



*П.А. СТЕЦЮК, доктор економічних наук, професор,  
завідувач відділу кредитування,  
страхування та фінансів підприємств  
Національний науковий центр  
«Інститут аграрної економіки»*

## **Формування нової парадигми управління фінансовими ресурсами підприємств**

**Постановка проблеми.** Перехід підприємств аграрного сектору на ринкові методи господарювання привів до суттєвих якісних трансформацій у всіх сферах їх економічної діяльності. Однак за достатньо тривалий трансформаційний період не завершилась адаптація ні організаційно-економічного механізму управління фінансовими ресурсами, ні використовуваних управлінських технологій та їх методичного інструментарію до нових економічних умов функціонування. Існує помітний розрив між теорією і практикою управління фінансами. Означена ситуація зумовлює необхідність перегляду існуючої парадигми управління фінансовими ресурсами.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій** доводить про постійну увагу до теорії та методології управління фінансовими ресурсами багатьох зарубіжних і вітчизняних дослідників, широку варіацію поглядів та науково-практичних рекомендацій щодо вирішення проблемних питань у цій сфері й наявність ґрунтового теоретичного і методологічного базису фінансового менеджменту для корпоративного сегмента економіки. Дослідження у сфері теорії та методології аграрних фінансів здійснюють такі відомі вітчизняні дослідники як В.Г. Андрійчук, О.Є. Гудзь, І.М. Зеліско, М.Я. Дем'яненко, Ю.О. Лупенко, Г.Є. Мазнев, М.Й. Малік, О.О. Непочатенко, Б.Й. Пасхавер, О.М. Петрук, П.Т. Саблук, А.В. Чупіс [1-11] і багато

інших. Незважаючи на наявність фундаментальних наукових результатів немає достатніх підстав для твердження про наявність завершеної сучасної парадигми управління процесами формування та використання фінансових ресурсів підприємств аграрного сектору вітчизняної економіки. Особливо це стосується малих і середніх агроформувань. Крім того, залишаються недостатньо дослідженими та дискусійними питання адаптивності окремих концепцій і теоретичних моделей фінансової теорії в умовах кардинальної трансформації економічних відносин у сільськогосподарському виробництві.

**Мета статті** – проведення критичного аналізу існуючих теорій та наукових концепцій фінансового менеджменту, оцінки їх прийнятності й можливості адаптації до специфіки виробничо-фінансової діяльності вітчизняних сільськогосподарських підприємств для формування наукових передумов розвитку нової парадигми управління їх фінансовими ресурсами в ринкових умовах.

**Виклад основних результатів дослідження.** Економічний спосіб мислення безпосередньо пов'язаний з існуванням певних парадигм, що являють собою систему базисних постулатів чи наукових аксіом, які, на переконання їх прихильників, адекватно інтерпретують економічну природу оцінюваного (досліджуваного) явища, процесу чи об'єкта. Окрім того, у загальному розумінні парадигма – це методологія наукового дослідження.

© П.А. Стецюк, 2016

Цілісність і завершеність конкретної парадигми має на увазі загальноприйняте використання понятійного апарату, однозначність в ідентифікації проблем, наявність певних зразків (стереотипів) та моделей їх розв'язання.

Дж. М. Кейнс вважав, що ідеї невеликої кількості економістів і політичних філософів, незалежно від їх істинності, суттєвіше впливають на соціально-економічний розвиток, ніж домінуюча суспільна думка [12]. Разом із тим кожній науковій парадигмі притаманний певний консерватизм, який зумовлений специфікою їх генезису.

На думку Г.Б. Клейнера, у сучасній економічній науці домінують неокласична, інституціональна та еволюційна парадигми, інтеграція яких формує системну парадигму [13]. У фінансовій теорії виділяють неокласичну й поведінкову парадигми. Беззаперечним лідером є перша з них. Поведінкова ж парадигма теорії фінансів лише останніми роками почала торувати собі дорогу на пострадянський академічний простір. Із цієї обставини подальший якісний аналіз стосується саме неокласичної парадигми теорії фінансів.

