитів, а за рахунок короткострокових боргових

зобов'язань – оборотні. Це не дивно, оскільки профінансувавши за рахунок короткострокового кредиту інвестицію в основні фонди, підприємство не матиме змоги повернути такий кредит, а в структурі боргу українських підприємств понад 90% становлять короткострокові зобов'язання. По-друге, позитивність коефіцієнта при відношенні основних фондів до активів у розвинених країнах викликана можливістю використання основних фондів підприємства як застави за кредит. В Україні ж переважна більшість підприємств працює на застарілому обладнанні, реальна ринкова вартість якого набагато нижча балансової. Ліквідність такої застави надто низька, а тому основні виробничі фонди майже ніколи не використовуються як застава, оскільки у кредитора можуть виникнути дуже великі труднощі з її реалізацією у разі невиконання боржником своїх зобов'язань.

Оскільки загальна сума боргів обтяжена історичними факторами, тому доцільно розглянути лише нові борги, щоб дізнатися, чи рухається фінансовий сектор в правильному напрямку. Для цього розглянемо регресію, залежна змінна якої – зміна рівня заборгованості, а незалежні змінні – ті ж, що й у попередніх рівняннях. Результати цієї регресії представлено у таблиці 2а (у таблиці 2б подано аналогічну регресію із залежною змінною – відношенням зміни заборгованості до активів).

Кореляція зміни заборгованості із прибутковістю як і раніше значима і від'ємна. Цей результат лише підкреслює висновок про те, що фірми, які мають власні доходи, обирають внутрішні джерела фінансування. Це доводить факт обмеженості кредитування. Зміна рівня заборгованості негативно залежить і від забезпеченості основними фондами. Це можна пояснити проблемами реформування і реструктуризації фондоємних галузей економіки. Оборотноість фондів в галузях, які більш інтенсивно використовують основні фонди, набагато нижча ніж у, наприклад, харчовій промисловості, і тому процес реформування таких галузей більш тривалий, тому при переході до ринкової економіки ці галузі мають значно менші перспективи. Це призводить до ризикованості, а отже і небажання кредитувати фондонасичені підприємства. До того ж реальна вартість таких основних фондів може бути набагато нижчою від балансової.

Отримані результати свідчать про обмеженість фірм у кредитуванні, спричинену асиметричною інформацією, яка не дозволяє кредиторам розрізняти позичальників за ступіннем ризику і застосовувати диференціацію відсоткових ставок. Тобто можна зробити висновок, що фінансовий сектор української економіки працює неефективно і не виконує функції, виконання яких потребує від них перехід до ринкової економіки. Кредитори не спроможні здійснювати належним чином моніторинг фірм і післякредитний контроль їх діяльності. Як наслідок маємо занадто високі відсоткові ставки і недостатність коштів у підприємств для інвестицій.

Оскільки основну частку боргів українських підприємств становлять короткострокові боргові зобов'язання, то доцільно окремо розглянути регресії з залежними змінними: відношення короткострокових зобов'язань до активів, зміна цього відношення та відношення змінни короткострокової заборгованості до активів. Результати даного дослідження подано у таблицях 3 та 4 отримали аналогічні результати.

Щоб дослідити, чи справляються з функціями моніторингу українські банки, застосуємо регресійний аналіз із такими залежними змінними як відношення банківських позик до активів, відношення короткострокових банківських позик до активів та відповідно приростів банківських позик та приростів короткострокових банківських позик. Результати регресій наведено у таблицях 5 – 8 Отримали аналогічні результати: коефіцієнти при прибутковості від'ємні і значимі майже у всіх регресійних рівняннях, те ж саме стосується і забезпеченості основними фондами. Розмір підприємства позитивно корелює з рівнем банківських позик, а коефіцієнт при фіктивній змінній державної власності від'ємний, але не значимий. Отримані результати ще раз доводять обмеженість фірм у кредитуванні і нездатність банків подолати проблему асиметричної інформації і морального ризику.

