

КОНЦЕПЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В СОВРЕМЕННОЙ ТЕОРИИ ФИНАНСОВ

© 2016 ЧЕРНЕНКО Д. Д.

УДК 336.012.23

Черненко Д. Д. Концепция структуры капитала в современной теории финансов

Статья предлагает критический взгляд на использование понятия структуры капитала в постсоветских странах. Это понятие было заимствовано формально, без полного понимания идей и концепций, на которых оно основано. Вследствие этого понятие структуры капитала часто путают как со структурой активов, так и с финансовой структурой. В статье систематизированы ключевые черты концепции структуры капитала, имеющие значение для эмпирических исследований, и показана связь этого понятия с финансовой концепцией капитала. Определена важность рассмотрения капитала с точки зрения инвесторов, поскольку это согласуется с теориями оценки стоимости фирмы и стоимости капитала. Обоснована невозможность сведения оптимизации структуры капитала к расчету набора бухгалтерских коэффициентов. Выводы статьи также поддерживают идею об одновременном использовании балансовых и рыночных показателей структуры капитала, что может сделать результаты исследований более надёжными и облегчить их сравнение с остальными.

Ключевые слова: структура капитала, финансовая структура, структура капитализации, инвестированный капитал, финансовый капитал, современные финансы.

Рис.: 3. **Табл.:** 1. **Библ.:** 18.

Черненко Демид Дмитриевич – аспирант кафедры корпоративных финансов и контроллинга, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (пр. Победы, 54/1, Киев, 03680, Украина)

E-mail: demchern@gmail.com

УДК 336.012.23

UDC 336.012.23

Черненко Д. Д. Концепція структури капіталу у сучасній теорії фінансів

Chernenko D. D. The Conception of Structure of Capital in the Modern Finance Theory

Стаття пропонує критичний погляд на використання поняття структури капіталу в пострадянських країнах. Це поняття було запозичене формально, без повного розуміння ідей і концепцій, на яких воно засноване. Внаслідок цього поняття структури капіталу часто плутають як зі структурою активів, так і з фінансовою структурою. У статті систематизовано ключові риси концепції структури капіталу, що мають значення для емпіричних досліджень, і показано зв'язок цього поняття з фінансовою концепцією капіталу. Визначено важливість розгляду капіталу з точки зору інвесторів, оскільки це узгоджується з теоріями оцінки вартості фірми і вартості капіталу. Обґрунтовано неможливість зведення оптимізації структури капіталу до розрахунку набору бухгалтерських коефіцієнтів. Висновки статті також підтримують ідею про одночасне використання балансових і ринкових показників структури капіталу, що може зробити результати досліджень більш надійними і полегшити їх порівняння з іншими.

The article offers a critical look at the usage of notion of capital structure in the post-Soviet countries. This notion was adopted in formalistic manner, without full understanding of the ideas and conceptions, on which it is based. As a consequence, the notion of structure of capital is often confused with the structure of assets or the financial structure. The article systematizes key features of the conception of structure of capital, relevant to empirical studies, and shows the relationship of the specified notion with the financial conception of capital. Importance of considering capital from an investor perspective has been determined, because this is consistent with theories of valuation of company and the capital value. Impossibility of simplifying the optimization of structure capital down to calculation of a set of accounting ratios has been substantiated. The conclusions of the article also support the idea of simultaneous use of balance and market indicators of structure of capital that can provide more reliable research results and ease comparison of them with other findings.

Ключові слова: структура капіталу, фінансова структура, структура капіталізації, інвестований капітал, фінансовий капітал, сучасні фінанси.

Keywords: structure of capital, financial structure, structure of capitalization, invested capital, financial capital, modern finance.

Рис.: 3. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 18.

Fig.: 3. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 18.

Черненко Демид Дмитрович – аспирант кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03680, Україна)

Chernenko Demid D. – Postgraduate Student, Department of Corporate Finance and Controlling, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03680, Ukraine)

E-mail: demchern@gmail.com

E-mail: demchern@gmail.com

Структура капитала на протяжении многих лет остаётся одним из наиболее обсуждаемых вопросов в финансовой науке. Так, по подсчётам Д. Дениса, каждая десятая статья трёх ведущих финансовых журналов в той или иной степени связана со структурой капитала [6, с. 632]. При этом в западной литературе используются различные способы расчёта структуры капитала, отображающие многообразие его форм.