Базисною методологічною вимогою розв'язання будь-якої наукової проблеми є однозначна інтерпретація понятійного апарату. У контексті цієї статті таке значення має розкриття економічного змісту категорії «фінансові ресурси». Останні розглядаємо як найбільш ліквідні активи, спроможні виконувати функцію платіжного засобу та забезпечувати неперервність руху грошових потоків підприємства. Таке бачення орієнтоване на результативні характеристики в управлінні фінансовими ресурсами й окреслює межі дії та характерні особливості прояву їх внутрішньої сутності.

Фінансові ресурси мають ряд якісних ідентифікаційних ознак, серед яких унікальністю характеристик виділяються їхня висока трансформаційна здатність і домінантна роль в оцінці й формуванні фінансового потенціалу. Варто зазначити, що ці конститутивні атрибути розмежовують фінансові ресурси та джерела їх формування, які деякими вітчизняними дослідниками ототожнюються. З прагматичного погляду фінансові

ресурси є елементами активу балансу підприємства, оскільки активи за визначенням – це контрольовані ним ресурси, тоді як джерела їх формування є елементами пасиву балансу. Вони характеризують титул власності, тобто правові аспекти володіння, розпорядження й використання активів, а також обсяг претензій на них.

Неокласичну парадигму управління фінансовими ресурсами підприємств формують кілька базових (фундаментальних) теорій і концепцій. Їхня кількість та значимість у різних авторів варіює від шести до дванадцяти [14-17]. Однак на методологію управління фінансовими ресурсами підприємств найбільше впливають лише окремі з них. Далі наведемо результати їх стислого якісного аналізу.

*Теорія (гіпотеза) досконалих ринків капіталу (perfect capital markets hypothesis), або теорія ефективних ринків (efficient markets hypothesis).* Протягом майже півстоліття ця теорія залишається основою неокласичних фінансів. Вона прямо чи опосередковано присутня в усіх існуючих моделях управління фінансами підприємства. Ю. Фама визначає її зміст таким чином: «ефективні фінансові ринки – це ринки, на яких ціна акцій повністю відображає всю наявну інформацію про фірму», а М. Дженсен стверджує, що не існує іншої академічної теорії, яка мала б стільки ж емпіричних підтверджень, як теорія ефективних ринків [18]. При цьому Р. Брейлі стверджує, що «теорія ефективного ринку капіталів вельми достовірна» [14].

Вона ґрунтується на кількох аксіоматичних допущеннях (постулатах). Зокрема те, що існують ідеальні з погляду економічної діяльності підприємства фінансові умови, які включають рівний, вільний і штучно необмежений доступ кожного з них до всієї наявної інформації. На такому ринку відсутні трансакційні (брокерські) витрати, податки, витрати банкрутства й інші чинники, які перешкоджають здійсненню фінансових операцій. Всі його суб'єкти діють раціонально, прагнучи максимізувати очікувану вигоду від здійснюваних фінансових операцій.

Ціни на ідеальному ринку формуються під впливом об'єктивних чинників на основі конкуренції попиту та пропозиції, а ціну

будь-якого активу визначає теперішня вартість майбутніх грошових потоків. Звідси випливає фундаментальний висновок про те, що *ціна будь-якого фінансового активу й реальних інвестицій, ринкова капіталізація, оцінка ринкової вартості та інших фінансових операцій мають одну й ту ж методологічну основу і визначаються розрахунком теперішньої вартості пов'язаних з ними прогнозованих (очікуваних) чистих грошових потоків.*

Механізм функціонування ідеального ринку ґрунтується на його інформаційній ефективності, яку іноді виділяють в окрему самостійну гіпотезу [19]. Постулатом є те, що ціни на фінансові активи відображають всю наявну інформацію. Поява нової інформації негайно приводить до зміни оцінок. Через це постійно одержувати високі доходи малоймовірно. Очевидно, що на ринку, навіть досконалому, існує часовий лаг в реакції на появу нової інформації. Припущення про відсутність на ідеальному ринку трансакційних та інформаційних витрат елімінує можливість одержувати високі доходи не інакше, як через щасливий випадок.