Проте такі висновки можна одержати розглядаючи дану проблему відокремлено, не беручи до уваги загальну економічну ситуацію в Україні. Не можна звинуватити комерційні банки в небажанні надавати кредити, які в було вигідно брати навіть прибутковим підприємствам, оскільки для того, щоб надавати дешеві кредити банки повинні спочатку дешево залучити кошти. Відсоткові ставки за депозитами в комерційних банках у 1998 році становили в середньому 2% за місяць. Для деяких підприємств навіть такі ставки були б досить дорогими. А комерційний банк при наданні кредиту повинен врахувати ще й можливу інфляцію, що є досить ймовірною, до того ж існує обов'язкове резервування, норми якого банки повинні виконувати. Таким чином, при наданні кредиту українські комерційні банки знаходяться в досить жорстких умовах. А щоб задовольнити потреби української економіки, вони повинні надавати кредити дешевше ніж залучають депозити.

Таким чином, на українському фінансовому ринку не виконується одна з основних характеристик досконалих ринків капіталів, а саме те, що в Україні боргове фінансування дорожче ніж фінансування за рахунок власного капіталу. На розвиненому ринку навпаки, оскільки боргове фінансування має менший ризик завдяки, по-перше, заздалегідь визначеній платі (відсоткам), по-друге, першочерговому праву кредиторів на майно позичальника при його банкрутстві чи ліквідації.

Попри все це українські комерційні банки продовжують кредитувати підприємства, і знаходяться такі позичальники, яким не залишається нічого іншого як брати такі дорогі кредити. При цьому банк, як правило, вимагає від

позичальника заставу, достатню, щоб покрити суму кредиту, а також відсотки за ним.

Слід, звичайно враховувати й те, що “особливості” українського законодавства і бухгалтерського обліку дозволяють підприємствам ухилятися від сплати податків, занижуючи рівень своїх доходів і прибутків. Таким чином, звітні дані досить сильно викривляються. Тому не можна при наданні кредиту керуватись лише показниками прибутковості.

Для подальшого аналізу додамо у розглянуті рівняння регресії лагові залежні змінні. Результати наведено у таблицях 9-12. Позитивність і значимість коефіцієнта при лаговій змінній не викликає здивування. Для цього існує декілька причин. По-перше, введення лагової змінної і позитивність коефіцієнта при ній свідчить про інерційність розглядуваної системи. Накопичені в минулому борги вимагають нових кредитів для обслуговування попередніх. По-друге, позитивність цього коефіцієнта свідчить про неохочість керівництва змінювати стиль фінансового управління. Якщо підприємство постійно фінансувало свою діяльність за рахунок кредитів, то кредити будуть брати і надалі.

Застосування регресійного аналізу підтвердило факт існування проблеми асиметричної інформації і обмеженості підприємств у кредитуванні. Оскільки кредитори не вміють розрізняти позичальників на “хороших” і “поганих”, тому вони не можуть використовувати цінову дискримінацію у вигляді різних відсоткових ставок для різних позичальників, що призводить до встановлення завищених ставок. У цьому випадку “хороші” позичальники, які достатньо забезпечені основними фондами і можуть використовувати для фінансування своєї діяльності власні доходи, не будуть звертатись до боргового фінансування. Тому вищий рівень заборгованості мають підприємства з нижчою прибутковістю і ті, які мають менше активів, які можна використовувати як заставу, що й підтвердив регресійний аналіз.

Асиметрична інформація спричинила порушення умови, яка завжди виконується в економіці з досконалими ринками капіталу і говорить про те, що боргове фінансування для підприємств вигідніше ніж фінансування за рахунок власного капіталу. Відсоткові ставки за кредит в Україні набагато вищі ніж внутрішні ставки доходності інвестицій, тому фінансувати інвестиції за рахунок боргу не вигідно.

Причиною порушення цієї важливої передумови ефективного функціонування ринку капіталів є не лише проблема асиметричної інформації, але й загальноекономічна ситуація в Україні: досить високі інфляційні очікування, високі норма резервування та облікова ставка НБУ. Все це призводить до дуже високих відсоткових ставок. Політика “дорогих” грошей стримує інфляцію, але не дає змоги розвиватись виробництву.

## Додаток

Таблиця 1а. Залежна змінна: рівень заборгованості (відношення загальної суми боргових зобов'язань до активів), дані за 1997 рік.

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,417	0,021	19,675	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,480	0,019	-24,691	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,246	0,035	-7,072	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,015	0,002	7,606	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,346 (0,344).

F-статистика = 243,173 (значима).

