

ТРАНСАКЦІЙНІ ВИТРАТИ НЕПЛАТОСПРОМОЖНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Запропоновано класифікацію трансакційних витрат, що виникають під час діяльності підприємства в умовах його неплатоспроможності

Постановка проблеми. Як економіко-правове явище сучасного суспільства неплатоспроможність породжує безліч проблем різного рівня. Кількість справ про банкрутство неплатоспроможних підприємств постійно зростає. З метою пошуку оптимальної моделі належного захисту інтересів всіх зацікавлених осіб, постійно змінювалося, ускладнювалося й уточнювалося законодавство про неплатоспроможність.

Значна кількість наукових праць з фінансово-економічного підходу до проблеми неплатоспроможності й банкрутства присвячена вивченню питань щодо понесених витрат, пов'язаних із діяльністю підприємства в умовах неплатоспроможності. Гіпотеза про те, що процедура банкрутства неплатоспроможного підприємства не безкоштовна, а пов'язана з витратами, була вперше висловлена при розробці теорії про оптимальну структуру капіталу компаній.

Витрати неплатоспроможних підприємств розглядалися, як спосіб вирішення парадоксу Модільяні-Міллера (Modigliani-Miller paradox), вперше викладеного авторами в 1958 р. у статті "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" ("Вартість капіталу, корпоративні фінанси й теорія інвестицій") [23]. Згідно з цим парадоксом підприємства повинні бути зацікавленими на 100 % у фінансуванні своєї діяльності за рахунок позикового капіталу, що не відповідає структурі фінансування, яка реально спостерігається на практиці. Включення в модель витрат банкрутства неплатоспроможних підприємств, які зростають зі збільшенням зобов'язань підприємства, дозволяє вивести оптимальну частку залучених коштів у структурі фінансування: перевищення цієї частки призводить не до зниження вартості капіталу підприємства, а, навпроти, до збільшення, оскільки інвестори будуть заздалегідь закладати в цю вартість витрати, які вони понесуть у випадку ймовірного банкрутства неплатоспроможного підприємства.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Вперше витрати, пов'язані з банкрутством підприємств, що перебувають в умовах неплатоспроможності, для пояснення парадоксу Модільяні-Міллера були запропоновані Бокстером [13], пізніше це питання вивчали також Кім [20], Краус і Літценбергер [21], Скотт [24], Стігліц [26] тощо. Результати цих досліджень, вже стали класикою фінансового аналізу й фінансового менеджменту, викладаються в більшості сучасних підручників (наприклад, Брігхем і Гапенскі [1], Брейлі та Майєрс [2], Ван Хорн [3] тощо).

Практично одночасно з появою гіпотези щодо витрат неплатоспроможного підприємства, як пояснення парадоксу Модільяні-Міллера, почалися спроби кількісного вимірювання розміру таких витрат. До цього часу накопичено досить велику кількість досліджень, присвячених вимірюванню витрат діяльності підприємства в умовах його неплатоспроможності. Огляд отриманих результатів можна знайти в працях Альтмана і Хотчкісс [8], Бранч [15], Бріс, Уелш і Жу [16], Зенбет і Севард [25].

Дискусії про соціальні втрати від процедур ліквідації та реорганізації підприємств останнім часом відбуваються досить активно (серед перших робіт можна відзначити роботи Агіона, Харта, Мура (1995) [7], Уайта (1993) [31], Бейрда (1995) [12]). У них, частково, обговорюється, чи потрібні обидві ці процедури або тільки одна для оптимального захисту прав кредиторів.

В роботах Альтмана (1993) [10], Сенбета й Сьюарда (1995) [25] приділяється увага аналізу непрямих витрат: правових й адміністративних, Ворнера (1977) [29], Вайсса (1990) [30], висвітлено аналіз прямих витрат.

Беткер (1995) [14] розглядає адміністративні витрати реструктуризації заборгованості при різних процедурах банкрутства. До більш ранніх робіт, де проводиться оцінка прямих витрат можна віднести праці таких вчених як Ворнер (1977) [29], Єнг (1982) [11], Альтман (1984) [9], Гілсон (1990) [17], Вайсс (1990) [30], Макміллан (1991) [22] тощо.