Цілком зрозуміло, що реальні фінансові ринки не володіють, та й в принципі не можуть володіти характеристиками ідеального. Тому виникла *теорія асиметричності інформації*, яка виділяє три форми інформаційної ефективності фінансових ринків: *сильну, помірну та слабку*. Різниця між ними полягає у ступені врахування наявної інформації поточними ринковими цінами фінансових активів.

Подальший розвиток фінансової науки призвів до того, що теоретичні й емпіричні основи теорії ефективних ринків були поставлені під сумнів. Окрім інформаційної асиметрії для реальних ринків, як показав Моріс Алле, притаманно також те, що багато суб'єктів діють далеко нерационально, а максимізацію очікуваної корисності не сприймають як незаперечну аксіому [18]. Тому можливість використання основних положень та висновків теорії ефективного ринку як у наукових дослідженнях, так і в практиці управління вітчизняних підприємств обмежена. Однак їх розуміння необхідне з тієї причини, що більшість моделей і

методик неокласичної парадигми фінансової теорії та відповідних їм інструментів фінансового менеджменту ґрунтуються на постулатах гіпотези ефективного фінансового ринку.

*Теорія дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flow)* є однією з найбільш використовуваних у фінансовій науці й у практиці управління фінансовими ресурсами. Вона синтезує в собі теоретичні висновки інших фінансових концепцій: ефективного ринку, зміни вартості грошей із часом, альтернативної вартості, компромісу між доходом і ризиком, відсоткових ставок тощо. Її основою є припущення про те, що цінність грошової одиниці змінюється відповідно до норми прибутку на фінансовому ринку. В якості останньої є відсоток. У зв'язку з цим теперішня вартість грошової одиниці більша порівняно з вартістю грошової одиниці, одержаною через будь-який проміжок часу. Це пов'язано з альтернативними можливостями використання наявних фінансових ресурсів для придбання матеріальних чи фінансових активів, які забезпечать одержання додаткового доходу в майбутньому. Крім того, на зміну вартості грошей впливають такі фактори, як інфляція, ризик та зміна рівня ліквідності оцінюваних активів.

На основі цієї концепції побудовані моделі й методи оцінки активів, які генерують грошові потоки. Тобто, вона присутня в методології та методиці прийняття рішень про використання фінансових ресурсів і про джерела їх формування.

Базовими складовими елементами теорії є: 1) ідентифікація та прогнозування величини, тривалості й виду (ординарний, неординарний) прирісного чистого грошового потоку; 2) оцінка ступеня ризику і темпів інфляції та включення їх в аналіз грошових потоків; 3) визначення коефіцієнта дисконтування, що включає витрати на залучення фінансових ресурсів за рахунок різних джерел і знаходить свій вираз у величині їх середньозваженої ціни; 4) визначення теперішньої (приведеної) вартості прирісного чистого грошового потоку за допомогою моделей оцінки зміни вартості грошей із часом.

*Теорія вартості та структури капіталу (джерел формування фінансових ресурсів).* Ця теорія прагне обґрунтувати методи визначення оптимального співвідношення між різними джерелами формування фінансових ресурсів. Вагомий внесок у її розробку, оцінений Нобелівською премією з економіки, внесли Ф. Модильяні й М. Міллер, який концентрується у так званій «моделі М–М» [20,21].