В постсоветской (и в особенности отечественной) литературе понятие структуры капитала заимствовано исключительно формально. Лишь немногие исследователи используют различные показатели структуры, следуя общепринятой концепции (например, М. Ко-

рева [11]). Большинство авторов использует только самый простой способ расчёта – бухгалтерский – и основанный на наиболее широком определении структуры. Как правило, он используется как самоочевидный, даже без упоминаний о возможных альтернативах. Однако данный способ плохо согласуется с ключевыми финансовыми теориями (стоимости капитала и оценки стоимости фирмы), а потому не может быть единственным. В результате, работы большинства авторов не соответствуют мировой практике и обладают малым прикладным значением.

Цель статьи – систематизировать концепцию структуры капитала в современной теории финансов, выявить

её ключевые признаки и прикладное значение для эмпирических исследований.

Ключевые аспекты концепции структуры капитала представлены в классических и современных работах зарубежных авторов, таких как Х. Бейкер и Дж. Мартин [2], Р. Брейли и др. [3], Р. Брюнер и др. [4], Д. Денис [6], М. Франк и В. Гойал [7], М. Миллер и Ф. Модильяни [12], М. Майерс [13], Дж. Петти и Ш. Титман [15], Р. Раджан и Л. Зингалес [16], С. Росс, Р. Вестерфилд, и Б. Джордан [17], Дж. Ван Хорн и Дж. Вачовиц [18]. Также можно выделить работы, позволяющие более чётко отделить нефинансовые концепции капитала от финансовой: А. Коэна и Дж. Харкурта [5], Дж. Хикса [8], Дж. Ходжсона [9], и К. Нобса [14].

Концепция – система взглядов, отображающая ключевую идею определённого понятия. Структура капитала, как аналитическое понятие, основана на более общем – понятии капитала в финансах. В постсоветской литературе в этом вопросе наблюдается значительная путаница, связанная с некритическим заимствованием разнородных теорий и концепций. В. Ковалев справедливо отмечает, что исследователи «...часто заимствуют понятия из смежных областей, не особенно задумываясь над их смыслом» [10, с. 4].

Следует отметить, что предметом рассмотрения концепции структуры капитала является капитал в его экономическом (хозяйственном) смысле. Это уточнение необходимо чтобы чётко отделить многочисленные концепции неэкономического капитала. Так, в социологии создано более 20 концепций капитала [9, с. 1075], таких как культурный, социальный, символический, академический и другие. Создали свои концепции и другие науки, такие как политология (политический капитал, административный капитал), психология (социально-психологический) и даже экология (экологический капитал). Кроме того, в самой экономической науке применяется ряд концепций неэкономического капитала: человеческий (*human*), интеллектуальный (*intellectual*), информационный (*information*), структурный (*structural*), отношенческий (*relational*), потребительский (*consumer*).

Появление всех этих концепций привело к тому, что сам термин «капитал» стал восприниматься как обо-

значение некоторого ресурса. С этой точки зрения капитал в экономическом понимании будет только одним из многих ресурсов, которые можно конвертировать друг в друга. Тем не менее, только на экономический капитал возможно существование прав собственности. Поэтому Дж. Ходжсон справедливо отмечает, что «человеческий капитал» можно считать капиталом только в одном случае: если речь идёт о рабах [9, с. 1074]. Таким образом, человеческий капитал является ресурсом, но не является капиталом в экономическом понимании.

Капитал в ходе кругооборота принимает различные формы (рис. 1), что позволяет рассматривать его с различных позиций. Однако это не является дискуссией о «сущности капитала», распространённой в отечественной литературе. Например, И. Бланк утверждает, что «научная мысль не выработала универсального определения капитала» [1, с. 11]. Однако вопрос «универсального определения» неинтересен науке (в отличие от ранней политэкономии): каждой области исследования требуется конкретное определение, отвечающее её специфике. Более того, сам И. Бланк хорошо это показывает, давая точное определение структуре капитала [1, с. 45], что было бы невозможно без опоры на конкретное определение капитала.