В останні роки з'явилися цікаві й досить різні дослідження витрат, пов'язаних із збільшенням заборгованості (Андрейд і Каплан, 1998; Алмейда і Філіппон, 2006; Філософов і Філософов, 1999, 2002, 2005). На думку авторів, основним фактором, що накладає обмеження на розмір позикових коштів, є ризик банкрутства, у зв'язку з цим, центральним моментом таких робіт є розробка й реалізація підходу до прогнозування ймовірності банкрутства неплатоспроможних підприємств. Незважаючи на значну кількість праць все ж таки залишаються не розглянутими питання щодо трансакційних витрат діяльності підприємства, що перебуває в умовах неплатоспроможності.

Метою нашого дослідження є вивчення типології трансакційних витрат, що можуть виникати під час діяльності підприємства в умовах неплатоспроможності, як у самого боржника, так і у його контрагентів.

Викладення основного матеріалу дослідження. Одна з перших робіт, присвячених вивченню природи витрат фінансової неспроможності, з'явилася наприкінці 1970-х років. Ворнер у 1977 р. досліджував 11 залізничних компаній з метою оцінки прямих витрат банкрутства. Взявши розмір витрат, пов'язаних із процесом банкрутства, з документів Міжнародної торговельної палати (ICC) і зіставивши їх із сукупною ринковою вартістю заборгованості, яку демонстрували компанії за сім років до порушення справи про банкрутство, Ворнер встановив, що прямі витрати неплатоспроможних підприємств в середньому становлять 1 %, і зростають до 5,3 %, якщо за базу використовувати вартість компаній безпосередньо перед її банкрутством. Автор встановив, що очікувані прямі витрати, пов'язані з неплатоспроможністю підприємств настільки незначні, що їх не можна вважати достатніми для здійснення впливу на формування суми зобов'язань й вибору структури капіталу: "Очікувані прямі витрати банкрутства однозначно менше податкових вигод боргу, які очікуються при даній податковій ставці в стандартних моделях оцінки" [28]. Такий висновок багато в чому зумовлений тим, що Ворнер не брав до розгляду непрямі витрати банкрутства, що може призвести до значного заниження оцінки у порівнянні з дійсними сумами витрат, які несуть підприємства, перебуваючи в стані неплатоспроможності.

Проблематику оцінки прямих витрат продовжив Вайсс у 1990 р. Незважаючи на те, що Вайсс у своїй роботі вказує й на наявність неявних витрат банкрутства, (втрата, що виражається в різних альтернативних витратах, ринкової частки й

зниження вартості запасів, зростання операційних витрат, зниження конкурентноздатності підприємства), він не включає їх у свій аналіз, стверджуючи, що вони не піддаються оцінці. За розрахунками Вайсса на основі даних компаній різних галузей, що пройшли процедуру банкрутства в період з листопада 1979 р. по грудень 1986 р., залежно від вибору оцінки розмірів підприємства витрати банкрутства неплатоспроможного підприємства склали в середньому 20,6 % від ринкової вартості власного капіталу (коливаючись від 2 % до 63,3 %), або 3,1 % від суми балансової вартості зобов'язань й ринкової вартості власного капіталу (діапазон коливань 1 % – 6,6 %). На підставі своїх розрахунків, повторюючи Ворнера, Вайсс погоджується з ним, що прямі витрати не відіграють істотної ролі при виборі підприємствами структури капіталу й не впливають на суму зобов'язань перед кредиторами.

Висновки, отримані Ворнером і Вайссом зазнали критики з боку Альтмана (1982 р.), який вказував на необхідність включення до аналізу неявних витрат банкрутства (втрачені прибутки, які підприємство може уникнути через високу ймовірність банкрутства). Своїм дослідженням Альтман зробив прорив в теорії й практиці оцінки витрат неплатоспроможності, вперше запропонувавши варіант апроксимації неявних витрат банкрутства неплатоспроможних підприємств.

У зв'язку з тим, тому що всі підприємства у вибірці Альтмана мали негативний прибуток, неможливо виразно сказати, які ж саме витрати були оцінені автором - COFD (витрати фінансової нестабільності) або COED (витрати економічної нестабільності). Відповідно застосування оцінених Альтманом витрат банкрутства неплатоспроможного підприємства для визначення оптимальної структури капіталу (що він і робить в своїй роботі) не можна назвати до кінця правильним, тому що в цьому випадку повинні враховуватися тільки ті витрати, які були викликані наслідками фінансових рішень підприємства.