Кількість спостережень = 1383.

Таблиця 1б. Залежна змінна: рівень заборгованості (відношення загальної суми боргових зобов'язань до активів), дані за 1998 рік.

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,343	0,025	13,546	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,487	0,022	-22,228	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,635	0,046	-13,792	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,028	0,002	11,634	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,345 (0,344).

F-статистика = 253,602 (значима).

Кількість спостережень = 1445.

Таблиця 2а. Залежна змінна: зміна рівня заборгованості (зміна відношення загальної суми боргових зобов'язань до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,038	0,012	-3,052	0,002
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,049	0,011	-4,580	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,394	0,023	-17,523	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,013	0,001	11,393	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,204 (0,202).

F-статистика = 122,911 (значима).

Кількість спостережень = 1443.

Таблиця 2б. Залежна змінна: зміна заборгованості (відношення зміни загальної суми боргових зобов'язань до активів).

Незалежна змінна	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,187	0,030	-6,122	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	0,019	0,026	0,729	0,466
Балансовий прибуток / активи	-0,297	0,055	-5,369	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,026	0,003	8,923	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,059 (0,057).

F-статистика = 30,072 (значима).

Кількість спостережень = 1444.

Таблиця 3а. Залежна змінна: рівень короткострокової заборгованості (відношення загальної суми короткострокових боргових зобов'язань до активів), дані за 1997 рік.

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,407	0,021	19,855	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,465	0,019	-24,652	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,222	0,034	-6,568	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,014	0,002	7,263	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,342 (0,341).

F-статистика = 240,457 (значима).

Кількість спостережень = 1388.

Таблиця 3б. Залежна змінна: рівень короткострокової заборгованості (відношення загальної суми короткострокових боргових зобов'язань до активів), дані за 1998 рік.

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,350	0,024	14,670	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,470	0,021	-22,738	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,520	0,043	-12,034	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,024	0,002	10,492	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,337 (0,336).

F-статистика = 245,059 (значима).

Кількість спостережень = 1449.

Таблиця 4а. Залежна змінна: зміна рівня короткострокової заборгованості (зміна відношення загальної суми короткострокових боргових зобов'язань до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,024	0,012	-2,015	0,044
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,047	0,010	-4,467	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,316	0,022	-14,499	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,011	0,001	9,295	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,150 (0,148).

F-статистика = 84,925 (значима).

Кількість спостережень = 1448.

Таблиця 4б. Залежна змінна: зміна короткострокової заборгованості (відношення зміни загальної суми короткострокових боргових зобов'язань до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,172	0,030	-5,724	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	0,023	0,026	0,869	0,385
Балансовий прибуток / активи	-0,224	0,055	-4,109	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,023	0,003	7,994	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,045 (0,043).

F-статистика = 22,920 (значима).

Кількість спостережень = 1449.

Таблиця 5а. Залежна змінна: рівень залучення банківських кредитів (відношення загальної суми банківських кредитів до активів), дані за 1997 рік.

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,021	0,006	3,500	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,036	0,005	-6,711	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,016	0,010	-1,619	0,106
ln(чиста виручка від реалізації)	0,002	0,001	4,166	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,051 (0,049).

F-статистика = 24,171 (значима).

Кількість спостережень = 1342.

Таблиця 5б. Залежна змінна: рівень залучення банківських кредитів (відношення загальної суми банківських кредитів до активів), дані за 1998 рік.

Незалежна змінна	Коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,010	0,007	-1,283	0,200
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,033	0,006	-5,048	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,135	0,014	-9,961	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,006	0,001	8,077	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,099 (0,097).

F-статистика = 50,966 (значима).

Кількість спостережень = 1393.

Таблиця 6а. Залежна змінна: зміна рівня залучення банківських кредитів (зміна відношення загальної суми банківських кредитів до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,022	0,006	-3,733	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	0,003	0,005	,597	0,551
Балансовий прибуток / активи	-0,054	0,011	-5,015	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,003	0,001	4,508	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,026 (0,024).

F-статистика = 12,412 (значима).

Кількість спостережень = 1386.