Теоретичний рівень узагальнень зумовив використання у системі аргументації Ф. Модильяні та М. Міллером крім припущень і обмежень ідеального фінансового ринку ще й встановлення як цільову функцію оптимізації структури капіталу ринкову вартість підприємства, яка визначається сумою ринкової капіталізації емітованих акцій та облігацій. Основний висновок Ф. Модильяні й М. Міллера – структура джерел формування фінансових ресурсів не впливає на ринкову вартість підприємства, яка визначається виключно величиною майбутніх грошових потоків реалізовуваних ним проектів, скоригованою на рівень їх ризику.

Незважаючи на те, що вивчення питань теорії структури капіталу знаходиться в центрі уваги наукових інтересів багатьох відомих учених, Р. Брейлі змушений констатувати: «до цих пір немає якої-небудь загально визнаної стрункої теорії структури капіталу» [14].

*Теорії портфеля та оцінки дохідності фінансових активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM).* Основні ідеї цієї теорії, обґрунтованої Г. Марковіцем [22] і розвиненої Уільямом Ф. Шарпом [23], включають такі постулати: а) ступінь ризику власного капіталу підприємства залежить від структури його фондового портфеля; б) очікувана дохідність портфеля включає й величину його ризику; в) об'єднання ризикових активів в один портфель дає змогу мінімізувати величину ризику; г) рівень ризику кожного фінансового активу, включеного до складу портфеля, визначається не ізольовано від решти його складових, а залежно від загального рівня ризику диверсифікованого портфеля.

Дослідження Дж. Лінтнера, Дж. Моссіні та Уільяма Ф. Шарпа уможливили обґрунту-

вати модель взаємозв'язку між дохідністю портфеля фінансових активів і систематичним ризиком, відому в теорії фінансів як модель оцінки капітальних активів (САРМ). Ця модель, як стверджують зарубіжні автори, має широке практичне застосування. Незважаючи на це, вона постійно є об'єктом справедливої критики. Чим і зумовлена поява нових альтернативних теорій та відповідних моделей – *арбітражного ціноутворення, ціноутворення опціонів і теорія переваженості в умовах невизначеності.*

Френк Найт запропонував *концепцію взаємозв'язку (компромісу) між рівнем ризику та дохідністю* [24], яка має принципове значення в управлінні фінансовими ресурсами. Її суть зводиться до того, що одержання доходу на вкладені фінансові ресурси завжди асоціюється з певним ризиком. Між дохідністю й ризиком постійно існує прямо пропорційна залежність: чим вища очікувана інвестором дохідність вкладених фінансових ресурсів, тим вищий рівень ризику її недержання. І навпаки – нижчому рівню дохідності завжди відповідає й нижчий рівень ризику. Це зумовлює необхідність постійного знаходження компромісного співвідношення між дохідністю та ризиком в управлінні фінансовими ресурсами.

*Концепція асиметричної інформації* стверджує, що на фінансових ринках завжди діють дві групи осіб – аутсайтери й інсайтери. Останні, в силу їх специфічного статусу (окремі власники, високопоставлені менеджери), володіють конфіденційною інформацією про підприємство, яка недоступна іншим учасникам фінансових операцій. Це створює підґрунтя для психологічного феномену – кожен потенційний вкладник фінансових ресурсів переконаний, що саме він володіє інформацією, яка недоступна іншим учасникам фінансового ринку. Звідси неадекватність рішень і велика варіація результатів використання фінансових ресурсів.

*Концепція альтернативних витрат* досить часто трактується у спрощеному вигляді – як необхідність враховувати дохідність або ціну джерел їх найкращого з можливих варіантів як базу для порівняння при вирішенні питання про доцільність вкладення фінансових ресурсів. При такому підході



методичний аспект концепції зводиться до вибору норми дисконтування чистих грошових потоків на основі встановлення величини дохідності найкращого з можливих (альтернативних) варіантів вкладення фінансових ресурсів. Очевидно, що потенційні можливості одержання певного рівня дохідності не є гарантією саме такого фінансового результату. Крім того, вищий за рівнем дохідності варіант використання фінансових ресурсів не завжди відповідає економічним інтересам підприємства та його власників.

