

В. В. Зимовець, О. О. Терещенко**КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ ЯК ДОМІНАНТА
ФІНАНСОВОЇ НАУКИ**

Протягом останніх десятиліть корпоративні фінанси розвиваються під впливом процесів глобалізації. Вітчизняною фінансовою наукою доволі часто ігноруються сучасні тенденції розвитку корпоративних фінансів, наукові методи вивчення фінансових процесів та новітні напрями досліджень, а самі фінанси підприємств нерідко розглядаються як "додаток" до державних фінансів, що є наслідком домінування пострадянської фінансової школи. У пропонованій статті обґрунтовано сутність корпоративних фінансів як домінанти фінансової науки, визначено пріоритетні напрями досліджень у цій сфері та окреслено перспективи розвитку теорії й практики в Україні. Систематизовано їхні функції: формування фінансових ресурсів, їх розподіл, контроль ефективності їх формування й розподілу (використання), трансформація преференцій капіталодавців у параметри залучення капіталу, вплив на поведінку учасників фінансових відносин, створення вартості та трансфер інформації. Обґрунтовано доцільність виокремлення напрямів досліджень фінансової науки, зафіксованих у оновленому паспорті відповідної наукової спеціальності. З'ясовано відмінності в предметному полі досліджень пострадянської школи фінансів підприємств і сучасних корпоративних фінансів. Наголошено, що завданням фінансів мікроекономічного рівня є обґрунтування фінансових рішень у корпоративному секторі економіки, у т. ч. визначення найприйнятніших форм і методів фінансування підприємств, формулювання критеріїв ефективного вкладення капіталу, розроблення адекватних інструментів оцінки фінансово-інвестиційних ризиків.

Ключові слова: корпоративні фінанси, біхевіористичні фінанси, контролінг, інвестиції підприємств, вартісно-орієнтоване управління, капітал корпоративних підприємств, ціна залучення капіталу.

Табл. 1. Літ. 26.

В. В. Зимовець, О. А. Терещенко**КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ КАК ДОМИНАНТА
ФИНАНСОВОЙ НАУКИ**

В течение последних десятилетий корпоративные финансы развиваются под влиянием процессов глобализации. Отечественная финансовая наука довольно часто игнорирует современные тенденции развития корпоративных финансов, научные методы изучения финансовых процессов и новейшие направления исследований, а сами финансы предприятий нередко рассматриваются как "придаток" к государственному финансам, что является следствием доминирования постсоветской финансовой школы. В предлагаемой статье обоснована сущность корпоративных финансов как доминанты финансовой науки, определены приоритетные направления исследований в этой области и очерчены перспективы развития теории и практики в Украине. Систематизированы их функции: формирование финансовых ресурсов, их распределение, контроль эффективности их формирования и распределения (использования), трансформация преференций капиталодателей в параметры привлечения капитала, воздействие на поведение участников финансовых отношений, создание стоимости и трансфер информации. Обоснована целесообразность выделения направлений исследований финансовой науки, зафиксированных в обновленном паспорте соответствующей научной специальности. Выявлены различия в предметном поле исследований постсоветской школы финансов предприятий и современных корпоративных финансов. Подчеркнуто, что задачей финансов микроэкономического уровня является обоснование финансовых решений в корпоративном секторе экономики, в т. ч. определение наиболее приемлемых форм

© Зимовець В. В., Терещенко О. О., 2015

и методов финансирования предприятий, формулирование критериев эффективного вложения капитала, разработка адекватных инструментов оценки финансово-инвестиционных рисков.

Ключевые слова: корпоративные финансы, бихевиористические финансы, контроллинг, инвестиции предприятий, стоимостно-ориентированное управление, капитал корпоративных предприятий, цена привлечения капитала.

Vladyslav Zymovets, Oleh Tereshchenko

CORPORATE FINANCE AS A DOMINANT OF FINANCIAL SCIENCE

During the last decade, corporate finance has been developing under the influence of globalization. Domestic financial science often ignores current trends in corporate finance, research methods for studying financial processes and new research directions. With a number of objective and subjective reasons finance companies in Ukraine today are often regarded as the “appendage” to the public finances resulting from the financial dominance of post-soviet financial school. In this paper the essence of corporate finance is substantiated as a dominant financial science, priority directions of research in this area are defined and the prospects for the development of the theory and practice in Ukraine are outlined. It is systematized corporate finance functions, as: formation of financial resources, their distribution, control over the efficient creation and allocation (usage) of resources, transformation of investors’ preferences in settings of capital function influence on the behavior of financial relations, value creation and transfer of information. The expediency of singling out financial science research areas that are fixed in the updated passport of respective specialty is substantiated. It is formulated the distinction between substantive research field of post school finance companies and modern corporate finance. It is determined that the task of micro finance is the study of financial solutions in the corporate sector, including determining the most suitable forms and methods of business financing, formulating criteria for effective investment, development of appropriate assessment tools of financial and investment risks.