Многообразие форм капитала можно свести к двум основным (активы и фонды), что находит отражение в двух ключевых концепциях капитала: физической и финансовой [10, с. 4] (табл. 1). У Дж. Хикса можно встретить такие термины, как фондизм (*fundism*, финансовая концепция) и материализм (*materialism*, физическая концепция) [8, с. 309]. В экономике преобладает взгляд на капитал как на активы [9, с. 1063; 14, с. 425], а в финансовых науках – как на фонды [14, с. 435]. К данным концепциям могут быть сведены и все исторические теории: Дж. Хикс отмечает, что классической политэкономии и марксизму был характерен фондизм, в то время как неоклассической экономике – материализм [8, с. 309].

Финансовую и физическую концепции можно рассмотреть как разложение бухгалтерского взгляда [10, с. 4; 14, с. 434] на две части: правило двойной записи предполагает учёт всех форм капитала. Тем не менее, такая интерпретация не всегда допустима: часто капитал рас-



Рис. 1. Формы экономического капитала в ходе его кругооборота

Ключевые концепции капитала в современной экономике

	Физическая (материализм)	Финансовая (фондизм)
Определение капитала	Капитал как активы либо их часть (<i>капитальные активы</i>)	Капитал как <i>фонды</i> (сумма стоимостей), либо их часть
Форма капитала	Материальная и нематериальная	Финансовая
Отображение процесса	Вложение капитала	Привлечение и наращивание капитала
Способы измерения	Натуральная и денежная оценка	Только денежная оценка
Ключевая черта капитала	Фактор производства (производственный ресурс)	«Самовозрастающая стоимость» (инвестиционный ресурс)
Сфера использования	Микро- и макроэкономика	Финансовые науки и бизнес

Источник: составлено автором.

считается в более узких интерпретациях: не все активы или фонды, а только их часть. Так, в физической концепции капитал чаще всего определяется как «запас реальных товаров, которые могут производить дополнительные товары (или услуги) в будущем» [8, с. 308]. Таким образом, определение сужается до основного капитала, который рассматривается как один из трёх факторов производства, где два других (природный и человеческий капитал, «земля» и «труд») представлены в оборотных активах.

С физической концепцией связан ряд жарких дискуссий («*capital controversies*»), которые отечественные авторы ошибочно воспринимают как признаки дискуссионности понятия капитала. Так, наиболее известны споры начала XX века (Бём-Баверк, Веблен, Кларк, и Фишер), 1930-х гг. (Хайек, Найт, и Калдор), и 1950–70-х гг. («дискуссия двух Кембриджей» – Срафф, Робинсон, Пазинетти, Гареньяни, Самуэльсон, Солоу, Блисс, Хан, Блауг, и Харкурт). Однако эти дискуссии оттачивались от одного понимания капитала (последние две – физического, первая – финансового [8, с. 309]), и пытались решить связанные с ним проблемы. Для последней и самой известной дискуссии основными вопросами были оценка капитала, отдача от капитала, его накопление, и его роль в рыночном равновесии [5, с. 211]. При этом основным вопросом была главная проблема физической концепции – оценка капитала: материальные активы неоднородны, из-за чего требуется использовать их стоимостную (денежную) оценку. Любой способ такой оценки (приведенная стоимость выпуска, либо издержки производства) создаёт замкнутый круг, поскольку требует процентной ставки, задающейся эндогенно (в зависимости от количества капитала).

В. Ковалев отмечает необходимость чёткого понимания «...в рамках какой концепции ведутся рассуждения» [10, с. 4]. В финансовой теории понятие капитала основано на финансовой концепции, в то время как физическую традиционно обозначает понятие активов. В то же время, в рамках одной и той же концепции возможны различные точки зрения на капитал. Так, с позиций собственников капитал следует рассматривать как рыночную стоимость собственного капитала фирмы (балансовые данные приобретают смысл только при их

сравнении с рыночными). Т. е. для листинговых фирм (акции которых котируются на бирже) это их рыночная капитализация (*market capitalization*), а для всех остальных – рыночная оценка, осуществлённая оценщиком.