Необхідними теоретичними передумовами формування нової парадигми управління фінансовими ресурсами є визначення окремих наукових положень, які окреслюють конститутивні якісні атрибути цього економічного процесу. До них, вважаємо, варто віднести такі:

управління фінансовими ресурсами є складовою частиною системи загального й фінансового менеджменту підприємства і підпорядковане реалізації його загальної економічної стратегії;

управління фінансовими ресурсами – це система, що включає в себе принципи, методи, прийоми та інструменти, призначені для організації їх руху відповідно до дії об'єктивних економічних законів, вимог законодавчо-нормативних актів й економічних інтересів власників сільськогосподарських підприємств;

індикатором якості управління фінансовими ресурсами є рівень забезпечення ними підприємства, адекватний його фінансовому потенціалу, необхідний і достатній за обсягами та часом надходження для задоволення виробничо-інвестиційних потреб;

процес управління фінансовими ресурсами передбачає: а) визначення потреби, доцільності, результатів і наслідків формування й використання фінансових ресурсів; б) вплив, спрямований на досягнення цих результатів та наслідків; в) витрати (вартісні й часові), необхідні для здійснення такого впливу; г) встановлення критеріїв і нормативів, що дають змогу оцінити рівень досягнення намічених цілей та ефективність здійснених витрат.

Важливим аспектом нової парадигми управління фінансовими ресурсами є визна-

чення цільової орієнтації фінансової діяльності підприємства. Відповідно до неокласичної парадигми сучасної фінансової теорії головним фінансовим орієнтиром підприємства є ріст його ринкової вартості для забезпечення максимізації добробуту співвласників. У достатньо аргументованій з погляду теорії концепції на практиці з'являються вагомими недоліки. Найбільший з них – значна, не підтверджена попередньою діяльністю підприємств, зміна їх ринкової вартості під час періодичних фінансових криз. При цьому така суттєва й швидка зміна ринкової вартості стосується не малих і середніх підприємств, а потужних в економічному, фінансовому, технологічному, управлінському та інших аспектах міжнародних корпорацій. Крім того, далеко не всі суб'єкти фінансових відносин вважають максимізацію свого добробуту прийнятним аргументом для вкладення їх фінансових ресурсів. Ще одна проблема, пов'язана з цим орієнтиром, неможливість застосування її для підприємств, що не використовують емісійних джерел формування фінансових ресурсів.

На практиці, особливо у пострадянських країнах, домінує класичний фінансовий орієнтир – прибуток, який задекларований у статутах більшості вітчизняних сільськогосподарських підприємств. Очевидно, що одержання прибутку як стратегічна фінансова мета має важливе практичне значення. Однак поряд із цим показником можуть використовуватися й інші критерії фінансового успіху. Тому вважаємо, що при здійсненні трансформації управління фінансовими ресурсами важливо не обмежуватися лише цим індикатором. На окремих етапах життєвого циклу підприємства домінуюче фінансове значення можуть мати забезпечення ліквідності та платоспроможності, збільшення обсягу реалізації (при відносному скороченні прибутку), інноваційний розвиток, диверсифікація виробництва й підтримка конкурентоспроможності, зростання добробуту працівників, охорона навколишнього середовища, які прямо не пов'язані зі зростанням маси прибутку.

Парадигмальне значення має вибір моделі управління фінансовими ресурсами підприємств. Узагальнення літературних дже-

рел показало, що принципові підходи до вирішення цього питання описуються такими його моделями: елементна (управління пропорціями між окремими елементами балансу); потокова (управління фінансовими потоками з метою трансформації балансу); портфельна; диференційована.