Keywords: corporate finance, behavioral finance, controlling, investment companies, value-oriented management, the capital of undertakings, the price of raising capital.

JEL classification: G22, G24, Q16.

Згідно з англomовною Вікіпедією, категорія “фінанси” включає в себе три підкатегорії: “особисті фінанси”, “публічні фінанси” та “корпоративні фінанси”. Не применшуючи ролі перших двох видів, зазначимо, що фундаментом фінансової системи країни є корпоративні фінанси. Саме корпоративний сектор є основним джерелом ресурсів для функціонування публічних і особистих фінансів, у ньому створюється лівова частка ВВП¹. Корпоративні фінанси є первинною ланкою інвестиційного процесу, а власні кошти підприємств — основним джерелом матеріального забезпечення сектору нефінансових корпорацій, зокрема в країнах еврозони, де у 2000—2012 рр. частка власних коштів дорівнювала близько 50 %, а частка позичкового капіталу коливалася від 34 до 37 % [1, с. 14]. У провідних розвинутих країнах протягом тривалого періоду за рахунок самофінансування забезпечується від 60 до 90 % нетто-інвестицій у основний капітал [2, с. 84]. В Україні за рахунок власних коштів підприємств здійснюється майже дві третини капітальних інвестицій, тоді як на кредити банків припадає лише 15 % (станом на 2013 р.) [3, с. 184]. Отже, необхідність

¹ У секторі нефінансових корпорацій у 2013 р. було створено 55 % валової доданої вартості, а фінансових корпорацій — близько 5 % (див.: Рахунки інституційних секторів економіки за 2013 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>).

серйозного наукового забезпечення функціонування корпоративних фінансів не викликає сумніву.

У грудні 2014 р. Міністерством освіти і науки України (наказ № 1528) затверджено нову редакцію паспорта наукової спеціальності 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит”, де потужним блоком представлено напрям фінансів мікроекономічного рівня¹. Це, безперечно, прогресивне нововведення, що свідчить про позитивні тенденції в діяльності “наукової бюрократії”, зокрема в галузі фінансової науки. Фахівці, які займаються науковими дослідженнями у сфері корпоративних фінансів, очікували відповідних змін починаючи з 2007-го — року прийняття попередньої редакції паспорта спеціальності, в котрій із невідомих причин був повністю виключений блок фінансів мікроекономічного рівня. Зазначене призвело до блокування цього важливого дослідницького поля, оскільки автори праць у сфері корпоративних фінансів стикалися з численними труднощами як під час проведення своїх наукових досліджень, так і при захисті їх результатів. Доволі часто виникала ситуація, коли науковці докладали більше зусиль для доведення того, що дослідження належить до відповідного паспорта спеціальності, ніж для захисту власне результатів дослідження. Причина — нерозуміння або небажання зрозуміти деякими “авторитетними” науковцями та чиновниками від науки цілком очевидного для світової фінансової спільноти факту: корпоративні фінанси є не просто потужним напрямом, а домінантою фінансової науки.

З огляду на зазначене, метою пропонованої статті є обґрунтування сутності корпоративних фінансів як домінанти фінансової науки, визначення пріоритетних напрямів досліджень у цій сфері та окреслення перспектив розвитку теорії й практики таких фінансів в Україні.

Цілком очевидно, що інтерпретація фінансової системи “зверху”, з позицій державних фінансів, як прийнято у вітчизняній фінансовій науці, є однобокою й недостатньою. За визначенням В. М. Суторміної, корпоративні фінанси є мікрорівнем фінансової системи країни, а державні — її макрорівнем. Причому фінансове підґрунтя останнього становить сукупність фінансів господарських одиниць, серед яких провідну роль відіграють корпоративні фінанси [4, с. 24]. Задовільний стан макрофінансових показників створює лише необхідні передумови розвитку економіки, але не достатні. За незадовільного фінансового стану підприємств і установ фінансові ресурси перетікатимуть із реального сектору в ті сфери, де ризики є нижчими та/або вищий рівень рентабельності, — нерухомість, іноземна валюта, державні цінні папери, спекулятивні операції, що призведе до дисбалансу на макрофінансовому рівні.