Однако ключевая для финансовой теории – точка зрения инвесторов (кредиторов и акционеров). С этой позиции капитал рассматривается как *инвестированный* в фирму *капитал* (*invested capital*). Также может применяться термин используемый капитал (*employed capital*) [4, с. 14], хотя он часто используется в более специфическом значении: требуемый для функционирования бизнеса капитал. *Инвестированный капитал*, как правило, меньше общей суммы пассивов, поскольку показывает только ту их часть, которая создаёт стоимость фирмы (поэтому на его основе и рассчитывается этот показатель, *рис. 2*). Также следует отметить, что некоторые виды финансирования, не отраженные в пассивах (балансе), могут быть приравнены к инвестированному капиталу. Это забалансовые обязательства, которые заменяют долгосрочное финансирование (аренда, гарантии по кредитам, и т. п.). Однако такая ситуация характерна лишь для немногих предприятий, и учесть этот аспект может только инсайдер (менеджер фирмы), поэтому в большинстве случаев его можно опустить.

В самом общем виде структура капитала определяется как соотношение собственного и заёмного капитала, соответствующее долгосрочным целям компании [11, с. 12]. Таким образом, это понятие гипотетически может быть основано и на бухгалтерской точке зрения (доминирующей в постсоветской литературе). Тем не менее, бухгалтерская позиция (капитал как все пассивы) не соответствует современной финансовой теории, которая основана на точке зрения инвесторов (капитал как инвестированный капитал). Это связано с рядом причин: *во-первых*, она позволяет рассматривать только долгосрочную стратегию фирмы, поскольку исключает из рассмотрения краткосрочные финансовые решения. Такие решения имеют принципиально отличный характер: они обслуживают операционную деятельность предприятия, и определяются кратковременными факторами (конъюнктура рынка, сезонность, и т. п.). Из-за этого имеет больший смысл рассматривать их вместе с

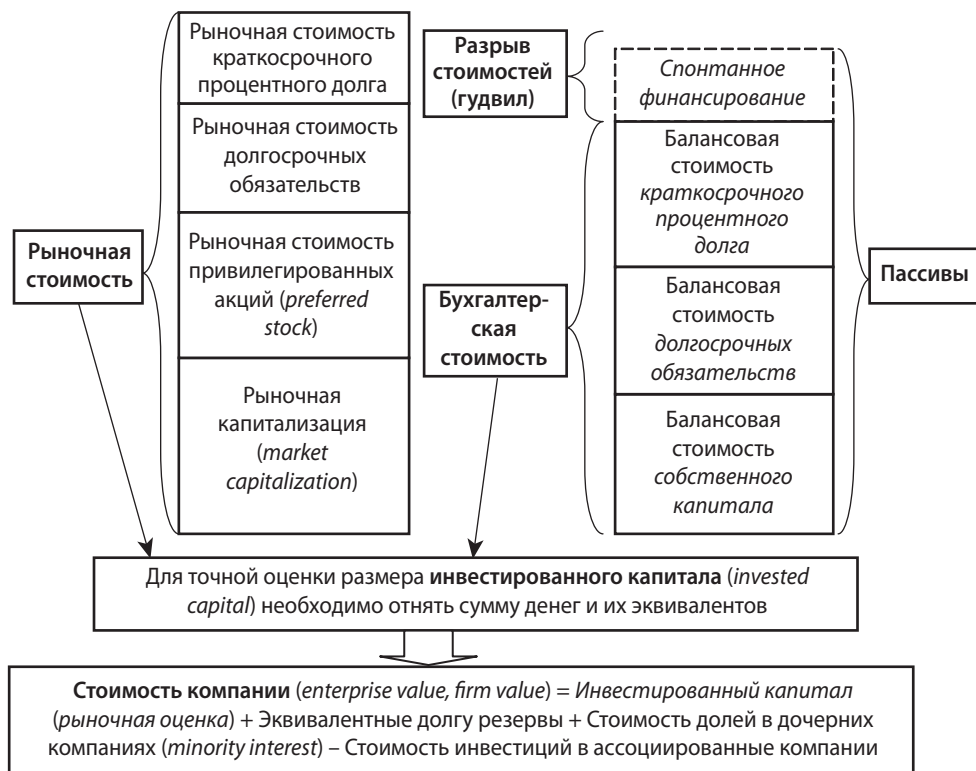


Рис. 2. Состав инвестированного капитала (ситуация превышения рыночной стоимостью балансовой)

управлением необоротными активами (что и делается в рамках концепции рабочего капитала). Во-вторых, понятие инвестированного капитала согласуется с теорией оценки стоимости фирмы (что было показано выше, см. рис. 2). В-третьих, только эта позиция соответствует теории стоимости капитала [4, с. 13], поскольку позволяет отображать стоимость капитала для инвесторов. Взгляд на капитал как на инвестированный капитал прослеживается и в смежной терминологии: например, в разделении финансовых рынков на рынки денег (*money market*) и капитала (*capital market*).