Змістовою складовою першої з них є забезпечення співвідношень між окремими видами та групами активів і пасивів у межах встановлених нормативних значень. Практична реалізація такого підходу пов'язана з проблемою визначення та інтерпретації нормативних показників, на основі яких оцінюється фінансовий стан і фінансові результати діяльності підприємства. Ще одна проблема постає у зв'язку з відсутністю можливості квантифікувати окремі фінансові цілі підприємства й виразити їх певними співвідношеннями між елементами балансу.

Прихильники другого підходу орієнтуються на досягнення певного бажаного фінансового стану підприємства в майбутньому, забезпечення якого здійснюється послідовною трансформацією елементів поточного балансу в майбутній бажаний баланс. Управління за методом трансформації балансу потребує встановлення елементів балансу, які найсуттєвіше реагують на керований вплив. Крім того, такі зміни повинні бути детерміновані до функції часу. Однак нині не встановлено ключових елементів балансу і немає теоретичних моделей, які надійно апроксимують процес їх трансформації за функцією часу. Тому відсутнє наукове розуміння механізму переходу від поточного до бажаного балансу.

Портфельний підхід передбачає виділення бізнес-процесів в окремі об'єкти управління фінансовими ресурсами, які об'єднуються в загальний портфель, а його цільовою функцією є оптимізація структури останнього. Очевидним є те, що цей підхід має чітко визначену сферу застосування. Його вибір визначається регулярністю й інтенсивністю інвестиційної діяльності, а також активністю на ринку цінних паперів.

Ґрунтовна теоретична та методична розробленість основних аспектів портфельного підходу робить його привабливим для використання за умови відповідного кадрового забезпечення. Разом із тим нинішня практика інвестиційної й фінансової діяльності сільськогосподарських підприємств не дає достатніх аргументів щодо перспектив його широкого застосування.

Диференційована модель передбачає варіацію застосування попередніх для вирішення відокремлених завдань управління фінансовими ресурсами на окремих етапах життєвого циклу чи певними бізнес-процесами. Тобто, фінансова політика в цьому випадку не детермінована до якоїсь конкретної моделі, а використовує кожен з них залежно від обставин і домінуючих чинників зовнішнього та внутрішнього впливів.

Кожен із розглянутих концептуальних підходів має як свої переваги, так і недоліки. Для сільськогосподарських підприємств доцільним є застосування диференційованого підходу, який передбачає використання комбінацій інструментів кожного з них, на основі чого досягається гнучкість фінансової стратегії, зростає рівень адаптивності до динамічного фінансового оточення, забезпечується підвищення ефективності формування та використання фінансових ресурсів.

**Висновки.** Проведений аналіз показав, що існуючий теоретичний базис управління фінансовими ресурсами не може бути безпосередньо використаний в практиці сільськогосподарських підприємств. Обґрунтовані основні елементи нової парадигми управління фінансовими ресурсами створюють теоретичні засади для системного розв'язання проблем у цій сфері функціонального менеджменту. Вони повною мірою враховують специфіку, особливості й закономірності функціонування сільськогосподарського виробництва в ринкових умовах і є науковим базисом підвищення ефективності формування та використання фінансових ресурсів підприємств галузі.