¹ В українській теорії та практиці фінанси мікроекономічного рівня позначаються як фінанси підприємств, фінанси реального сектору економіки, корпоративні фінанси. У цій статті під фінансами мікроекономічного рівня розуміється узагальнююче поняття, що охоплює всі перелічені терміни.

Численні дослідження підтверджують думку щодо ключової ролі саме корпоративних фінансів у економіці. Зокрема, Е. Тилкот і Ф. Візінтин показали, як саме завдяки правильній організації корпоративних фінансів розвинуті країни Заходу та Китай здобули глобальні конкурентні переваги [5, с. 28]. Для цього вони дослідили особливості організації фінансів і корпоративного управління у взаємозв'язку з успіхами й невдачами національних економік. Було доведено, що фінансові рішення на мікрорівні впливають на економічний розвиток країни не менше, ніж макроекономічні процеси. Для забезпечення конкурентоспроможності країни, достатнього рівня зайнятості, зростання ВВП і доходів бюджету необхідний збалансований розвиток фінансів корпоративного сектору. Не останню роль відіграють також інноваційні наукові розробки в царині корпоративних фінансів.

Однак для окремих представників вітчизняної фінансової науки фінанси підприємств і, відповідно, корпоративні фінанси є чимсь другорядним порівняно з державними фінансами чи фінансовим посередництвом (банківська справа, страхування, фондовий ринок). Вважається, що об'єкт і предмети досліджень у сфері корпоративних фінансів є досить вузькими, отже, не варті уваги. При цьому визнається, що "фінанси підприємств є невід'ємною складовою фінансів економіки країни в цілому; їх об'єднує базова розподільча функція, яку реалізує держава при формуванні бюджету, пенсійного фонду і резервів" [6, с. 25]. Відповідно до традицій пострадянської школи фінансів, вони розглядаються як цільовий інструмент розподілу й перерозподілу ВВП. На наш погляд, корпоративні фінанси є самодостатньою підкатегорією фінансів, а не складовою державних фінансів. Фінанси підприємств пересікаються з публічними фінансами лише за умови, що вони є стороною фінансових відносин із державними органами: "до публічних фінансів належать грошові відносини, в яких один або обидва партнери належать до публічного сектору" [7]. Алокаційна (розподільча) функція корпоративних фінансів реалізується не так державою, як менеджментом підприємств у процесі використання залучених ресурсів. У цьому контексті Д. Ватсон та Е. Хід зауважують, що корпоративні фінанси включають планування і контроль залучення ресурсів (формування капіталу), їх розподіл (вкладення в активи) та, нарешті, контроль використання ресурсів. Ключовим завданням фінансових менеджерів є оптимальний розподіл обмежених ресурсів, котрі є в розпорядженні підприємств [8].

В Україні склалася парадоксальна ситуація: як на рівні держави перевага надається перерозподілу фінансових ресурсів на користь держави та фінансових посередників за рахунок коштів базової ланки економіки, так і на рівні фінансової науки тривалий час не знаходилося місця фінансам підприємств (корпоративним фінансам), котрі вважалися відгалуженням державних фінансів. Слід наголосити, що об'єкт і предмети дослідження у сфері корпоративних

фінансів принципово відрізняються від наукових досліджень проблематики державних фінансів або фінансового посередництва. З позиції нормативної економіки, завданням мікрофінансової науки є розроблення рекомендацій щодо техніки та критеріїв оптимізації інвестиційних і фінансових рішень для забезпечення інтересів власників. Позитивна теорія корпоративних фінансів також спрямована на підтримку фінансових рішень, проте ґрунтується на дослідженні емпіричних (а не логічних) взаємозв'язків окремих змінних, що впливають на результат. З цією метою використовуються емпіричні дані, наприклад щодо значень показників структури капіталу підприємств та динаміки їх банкрутств.