На цей недолік принципу оцінки витрат банкрутства, запропонованого Альтманом, звертають увагу Оплер і Тітмен (1982 р.) у своїй статті "Financial Distress and Corporate Performance" ("Фінансова нестабільність і діяльність корпорацій"). З метою уникнення проблем, пов'язаних з виділенням із загальних витрат неспроможності тих, які можуть бути віднесені саме до фінансової неспроможності, Оплер і Тітмен змінюють методологію проведення дослідження. Вони відібрали галузі, які випробовували "негативні економічні шоки", і в цих галузях проаналізували наслідок "шоків" для підприємств, які характеризувалися високим фінансовим становищем, і підприємств, які більш консервативно підходили до питання боргового фінансування. Своїм дослідженням Оплер і Тітмен проводили тестування наступної гіпотези: "якщо фінансова неспроможність несе в собі витрати, то підприємства з кращим фінансовим становищем повинні нести більш значні операційні втрати".

Основний висновок роботи Оплера і Тітмена можна сформулювати наступним чином: для підприємства розпорядження високим фінансовим становищем є затратним. При цьому автори статті не роблять спроб провести кількісну оцінку COFD. Тобто, вони не вирішують у повній мірі проблему, яку самі підняли, посилаючись на працю Альтмана.

У статті Адлера й Айреса (2001 р.) [6] запропоновані нові механізми оцінки поточної вартості підприємства, що перебуває в умовах неплатоспроможності. По-перше, це "senior dilution" механізм – механізм задоволення вимог старших

кредиторів за рахунок випуску додаткових акцій для молодших кредиторів до моменту виникнення надлишкового попиту на акції за ціною, що відповідає абсолютному пріоритету виплат. І, по-друге, “junior dilution” механізм – механізм задоволення вимог молодших кредиторів за рахунок збільшення розміру боргу старших кредиторів до моменту виникнення надлишкової пропозиції боргу за ціною, що відповідає абсолютному пріоритету виплат. Автори показали, що ці механізми використовують приватну інформацію кредиторів і третіх сторін для розподілу вартості фірми між заявленими вимогами відповідно до правила абсолютного пріоритету виплат.

У статті Хансена й Рандала (1998 р.) [18] запропонований порівняльний аналіз витрат, що виникають під час застосування існуючих у законодавстві США процедур банкрутства (зроблений акцент на процедуру реорганізації (Глава 11)), і витрат, що виникають у випадку застосування аукціонів. Автори прийшли до висновку, що однозначної відповіді про те, який з механізмів (аукціон чи реорганізація) призводить до найменших витрат, немає – кожен з механізмів може бути кращим залежно від сформованих умов. У зв'язку із цим, автори пропонують ухвалювати рішення щодо того, який механізм використати на стадії реорганізації на попередньому ухваленні або відхиленні плану реорганізації.

Підбиваючи підсумок огляду різних аспектів ліквідації й реорганізації, можна сказати, що ця тема досить добре вивчена. Однак слід зазначити, що більшість статей орієнтована на американську економіку й на специфіку американського законодавства про банкрутство, тому що більшість країн у ході розробки процедур реорганізації відштовхувалося від американського законодавства про банкрутство.

Значна кількість дослідників в межах такого підходу сходяться на тому, що універсальної процедури банкрутства не існує. Зокрема, Харт (2000 р.) [19] пише: “Єдиний момент, на якому я загострю увагу – це те, що підхід “усіх під одну гребінку” є помилковим. Тобто, незважаючи на те, що деякі процедури банкрутства можна відкинути як явно погані (непридатні), існує цілий клас процедур, які задовольняють основний критерій ефективності” (Харт, 2000, [19]). Харт підкреслює, що процедура, яка вибирається країною, також може залежати й від інших факторів, наприклад від інституціональної структури країни і її правових традицій. Так само можливий варіант надання підприємствам набору процедур, серед яких вони обирають найбільш прийнятну для себе. Ми б хотіли відзначити, що інституціональна структура країни й правові традиції відіграють одну із ключових ролей у визначенні того, яким чином повинна виглядати оптимальна процедура банкрутства неплатоспроможних підприємств.