Инвестированный капитал как аналитический показатель может быть также рассчитан и на основе показателя активов (операционный подход; основной капитал плюс чистый рабочий капитал). Однако концепция структуры капитала основывается не на формальном способе расчета, а на сущности – отображении источников финансирования деятельности и будущего роста фирмы (создающих её стоимость). Для этого следует отличать *инвестированный капитал* от *спонтанного финансирования* (*spontaneous financing*), которое появляется в результате ежедневных операций фирмы [18, с. 282] и обслуживает её операционную деятельность.

Спонтанное финансирование включает транзитные источники финансирования (кредиторская задолженность, начисления по текущим обязательствам) и недолговые обязательства (краткосрочные резервы, доходы будущих периодов). Из-за принципиальных отличий этих пассивов от остальных некоторые авторы даже не относят их к финансированию фирмы [16, с. 1428]. Традиционным критерием их отделения от остальных является начисление процентов [2, с. 193; 4,

с. 13]: краткосрочный процентный долг следует учитывать в инвестированном капитале, а беспроцентный – в составе спонтанного финансирования. Однако следует отметить, что существует один долгосрочный вид финансирования, который обладает некоторыми чертами спонтанного финансирования (отложенные налоговые обязательства, т. е. отложенный налог на прибыль). Однако его традиционно относят к инвестированному капиталу, поскольку любого долгосрочного кредитора (в этом случае – государство или налоговая служба) можно считать инвестором фирмы.

В концепции структуры капитала часто используется более жёсткий критерий (чем описанный выше), предполагающий учёт в составе капитала исключительно долгосрочного долга (иногда его применяют и при расчётах стоимости капитала [2, с. 193]). Отсюда структура капитала определяется как соотношение собственного капитала и долгосрочного долга [3, с. 4; 15, с. 555; 17, с. 509; 18, с. 452]. При этом под долгосрочным долгом (*long-term debt*) может пониматься долгосрочный процентный долг [11, с. 97], а не все долгосрочные обязательства (*long-term liabilities*). Однако это уточнение несущественно в большинстве случаев, ведь в составе долгосрочного долга, как правило, преобладает процентный. Помимо этого, беспроцентный долгосрочный долг часто может быть приравнен к собственному капиталу (займы от собственников, резервы), хотя и не во всех случаях (пенсионные обязательства перед работниками, отложенный налог на прибыль).

Однако более жёсткий критерий, используемый в западных странах, вовсе не обязательно соответствует практике развивающихся. Так, М. Кокорева отмечает, что в развивающихся странах фирмы склонны исполь-

зовать краткосрочные источники финансирования для долгосрочных целей [11, с. 97]. Это придаёт актуальности более широкому определению, включающему краткосрочный процентный долг. Таким образом, в условиях постсоветских стран **структуру капитала** (или *структуру капитализации – capitalization structure*) можно определять как соотношение собственного капитала, долгосрочного долга и краткосрочного процентного долга компании.

В отличие от структуры капитала, структуру всех источников финансирования активов обозначает понятие **финансовой структуры** (*financial structure – рис. 3*). В постсоветских исследованиях «структурой капитала» обычно называют именно финансовую структуру (например, такое определение даёт И. Бланк [1, с. 45]). Как уже указывалось выше, данное определение делает невозможным использование теории стоимости капитала, и плохо согласуется с принципами оценки стоимости фирмы. Тем не менее, показатель финансовой структуры часто используется в исследованиях наряду с показателями структуры капитала: как в классических [16, с. 1428], так и современных [11, с. 153]. Однако не все авторы выделяют понятие финансовой структуры отдельно. Многие используют его как синоним структуры капитала, рассматривая краткосрочные финансовые решения *исключительно* в рамках управления рабочим капиталом: например, С. Росс, Р. Вестерфилд, и Б. Джордан [17, с. 508], Дж. Ван Хорн и Дж. Вачовиц [18, с. 13].