Для розуміння сутності корпоративних фінансів, об'єкта й предмету досліджень у цій сфері передусім варто визначитися з поняттями “корпоративне підприємство” та “корпорація”. З точки зору етимології, термін “корпорація” (corporation) має англійське походження. У США цим терміном позначають крупні акціонерні товариства, акції котрих мають обіг на фондовому ринку. Важливою характеристикою корпорацій є те, що це є господарські товариства з обмеженою відповідальністю (limited liability). Залежно від способу утворення (заснування) та формування статутного капіталу, українським законодавством виокремлюються унітарні й корпоративні підприємства. Останні організуються, як правило, двома або більше засновниками за їхнім спільним рішенням, діють на підставі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами, на умовах корпоративних прав, у т. ч. через створені ними органи, участі засновників (учасників) у розподілі доходів і ризиків.

До корпорацій у широкому розумінні відносяться власне корпоративні підприємства й так звані квазікорпорації (унітарні підприємства). Перші “перебувають у приватній власності щонайменше двох осіб, де відповідальність кожного з власників обмежується сумою, вкладеною ним у статутний капітал. Власники корпорацій діють на засадах спільного договору шляхом об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності, а управління корпорацією здійснюється на основі спільного управління справами через систему корпоративних прав, зокрема через органи, що ними створюються, та участь власників у розподілі доходів і ризиків підприємства” [9, с. 11, 12]. Водночас, відповідно до вітчизняного законодавства, корпорації, поряд із асоціаціями, консорціумами та концернами, є формою об'єднань підприємств. Корпорацією, зокрема, визнається договірне об'єднання, створене на базі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, що об'єдналися, з делегуванням ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації [10, ст. 120].

Для уникнення плутанини в контексті корпоративних фінансів, на наш погляд, доцільно використовувати термін “корпоративне підприємство”, а не

“корпорація”. Корпоративними є кооперативи, підприємства, що створюються у формі господарського товариства, а також інші підприємства, засновані на приватній власності двох або більше осіб. Тобто поняття “корпоративне підприємство” охоплює як великі ТНК, які організовані у формі акціонерних товариств, так і невеликі за розміром товариства з обмеженою відповідальністю. Вважаємо, що об’єктом досліджень у сфері корпоративних фінансів є фінансове господарство та процеси прийняття фінансово-інвестиційних рішень на рівні корпоративних підприємств (сектор нефінансових корпорацій або “реальний сектор”), а також організацій фінансового сектору, попри окремі концептуальні відмінності у фінансових відносинах, котрі виникають у цих секторах.

У західних науково-практичних джерелах ми майже не зустрінемо дискусій щодо сутності й функцій корпоративних фінансів. Увага фокусується переважно на пріоритетах корпоративних фінансів і фінансових інструментах їх реалізації. На нашу думку, предмети досліджень проблематики корпоративних фінансів повинні бути прив’язані саме до їх актуальних пріоритетів, про що йтиметься далі.

У науково-практичній літературі виокремлюється низка традиційних функцій корпоративних фінансів (формування, розподіл і використання, контроль фінансових ресурсів), а також новітні, такі як [11]:

— *функція трансформації*, відповідно до котрої в разі прийняття фінансових рішень варто враховувати преференції капіталодавців щодо періоду вкладень, рівня ризиковості та майнового стану. Ідеться про трансформацію преференцій інвесторів і кредиторів у кондиції залучення капіталу. Щоправда, за досконалого ринку капіталів у розумінні М. Міллера та Ф. Модільяні, коли ринкова вартість підприємства не залежить від характеру рішень стосовно його фінансування, потреба в цій функції відпадає. Однак припущення, на яких ґрунтується досконалий ринок капіталів, на практиці є нездійсненними. Отже, функція трансформації має місце;

— *функція максимізації вартості* (або вартісноформуюча), котра передбачає прийняття фінансово-інвестиційних рішень підприємств з огляду на необхідність збільшення вартості компанії та добробуту капіталодавців. У рамках забезпечення виконання цієї функції треба зважати на широкий спектр завдань щодо оптимізації джерел фінансування з урахуванням чинника оподаткування, ціни їх залучення, включаючи накладні витрати, раціоналізації використання залученого капіталу тощо;

— *функція впливу на поведінку* учасників фінансових відносин, яка зводиться до того, що певна форма фінансування підприємства визначає характер алокації (розподілу) капіталу та поведінку стейкхолдерів і шехолдерів. Так, поведінка й рішення менеджменту підприємства, котре фінансується переважно за рахунок власного капіталу, відрізняються від поведінки та рішень

менеджменту того, яке використовує позичені ресурси. Аналогічні висновки можна зробити стосовно поведінки інших учасників фінансових відносин;

— *функція передачі інформації*, котра полягає в тому, що, обираючи об'єкт вкладень чи фінансовий інструмент, капіталодавці сигналізують про потенціал прибутковості й ризиковість активу. У рамках виконання цієї функції має бути забезпечене зменшення інформаційної асиметрії між менеджментом підприємства та капіталодавцями. Аналогічно до функції трансформації, з теоретичної точки зору, субститутуом функції передачі інформації є досконалий ринок капіталів, який, однак, суперечить реальній практиці.