Висновки, пропозиції та перспективи подальших досліджень. У визначенні поведінки неплатоспроможного боржника та його контрагентів одну з ключових позицій відіграють трансакційні витрати, пов'язані з неплатоспроможністю підприємств. За основу типології витрат був взятий той же принцип, що й у класифікації Норта та Еггертссона, послідовність виникнення таких витрат щодо розвитку проблеми неплатоспроможності.

Типологія нам дозволить полегшити порівняння й оцінку витрат, а також полегшить побудову моделі. Вона дозволяє зрозуміти, чому сторони не завжди хочуть користуватися послугами судових органів для вирішення подібних конфліктів. В ході дослідження нами систематизовано витрати, що можуть бути понесені зацікавленими особами під час неплатоспроможності боржника (табл. 1).

Таблиця 1. Типологія трансакційних витрат, пов'язаних із проблемою неплатоспроможності підприємств

БОРЖНИК	КРЕДИТОР
<i>Стадія укладання договору (в тому числі боргового)</i>	
<ul style="list-style-type: none"> – витрати на пошук інформації; – витрати на ведення переговорів; – витрати на укладання договору 	
<i>Стадія після укладання договору, виникнення проблеми неплатоспроможності</i>	
<ul style="list-style-type: none"> – витрати на оцінку власного фінансового стану з урахуванням аналізу можливостей виходу зі стану неплатоспроможності; – витрати на складання плану реструктуризації боргу; – витрати на збір інформації щодо існуючих кредиторів (оцінка переговорної позиції кредиторів) 	<ul style="list-style-type: none"> – витрати на збір інформації про фінансовий стан боржника; – витрати на збір інформації щодо існуючих кредиторів, у тому числі: <ul style="list-style-type: none"> ✓ інформації про кількість кредиторів у боржника; ✓ інформації про характер боргів перед усіма кредиторами (забезпечені \ незабезпечені); ✓ якісна інформація про кредиторів
<i>Стадія ініціювання судової процедури</i>	
<ul style="list-style-type: none"> витрати на підготовку пакета документів для звернення до суду, у тому числі: <ul style="list-style-type: none"> – оплата консультаційних послуг; – оплата необхідних зборів у суді; – тимчасові витрати (час на збір документів і час розгляду судом питання про ініціювання процедури) 	
<i>Стадія проведення судової процедури банкрутства неплатоспроможних підприємств</i>	
<ul style="list-style-type: none"> – оплата послуг адвокатів, осіб, що відстоюють права кредитора/боржника на зборах кредиторів і під час розгляду справи в суді; – адміністративні витрати (в тому числі, оплата послуг осіб, які керують підприємством під час банкрутства); – витрати щодо захисту третьою стороною; – падіння вартості підприємства в результаті втрати репутації, пов'язане з участю в процедурі банкрутства 	
<i>Стадія виконання судового рішення</i>	
<ul style="list-style-type: none"> – витрати щодо примусового виконання; – витрати щодо захисту третьою стороною 	
<i>Стадія після завершення справи й виконання рішення</i>	
<ul style="list-style-type: none"> витрати, пов'язані із втратою ділових зв'язків, виключення з неформальних або формальних підприємств 	

Розглянемо виділені типи витрат більш детально. У першу чергу, коли мова йде про вирішення конфліктних ситуацій, потрібно звернутися до стадії виникнення зобов'язань у сторін один перед одним.

Саме на цій стадії визначається те, з якими витратами матимуть справу сторони згодом і те, яким чином вони будуть вирішувати конфліктні ситуації. Тут, на наш погляд, немає особливої специфіки, яка б відрізняла кредитний договір, від звичайного договору, тому типи витрат відповідають тій же класифікації Норта-Еггертссона. Також тут відсутній розподіл на витрати для боржника й кредитора, тому що обидві сторони будуть нести ці типи витрат.

Наступна стадія відноситься до постдоговірних взаємовідносин. Такий тип витрат буде відрізнятися для кредитора й для боржника. Це пов'язано з тим, що сторони мають асиметричну інформацію про виникнення проблеми неплатоспроможності. Як зазначалося вище, боржник першим дізнається про наявність проблеми неплатоспроможності, у той час як кредитору для того, щоб про це дізнатися завчасно, як правило, необхідно понести додаткові витрати

(витрати зі збору інформації про фінансовий стан боржника). Крім інформації про можливість виникнення ситуації неповернення боргу кредиторі необхідно знати загальну кількість кредиторів у боржника, які переговірні позиції в інших кредиторів, на який відсоток повернення боргу можна очікувати. Така інформація необхідна кредиторі для розробки оптимальної стратегії своєї поведінки в переговорах з боржником про план реструктуризації боргу, а також у прийнятті рішення щодо ініціювання процедури банкрутства проти неплатоспроможного боржника.