Также следует отметить, что в литературе встречается определение структуры капитала как «соотношения ценных бумаг». Однако это определение отображает не структуру капитала на практике, а её отображение в теоретических моделях. Его можно обнаружить, например, в теореме Миллера-Модильяни [12, с. 265–267]. Такие упрощения жизненно необходимы для создания

теоретических моделей, но их использование относительно структуры капитала в реальном мире будет не вполне корректным. Кроме того, определения структуры капитала как «сочетания ценных бумаг и [других] источников финансирования...» (М. Майерс [13, с. 81]) являются типичными для западных авторов. Однако в условиях постсоветских стран (малая ликвидность фондовых рынков и незначительная доля ценных бумаг в структуре) они выглядят достаточно странно.

Важной составляющей концепции структуры капитала является финансовое понимание процесса управления (оптимизации). В отличие от бухгалтерского понимания, этот процесс не может быть сведён к оптимизации каких-либо бухгалтерских коэффициентов, поскольку связан с неотображёнными в бухгалтерской отчётности факторами. Теорема Миллера-Модильяни [12] указывает на эти фундаментальные факторы, из-за которых структура капитала становится релевантной: налоги, издержки банкротства, асимметрия информации, агентские издержки, и транзакционные издержки. Из всего перечисленного прямо просчитать можно только налоговые выгоды, причём даже это может оказаться непростой задачей (из-за существования многочисленных недолговых налоговых щитов).

Финансовый подход также означает выбор в качестве критерия максимизации стоимости фирмы, а не рентабельности. Миллер и Модильяни однозначно указывают, что основываясь на критерии рентабельности невозможно учесть риск: «каждому решению фирмы соответствует целый спектр возможных и исключающих друг друга значений прибыли, с которыми невозможно ничего сделать, кроме как сопоставить некоторое субъективное распределение вероятностей. Иными словами, прибыль становится случайной переменной, а её максимизация теряет чёткий операционный смысл...» [12, с. 263]. Таким образом, в задаче оптимизации структуры капитала невозможно ориентироваться на критерий



Рис. 3. Сравнение понятий финансовой структуры и структуры капитала

рентабельности, а саму задачу оптимизации нельзя сводить к расчету набора бухгалтерских коэффициентов.

Основным дискуссионным вопросом, связанным с концепцией структуры капитала, является выбор между балансовыми (бухгалтерскими) и рыночными показателями структуры [2, с. 31]. В большинстве вопросов корпоративных финансов выбор рыночного показателя предпочтительнее из-за существования существенного разрыва стоимостей, отображающего оценку компании рынком (гудвил фирмы). Обычно такой разрыв положительный (кроме хронически убыточных и новых предприятий) и тесно связан с неэкономическими «капиталами» (ресурсами) фирмы. Однако в эмпирических исследованиях структуры капитала выбор рыночного показателя является дискуссионным. Консенсус достигнут только относительно отказа от расчетов рыночной стоимости долга (при использовании рыночного показателя) [11, с. 84].

М. Франк и В. Гойал отмечают, что балансовые и рыночные показатели принципиально отличны – первые отображают прошлые события, а вторые «смотрят в будущее» [7, с. 171]. Соответственно, бухгалтерские показатели подвергаются критике за отображение исключительно исторических уровней капитала [11, с. 84], игнорирование текущих условий фирмы, и переоценку значения эмиссий акций [2, с. 30]. В то же время рыночная стоимость компании волатильна, и во многом неподконтрольна самой компании. Помимо этого, менеджеры склонны концентрировать внимание на балансовой стоимости, поскольку она позволяет контролировать обеспеченность долга активами [11, с. 84].

Для постсоветских стран аргументы в пользу балансовых показателей являются более весомыми, особенно с учетом низкой ликвидности фондовых рынков. Тем не менее, с учетом большей распространённости рыночных показателей [7, с. 171], рациональным является использование и тех, и других. Это может не только сделать результаты исследований более надёжными, но и облегчить сравнительный анализ разных исследований. Однако в постсоветской литературе исследования, использующие рыночную оценку капитала, очень немногочисленны. Так, все отечественные исследователи не только игнорируют рыночные показатели, но даже не упоминают возможность их использования в исследованиях.