Таким чином, корпоративні фінанси мають виконувати функції формування фінансових ресурсів, їх розподілу, контролю ефективності формування й розподілу, трансформації, впливу на поведінку учасників фінансових відносин, вартісноформуючу та передачі (трансферу) інформації. Якщо традиційні функції вітчизняною наукою до певної міри досліджуються, то новітні здебільшого залишаються поза її увагою. Слід зазначити, що спектр перспективних напрямів наукового забезпечення реалізації цих функцій, які повинні визначати предмети дослідження в царині корпоративних фінансів, досить широкий.

Для визначення перспектив розвитку теорії та практики корпоративних фінансів в Україні з'ясуємо ключові складові й пріоритети наукової дисципліни “корпоративні фінанси”, котрі виокремлюються представниками провідних фінансових шкіл світу. Так, американські економісти М. Ерхард і Ю. Брігхем виділяють такі класичні блоки корпоративних фінансів: фінансова звітність та її аналіз; форми залучення капіталу (боргові цінні папери й корпоративні права); фінансове планування; вартісно-орієнтоване управління та оцінка підприємств; розподіл прибутку і структура капіталу; управління фінансами ТНК [12]. А. Дамодаран додає до цього переліку оцінку інфляційних і валютних ризиків для підприємств, фінансові питання операцій зі злиття й поглинання, а також приділяє значно більшу увагу питанням оцінки вартості власного капіталу та витрат на його залучення [13].

Набагато ширшим є зміст корпоративних фінансів у розумінні С. Росса та його колег [14], які відносять до них елементи дисциплін “фінансове посередництво”, “фінансовий ринок” та ін. Це питання оцінки акцій, облігацій, похідних фінансових інструментів, ризиків, а також оцінки чутливості, премії за ризик. За версією Р. Фолкарта, відомого представника швейцарської школи корпоративних фінансів, їх ключовими напрямками є: інвестиційна політика, політика фінансування й підтримки ліквідності, фінансовий контролінг та оцінювання ризиків, вартісно-орієнтоване управління, фінансова комунікація, фінансові аспекти злиття й поглинання бізнесу (*mergers & acquisitions*) [15].

Доволі вичерпним є структурування дисципліни “корпоративні фінанси” американських економістів Р. Брейлі та С. Майерса [16], котрі виокремлюють

такі складові: вартість (методологія оцінки ефективності інвестицій, вартості акцій, вибору ставки дисконтування); ризик (теорія інвестиційного портфеля, планування капітальних вкладень); капітальні вкладення (практичні аспекти); джерела фінансування підприємств (ефективність ринку: вплив на фінансові рішення); дивідендна політика та структура капіталу; боргове фінансування; короткострокове фінансове планування; злиття й поглинання.

Усі розглянуті підходи об'єднує націленість на виконання традиційних і новітніх функцій корпоративних фінансів. Зазначене стосується як фінансового, так і виробничого секторів економіки. Особливості діяльності фінансових інститутів, залучення й розміщення ними фінансових ресурсів не виокремлюються як складові таких фінансів. Попри те, що деякі автори дозволяють собі поширювати на корпоративні фінанси елементи інших дисциплін (насамперед фінансовий ринок), незмінними елементами в їх концептуальному каркасі є кількісна оцінка ризиків і результатів діяльності підприємств із позицій інтересів інвестора (власника) та прийняття на цій основі управлінських рішень щодо довго- й короткострокового фінансування. Отже, корпоративні фінанси — це наукова дисципліна, котра має чітко визначений зміст і методологічний каркас. Досить лаконічним є підхід до трактування їхньої сутності А. Дамодарана: “корпоративні фінанси охоплюють усі рішення підприємств, які мають фінансові наслідки”. Мається на увазі рішення щодо інвестицій, фінансування та у сфері дивідендної політики [13].