Незважаючи на те, що боржник, як правило, має більшу інформацію про свій стан на відміну від кредитора, він теж змушений нести додаткові витрати. Витрати боржника випливають із необхідності передбачити вихід зі сформованої ситуації. Боржник повинен проаналізувати всі можливі варіанти розвитку подій, оцінити свої витрати й вигоди та ухвалити рішення щодо необхідності розробки плану реструктуризації боргу й про ведення переговорів із кредиторами, або про залучення третьої сторони для вирішення проблеми неплатоспроможності.

Залежно від того, хто ініціює процедуру банкрутства неплатоспроможного боржника, той несе більший обсяг витрат на цій стадії. Як правило, процедуру банкрутства може ініціювати і боржник, і кредитори. Перш ніж, процедура буде ініційована, одна зі сторін повинна зібрати відповідний пакет документів для звернення до суду. На основі повного пакету документів суд приймає рішення про відкриття процедури або про відмову у відкритті процедури через недостатність підстав або через неправильне оформлення документів.

Процедура банкрутства, як і будь-яка судова процедура, пов'язана з рядом витрат для всіх учасників справи. У першу чергу обом сторонам потрібні представники в суді та на зборах кредиторів, щоб представляти їх інтереси; по-друге, існує ряд адміністративних витрат, які повинні бути оплачені. Як правило, адміністративні витрати віднімаються з вартості майна підприємства-банкрута, однак відповідно до більшості нормативних документів про банкрутство такі витрати віднімаються до повернення коштів кредиторам, тому окремі науковці їх розглядають, як непрямі витрати кредиторів. По-третє, через можливість недосконалості судової системи, можуть виникати витрати із захисту третьою стороною, тобто витрати, викликані діями третьої сторони, яка не є кредитором або боржником (не правочинні дії представників державних органів, корупція в суді тощо). Крім цього як для підприємства-кредитора, так і для підприємства-боржника можливе падіння вартості та конкурентоспроможності підприємства викликане участю в процедурі банкрутства. Такий вид витрат, як правило, погано піддається вимірюванню.

Витрати, пов'язані з виконанням судового рішення, ключову роль, як правило, відіграють у країнах з нерозвиненою судовою системою, у ситуаціях, коли судові рішення не сприймаються економічними агентами, як обов'язкові до виконання.

Наслідки участі в судовому процесі в справі про банкрутство неплатоспроможного боржника можуть позначатися на діловій активності підприємств і боржників і кредиторів уже після завершення судового процесу. Це може бути пов'язане зі специфікою неформальних норм, прийнятих у тій або іншій країні. Відомі, наприклад, випадки осудження звернення до судових інстанцій для вирішення проблеми. Потенційні партнери можуть відмовитися укладати договори з підприємствами, що приймали участь в судових розглядах.