Таблиця 6б. Залежна змінна: зміна банківських кредитів (відношення зміни загальної суми банківських кредитів до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,105	0,024	-4,329	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	0,056	0,021	2,686	0,007
Балансовий прибуток / активи	-0,030	0,044	-0,680	0,496
ln(чиста виручка від реалізації)	0,008	0,002	3,617	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,013 (0,011).

F-статистика = 5,939 (значима).

Кількість спостережень = 1387.

Таблиця 7а. Залежна змінна: рівень короткострокових банківських кредитів (відношення загальної суми короткострокових банківських кредитів до активів), дані за 1997 рік.

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,021	0,005	3,968	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,031	0,005	-6,539	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,006	0,009	-0,718	0,473
ln(чиста виручка від реалізації)	0,002	0,000	3,142	0,002

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,045 (0,043).

F-статистика = 21,226 (значима).

Кількість спостережень = 1364.

Таблиця 7б. Залежна змінна: рівень короткострокових банківських кредитів (відношення загальної суми короткострокових банківських кредитів до активів), дані за 1998 рік.

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,003	0,005	0,565	0,572
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,025	0,005	-5,361	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,075	0,010	-7,590	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,003	0,001	5,676	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,065 (0,063).

F-статистика = 32,498 (значима).

Кількість спостережень = 1414.

Таблиця 8а. Залежна змінна: зміна рівня короткострокових банківських кредитів (зміна відношення загальної суми короткострокових банківських кредитів до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,012	0,005	-2,450	0,014
Залишкова вартість основних фондів / активи	0,004	0,004	0,903	0,367
Балансовий прибуток / активи	-0,022	0,009	-2,451	0,014
ln(чиста виручка від реалізації)	0,001	0,000	1,983	0,048

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,007 (0,004).

F-статистика = 3,088.

Кількість спостережень = 1408.

Таблиця 8б. Залежна змінна: зміна короткострокових банківських кредитів (відношення зміни загальної суми короткострокових банківських кредитів до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,093	0,024	-3,941	0,000
Залишкова вартість основних фондів / активи	0,057	0,021	2,761	0,006
Балансовий прибуток / активи	0,003	0,043	0,074	0,941
ln(чиста виручка від реалізації)	0,007	0,002	2,922	0,004

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,010 (0,008).

F-статистика = 4,678.

Кількість спостережень = 1409.

Таблиця 9. Залежна змінна: рівень заборгованості (відношення загальної суми боргових зобов'язань до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,022	0,014	-1,621	0,105
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,067	0,012	-5,447	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,404	0,023	-17,811	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,014	0,001	11,757	0,000
Лагова залежна змінна	0,958	0,014	67,847	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,845 (0,844).

F-статистика = 1954,169 (значима).

Кількість спостережень = 1443.

Таблиця 10. Залежна змінна: рівень короткострокової заборгованості (відношення загальної суми короткострокових боргових зобов'язань до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	0,006	0,013	0,464	0,643
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,081	0,012	-6,785	0,000
Балансовий прибуток / активи	-0,333	0,022	-15,283	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,012	0,001	10,189	0,000
Лагова залежна змінна	0,920	0,014	65,792	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,835 (0,834).

F-статистика = 1822,488 (значима).

Кількість спостережень = 1448.

Таблиця 11. Залежна змінна: рівень банківських кредитів (відношення загальної суми банківських кредитів до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,020	0,006	-3,373	0,001
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,004	0,005	-0,765	0,444
Балансовий прибуток / активи	-0,070	0,011	-6,468	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,003	0,001	5,652	0,000
Лагова залежна змінна	0,805	0,027	30,080	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,456 (0,454).

F-статистика = 289,438 (значима).

Кількість спостережень = 1386.

Таблиця 12. Залежна змінна: рівень короткострокових банківських кредитів (відношення загальної суми короткострокових банківських кредитів до активів).

Незалежна змінна	коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	p-рівень
Константа	-0,006	0,005	-1,270	0,204
Залишкова вартість основних фондів / активи	-0,008	0,004	-2,145	0,032
Балансовий прибуток / активи	-0,045	0,008	-5,393	0,000
ln(чиста виручка від реалізації)	0,002	0,000	4,152	0,000
Лагова залежна змінна	0,576	0,023	25,288	0,000

Коефіцієнт детермінації (скоригований) = 0,358 (0,356).

F-статистика = 195,464 (значима).

Кількість спостережень = 1408.