Теорія корпоративних фінансів досить динамічно розвивається, що зумовлено карколомними змінами, яких зазнали фінансові системи країн із ринковою економікою протягом останніх 50 років. Напрями досліджень у цій сфері охоплюють широкий спектр дискусійних питань. У провідних міжнародних наукових виданнях із корпоративних фінансів¹ публікуються результати досліджень актуальних проблем галузі, таких як оптимізація структури капіталу, інституційні аспекти корпоративних фінансів, відносини підприємств — реципієнтів капіталу з фінансовими ринками та оцінка фінансових ризиків, біхевіористичні фінанси, фінансове моделювання, особливості корпоративних фінансів у окремих країнах. Західні дослідники зосереджуються на певних, досить вузьких, сегментах цього напрямку та отримують конкретні наукові результати у вигляді нових методів, інструментів і технологій прийняття фінансових рішень. Доки представники вітчизняних фінансів сперечаються щодо складу фінансів, їхніх функцій, структури фінансової системи та ознак відповідних відносин, західна наука винайшла передові технології управління фінансовими потоками й високоефективні методи фінансової діяльності. Корпоративні фінанси й у теорії, й на практиці досягли значних висот [17, с. 19].

¹ The Journal of Corporate Finance, Journal of Applied Corporate Finance, The Review of Corporate Finance Studies, International Journal of Financial Management, European Financial Management.

Теоретичні дослідження та прикладні розробки в царині сучасних корпоративних фінансів ґрунтуються на досягненнях найкращих представників світової фінансової думки, котрі в різні роки отримали Нобелівську премію з економіки. Показовим, на думку В. М. Федосова, А. І. Крисоватого, Н. С. Рязанової, є те, що більшість праць серед тих, за які присуджується ця премія, присвячені саме фінансам корпорацій та їх функціонуванню на фінансових ринках [9].

Вихідним пунктом сучасної теорії корпоративних фінансів можна вважати дискусії кінця 1950-х років навколо проблематики *оптимізації структури капіталу підприємства*. В основі цих дискусій — питання про вплив рівня заборгованості на ціну залучення капіталу та вартість компанії. На противагу твердженням класичної теорії, що оптимальний рівень заборгованості підприємства існує, його можна розрахувати й він впливає на ціну залучення фінансових ресурсів, неокласики висунули гіпотезу “іррелевантності фінансування”. Ідеться про теорему MM, обґрунтовану в 1958 р. лауреатами Нобелівської премії з економіки Ф. Модільяні та М. Міллером, котра характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю підприємства (його корпоративними правами), структурою та вартістю капіталу. Згідно з теоремою MM, вартість підприємства за заданого рівня ризику визначається лише його потенційною прибутковістю та не залежить від структури капіталу і джерел його фінансування. Отже, середньозважена ціна залучення капіталу не залежить від рівня заборгованості. Свій висновок автори обґрунтовують тим, що інвестори можуть оптимізувати доходи й ризики шляхом диверсифікації вкладень у корпоративні права та боргові цінні папери того самого об'єкта фінансування [18]. На цій основі було створено концептуальний каркас подальших досліджень, які тривають, тимчасом проблеми оптимізації структури капіталу й вибору джерел фінансування зберігають свою актуальність. Щоправда, свої висновки американські економісти обґрунтовують за припущення щодо досконалого ринку капіталів (відсутність інформаційної асиметрії, трансакційних витрат, нейтральний вплив оподаткування, раціональна поведінка індивідів тощо).

Важливим напрямом розвитку корпоративних фінансів є *інституційні аспекти фінансових відносин між економічними суб'єктами*, котрі, за словами К. Ерроу, прагнуть насамперед якомога кращим чином реалізувати власні переваги [19]. Мається на увазі налагодження ефективної фінансової комунікації підприємства із шехолдерами й стейкхолдерами, яке не можливе без урахування висновків Дж. Акерлофа, М. Спенса та Дж. Стігліца, котрі впливають із аналізу ринків за умови інформаційної асиметрії (Нобелівська премія 2001 р.). Проблема полягає в тому, що, досягаючи своїх цілей, одні групи інтересів вступають у конфлікт із іншими групами. Першопричиною конфлікту є асиметричний розподіл інформації й так звана опортуністична поведінка агента, причому останній

завжди має переваги в інформаційному забезпеченні. На практиці це призводить до прийняття субоптимальних рішень та виникнення фінансових криз.