## Список використаних джерел

1. Андрійчук В.Г. Економіка аграрних підприємств [підруч. – 2 ге вид., доп. і перероб.] [Текст] / В.Г. Андрійчук. – К.: КНЕУ, 2004. – 624 с.
2. Гудзь О.С. Модернізація банківської кредитної політики при обслуговуванні агроформувань [Текст] / О. С. Гудзь // Вісн. Харківського нац. техн. ун-ту сільського господарства імені Петра Василенка: Економічні науки. – 2012. – Вип. 126. – С. 10-18.
3. Дем'яненко М.Я. Оцінка кредитоспроможності агроформувань (теорія та практика) [Текст] : моногр. / М. Я. Дем'яненко, О. С. Гудзь, П. А. Стецюк. – К. : ННЦ ІАЕ, 2008. – 302 с.
4. Зеліско І.М. Фінансові потоки агропромислових компаній [Текст] / І. М. Зеліско // Агросвіт. – 2014. – № 24. – С. 3–7.
5. Лупенко Ю.О. Сучасні технології венчурного фінансування аграрного бізнесу [Текст] / Ю. О. Лупенко, В. В. Фещенко // Облік і фінанси. – 2015. – № 1(67). – С. 81-87.
6. Мазнев Г.Є. Проблеми фінансового забезпечення інноваційного розвитку аграрного сектору [Текст] / Г. Є. Мазнев // Економіка АПК. – 2014. – № 9. – С. 5–14.
7. Малік М.Й. Фінансово-кредитний механізм у розвитку аграрного підприємництва [Текст] / М. Й. Малік // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 47-53.
8. Непочатенко О.О. Сучасний стан і перспективи короткострокового банківського кредитування сільськогосподарських підприємств [Текст] / О. О. Непочатенко, О. В. Яковенко // Зб. наук. праць Уманського держ. аграр. ун-ту ; редкол. : А. Ф. Головчук (відп. ред.) та ін. – 2009. – Вип. 70. – Ч. 2 : Економіка. – С. 130–135.
9. Петрук О.М. Оцінка інвестиційно-кредитного потенціалу підприємств АПК [Текст] / О. М. Петрук, І. О. Григорук // Облік і фінанси. – 2014. – № 4(66). – С. 108-114.
10. Ринкова трансформація економіки АПК [Текст] : [кол. моногр. у 4 ч.] ; за ред. П. Т. Саблука, В. Я. Амбросова, Г. Є. Мазнева. – Ч. 3 : Фінансово-кредитна система. – К. : ІАЕ, 2002. – 478 с.
11. Чупіс А.В. Оцінка, аналіз, планування фінансового становища підприємства [Текст]: науково-методичне видання / А. В. Чупіс [та ін.]. – Суми : Довкілля, 2001. – 404 с.
12. Кейнес J. The general theory of employment interest and money. – Cambridge: Macmillan Press, 1973 – 604 p.
13. Клейнер Г.Б. Эволюция институциональных систем / Г.Б. Клейнер. М.: Наука, 2004. – 240 с.
14. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; пер. с англ. – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.
15. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент. Полный курс в 2-х т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски: пер. с англ.; под ред. В. В. Ковальова. – СПб: Экономическая школа, 1997. – Т.1. – XXX + 498 с.
16. Ковалев В.В. Финансы организаций (предприятий): [учеб.] / В. В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – М.: Велби, Проспект, 2006. – 352 с.
17. Лаптев С.В. Закономерности формирования российской модели финансового менеджмента / С. В. Лаптев, Л. В. Шуклов // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 6. – С. 2–8.
18. Лукашов А.В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2004. – № 3. – Режим доступу: [http://www.cfin.ru/investor/ao/corporate\\_finance.shtml](http://www.cfin.ru/investor/ao/corporate_finance.shtml). – Заголовок з екрану.
19. Ковалев М.М. Современная финансовая теория и финансовое образование / М. М. Ковалев // Современная финансовая теория : [сб. науч. ст. ; под общ. ред. М.М. Ковалева]. – Минск : БГУ, 2003. – С. 4–31.
20. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Amer. Econ. Rev. 1958. June. P. 261—297;
21. Modigliani F, Miller M.H. Taxes and the Cost of Capital: A Correction // Ibid. 1963. June. P. 433—443.
22. Markowitz H.M. Portfolio selection: efficient diversification of investments. New York: Wiley, 1959. – 356 p.
23. Шарп Уильям Ф. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Ю Дж. Бэйли. пер. с англ. – М. : Инфра-М, 1999. – 1028 с.
24. Найт Ф. Риск, неопределенность и прибыль: пер. с англ. / Ф. Найт. — М.: Дело, 2003. — 360 с.

Стаття надійшла до редакції 15.04.2016 р.

\*