ВЫВОДЫ

В рамках концепции структуры капитала капитал рассматривается с экономических позиций, в финансовой форме, и с точки зрения инвесторов – как используемый, или инвестированный капитал. *Экономическая позиция* включает рассмотрение капитала, на который существуют права собственности, а не всех возможных ресурсов (неэкономические «капиталы»: человеческий, потребительский, и т. п.). *Финансовая форма* предполагает выбор финансовой концепции капитала, т. е. его понимание как фондов, а не активов (в отличие от физической концепции). *Точка зрения инвесторов* (акционеров и кредиторов) предполагает рассмотрение капитала как инвестированного ими капитала. Выбор этой точки

зрения связан с рядом преимуществ: 1) возможностью рассматривать долгосрочную стратегию фирмы; 2) согласованность с теорией оценки стоимости фирмы; 3) соответствие теории стоимости капитала.

Классическое определение *структуры капитала* (или «структуры капитализации») обозначает соотношение собственного капитала и долгосрочного долга. В условиях развивающихся стран из-за использования краткосрочных источников в долгосрочных целях также возможно другое определение: соотношение собственного капитала, долгосрочного долга, и краткосрочного процентного долга. Структура капитала показывает долгосрочную стратегию финансирования компании, в отличие от краткосрочной, представленной понятием *финансовой структуры*. *Финансовая структура* (или структура источников финансирования) обозначает структуру всех источников финансирования активов.

Важной составляющей концепции структуры капитала является финансовое (а не бухгалтерское) понимание процесса его управления. Это означает выбор стоимости фирмы (а не рентабельности) в качестве критерия оптимизации. Помимо этого, задача оптимизации не может быть сведена к расчету набора бухгалтерских коэффициентов, поскольку связана с факторами, которые по ним невозможно оценить: издержки банкротства, асимметрия информации, агентские издержки, транзакционные издержки. Ещё одним важным, но проигнорированным большинством авторов аспектом является выбор между балансовыми и рыночными показателями (отображающими соответственно бухгалтерскую и рыночную оценку капитала). Хотя для постсоветских стран аргументы в пользу балансовых показателей являются более весомыми, можно рекомендовать использование как рыночных, так и балансовых, поскольку это делает результаты исследований более надёжными и облегчает их сравнение с остальными. ■

ЛИТЕРАТУРА

1. **Бланк И. А.** Управление формированием капитала: научное издание / И. А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2000. – 508 с.
2. **Baker, H. K.** Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice / Baker H. K., Martin G. S. – John Wiley & Sons, 2011. – 504 p.
3. **Brealey, R.** Principles of Corporate Finance / R. Brealey, S. Myers, F. Allen. – McGraw-Hill, 2014. – 11th Edition. – 1005 p.
4. **Bruner, R. F.** Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis / R. F. Bruner, K. M. Eades, R. S. Harris, R. C. Higgins // Financial Practice and Education. – 1998. – Vol. 8. – P. 13–28.
5. **Cohen, A. J.** Retrospectives: whatever happened to the Cambridge capital theory controversies? / A. J. Cohen, G. C. Harcourt // The Journal of Economic Perspectives. – 2003. – Vol. 17. – № 1. – P. 199–214.
6. **Denis, D. J.** The persistent puzzle of corporate capital structure: Current challenges and new directions / D. J. Denis // Financial Review. – 2012. – Vol. 47. – № 4. – P. 631–643.
7. **Frank, M. Z.** Trade-off and pecking order theories of debt / M. Z. Frank, V. K. Goyal // Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. – 2011. – Vol. 2. – P. 135–202.
8. **Hicks, J.** Capital controversies: ancient and modern / J. Hicks // The American economic review. – 1974. – Vol. 64. – No. 2. – P. 307–316.

9. Hodgson, G. M. What is capital? Economists and sociologists have changed its meaning: should it be changed back? / G.M.Hodgson//Cambridge Journal of Economics. – 2014. – Vol. 38. – No. 5. – P. 1063–1086.