Розмір витрат, як правило, залежить від того, яку мету, законодавці вкладали в закон під час його розробки. Наприклад, чим більше закон дає можливостей для реструктуризації підприємства й для відновлення платоспроможності, тим більше витрат несе кредитор, пов'язаних із провадженням у справі про банкрутство неплатоспроможного боржника. Зокрема через те, що в цьому випадку збільшується тривалість перебування підприємства-боржника в процедурі банкрутства, а це у свою чергу збільшує мультиплікативно витрати на оплату різних консультантів.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Бригхем Ю. Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс в 2-х томах. / Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева – СПб.: Экономическая школа, 1997. – 497 с. – 669 с.
2. Брэлли Р. Майерс С. Принципы корпоративных финансов. / Пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 1997. – 1087 с.
3. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 799 с.
4. Подколзина Елена Анатольевна. Формирование института банкротства в России: стимулы и поведение участников процедуры банкротства: стимулы и поведение участников процедуры банкротства :диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.01 Москва, 2007. – 175 с.
5. Протасевич Роман Владимирович. Стратегии инвесторов в условиях финансовой неустойчивости компании : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Протасевич Роман Владимирович; [Место защиты: Гос. ун-т – Высш. шк. экономики]. – Москва, 2008. – 144 с.
6. Adler, B., Ayres, E. Valuing Corporations in Bankruptcy Through Diluted Securities in a Fixed-Price Auction. Working Paper of MIT, 2001.
7. Aghion, Ph., Hart, O., and Moore, J. The economics of Bankruptcy Reform // Journal of Law, Economics and Organization, 1992, Vol. 8, pp. 523–546.
8. Altman E.I. Hotchkiss E. Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt. – 3rd ed. – Hoboken, N.J.: John Wiley and Sons, 2006. – 368 p.
9. Altman, E. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question // Journal of Finance, 1984, № 39, pp. 1067–1089.
10. Altman, E. Corporate Financial Distress and Bankruptcy, John Wiley, New York, 1993.
11. Ang, J., Chua, J. and McConnell, J. The administrative costs of corporate bankruptcy: A note // Journal of Finance, 1982, № 37, pp. 219–226.
12. Baird, D. The Hidden Values of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms. Manuscript. Chicago: Univ. Chicago, Law School, 1995.
13. Baxter N.D. Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. // The Journal of Finance, Vol. 22, №3 (Sep. 1967). – pp. 395-403.
14. Betker, B. The administrative Costs of Debt Restructurings, mimeo, 1995.
15. Branch B. The costs of bankruptcy. A review. // International Review of Financial Analysis, Vol. 11, №1 (2002). – pp. 39–57.
16. Bris A. Welch I. Zhu N. The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 11 Reorganization. // The Journal of Finance, Vol. 61, №3 (June 2006). – pp. 1253-1303.

17. *Gilson, S., John K., Lang, L.* Troubles Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default // *Journal of Financial Economics*, 1990, Vol. 26, pp. 315 – 353.
18. *Hansen, R.G. and Randall, S. Th.* Auctions in Bankruptcy: Theoretical Analysis and Practical Guidance // *International Review of Law and Economics*, 1998, Vol. 18, pp. 159 – 185.
19. *Hart, O.* Different Approaches to Bankruptcy. NBER Working Papers 7921, National Bureau of Economic Research, 2000.
20. *Kim E.H.* A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. // *The Journal of Finance*, Vol. 33, №1 (March 1978). – pp. 45-63.
21. *Kraus A. Litzenberger R.H.* A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. // *The Journal of Finance*, Vol. 28, №4 (Sep. 1973). – pp. 911-922.
22. *McMillan, H., Nachtmann, R. and Philips–Patrick, F.* Costs of reorganizing under Chapter 11: Some evidence from the 1980's. U.S. Securities and Exchange Commission, Working Paper, 1991.
23. *Modigliani F. Miller M.H.* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. // *The American Economic Review*, Vol. 48, №3 (June 1958). – pp. 261-297.
24. *Scott J.H.* A Theory of Optimal Capital Structure. // *The Bell Journal of Economics*, Vol. 7, №1 (Spring 1976). – pp. 33-54.
25. *Senbet, L., and Seward, J.* Financial Distress, Bankruptcy and Reorganization; in R. Jarrow, and V. Maksimovic, and W. Ziemba, eds.: *Handbook of Finance* (North-Holland, Amsterdam), 1995.
26. *Stiglitz J.E.* Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and
27. Take-overs. // *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 3, №2 (Autumn 1972). – pp. 458-482.
28. *Warner J.* Bankruptcy Costs: Some Evidence / *Journal of Finance*, 1977, № 32, pp. 337—347.
29. *Warner, J.* Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims // *Journal of Financial Economics*, 1977, Vol. 4, pp. 239-276.
30. *Weiss, L.* Bankruptcy Resolution: Direct costs and the Violation of Priority of Claims // *Journal of Financial Economics*, 1990, Vol. 27, pp. 285-314.
31. *White, M.* The Costs of Corporate Bankruptcy: The US – European Comparison. Manuscript. Ann Arbor: Univ. Michigan, Department of Economics, 1993.

СТОЛЯРЕНКО Олена Миколаївна – кандидат економічних наук, доцент кафедри бухгалтерського обліку Житомирського державного технологічного університету.

Стаття надійшла до редакції 17.09.11 р.