10. Ковалев В. В. Проблема понятийной неопределенности в прикладной экономике / В. В. Ковалев // Вестник Санкт-Петербургского университета. – 2012. – Т. 5. – № 1. – С. 3–19.

11. Кокорева М. С. Формирование структуры капитала компаниями на развивающихся финансовых рынках : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Кокорева Мария Сергеевна. – М., 2012. – 213 с.

12. Modigliani, F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment / F. Modigliani, M. H. Miller // The American economic review. – 1958. – Vol. 48. – No. 3. – P. 261-297.

13. Myers S. C. Capital Structure/ S.C. Myers // Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol. 15. – № 2. – P.81-102.

14. Nobes, C. Accounting for capital: the evolution of an idea / C. Nobes // Accounting and Business Research. – 2015. – Vol. 45. – No. 4. – P. 413–441.

15. Petty, J. W. Financial Management: Principles and Applications / J. W. Petty, Sh. Titman, A. J. Keown. – Pearson Higher Education, 2011. – 6th Edition. – 748 p.

16. Rajan, R. G. What do we know about capital structure? Some evidence from international data / R. G. Rajan, L. Zingales // The Journal of Finance. – 1995. – Vol. 50. – No. 5. – P. 1421–1460.

17. Ross, S. Fundamentals of Corporate Finance: Standard Edition / S. A. Ross, B. Jordan, R. W. Westerfield. – McGraw Hill Create, 2010. – 9th Edition. – 708 p.

18. Van Horne, J. C. Fundamentals of Financial Management / James C. Van Horne, John Martin Wachowicz. – Pearson Higher Education, 2009. – 13th Edition. – 719 p.

Научный руководитель – Ушеренко С. В., кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и контроллинга, Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана

REFERENCES

Blank, I. A. *Upravleniye formirovaniyem kapitala* [Management of capital formation]. Kyiv: Nika-Tsentr, 2000.

Baker, H. K., and Martin, G. S. *Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice*: John Wiley & Sons, 2011.

Brealey, R., Myers, S., and Allen, F. *Principles of Corporate Finance*: McGraw-Hill, 2014.

Bruner, R. F. et al. "Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis". *Financial Practice and Education*, vol. 8 (1998): 13-28.

Cohen, A. J., and Harcourt, G. C. "Retrospectives: whatever happened to the Cambridge capital theory controversies?". *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 1 (2003): 199-214.

Denis, D. J. "The persistent puzzle of corporate capital structure: Current challenges and new directions". *Financial Review*, vol. 47, no. 4 (2012): 631-643.

Frank, M. Z., and Goyal, V. K. "Trade-off and pecking order theories of debt". *Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol. 2 (2011): 135-202.

Hicks, J. "Capital controversies: ancient and modern". *The American economic review*, vol. 64, no. 2 (1974): 307-316.

Hodgson, G. M. "What is capital? Economists and sociologists have changed its meaning: should it be changed back?". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, no. 5 (2014): 1063-1086.

Kovalev, V. V. "Problema ponyatiynoy neopredelennosti v prikladnoy ekonomike" [The problem of conceptual ambiguity in

applied economics]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta*, vol. 5, no. 1 (2012): 3-19.

Kokoreva, M. S. "Formirovaniye struktury kapitala kompaniyami na razvivayushchikhsya finansovykh rynkakh" [Formation of the company's capital structure in emerging financial markets]. *Dis. ... kand. ekon. nauk: 08.00.10*, 2012.

Modigliani, F., and Miller, M. H. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". *The American economic review*, vol. 48, no. 3 (1958): 261-297.

Myers, S. C. "Capital Structure". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, no. 2 (2001): 81-102.

Nobes, C. "Accounting for capital: the evolution of an idea". *Accounting and Business Research*, vol. 45, no. 4 (2015): 413-441.

Petty, J. W., Titman, Sh., and Keown, A. J. *Financial Management: Principles and Applications*: Pearson Higher Education, 2011.

Rajan, R. G., and Zingales, L. "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 5 (1995): 1421-1460.

Ross, S. A., Jordan, B., and Westerfield, R. W. *Fundamentals of Corporate Finance*: Standard Edition: McGraw Hill Create, 2010.

Van Horne, J. C., and Wachowicz, J. M. *Fundamentals of Financial Management*: Pearson Higher Education, 2009.