У рамках корпоративних фінансів досліджуються також *відносини підприємств — реципієнтів капіталу з учасниками фінансових ринків та оцінка фінансових ризиків*. Сучасні інструменти оцінки фінансово-інвестиційних ризиків підприємств в умовах невизначеності мають враховувати концептуальні положення теорії фінансування й ринку капіталів Г. Марковіца, У. Шарпа та Г. Міллера (Нобелівська премія 1990 р. за теорію інвестиційного портфеля, модель оцінки CAPM і фундаментальний внесок у розвиток теорії корпоративних фінансів). Ця теорія ґрунтується на гіпотезі, що вкладання заданого обсягу інвестиційного капіталу в один об'єкт інвестицій є більш ризиковим, ніж інвестування тієї ж суми в різні об'єкти (диверсифікація). За висновками професора Стенфордського університету У. Шарпа, диверсифікація вирішальним чином зменшує несистематичні ризики, усереднюючи рівень систематичних ризиків [20, с. 217]. Для дослідження несистематичних ризиків, на думку професора В. М. Суторміної, потрібен фундаментальний аналіз фінансового стану підприємства, спрямований на з'ясування ймовірності банкрутства, дефолту та інших несприятливих ситуацій [4]. Цей напрям досліджень актуалізувався з 1990-х років, коли виникли нові наукові школи з оцінки ризиків і фінансових інструментів (А. Дамодарана [21], Ю. Фами й К. Френча [22] та ін.). До речі, за емпіричний аналіз цін на активи Ю. Фамі, Л. Хансену та Дж. Шиллеру присуджено Нобелівську премію з економіки 2013 р.

Обов'язковою умовою забезпечення ефективного фінансового контролю на підприємстві є врахування згаданих особливостей прийняття фінансових рішень в умовах інформаційної асиметрії та суб'єктивних преференцій учасників фінансових відносин, а також специфіки нераціональної поведінки індивідів. Теоретичний фундамент цього напрямку корпоративних фінансів утворюють концептуальні висновки Д. Канемана і В. Сміта (Нобелівська премія 2002 р.), формалізовані у вигляді теорії *біхевіористичних фінансів* (behavioral finance), а також праці У. Вікрі та Д. Мирліса (Нобелівська премія 2002 і 1996 рр.), присвячені дослідженню мотивації економічних агентів, що впливають із теоретичного аналізу стимулів в умовах інформаційної асиметрії. Раціональні фінансові рішення у сфері корпоративних фінансів не можливі, якщо ігнорується вплив трансакційних витрат, роль котрих обґрунтував Р. Коуз (Нобелівська премія 1991 р.).

Підсумовуючи огляд сучасних теоретичних концепцій корпоративних фінансів, зауважимо, що в працях більшості вітчизняних науковців у сфері фінансів мікроекономічного рівня зазначені підвалини корпоративних фінансів або ігноруються, або висвітлюються досить поверхнево. Вітчизняна теорія за напрямом фінансів підприємств (як квазіскладової системи державних фінансів) досі “тупцює” навколо питань визначення місця й ролі фінансових

ресурсів, організації оборотних фондів, розподілу та перерозподілу доходів, віднесення певних дефініцій до економічних категорій. Зрозуміло, що практична цінність таких досліджень наближається до нуля. Цінність теоретичних напрацювань полягає в можливості розроблення на їх основі інноваційних методик, схем і технологій управління фінансами. Проте дослідження окремих інструментів, технологій та методів підтримки прийняття фінансових рішень доволі часто не знаходять належної підтримки наукової спільноти: чомусь вважається, що вивчення конкретного методу, інструменту оцінки вартості компанії чи окремо взятого показника оцінки інвестицій є надто вузьким, а отже, не може бути предметом наукового пошуку. Крім того, внаслідок нерозуміння ролі та значення фінансів мікроекономічного рівня у фінансовій науці до паспорта наукової спеціальності 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” тривалий час не включався блок корпоративних фінансів. Недивно, що за цих обставин українська фінансова наука, зокрема напрям корпоративних фінансів, відстає на лише від західних, а й від пострадянських наукових шкіл.

До внесення змін у паспорті згаданої спеціальності [23] потужними блоками були представлені макрофінанси (попит і пропозиція грошей, механізми грошово-кредитного регулювання, фіскальна й монетарна політики, їх координація; інфляція та стабілізація грошей, фінансова система, державне фінансове господарство, державний бюджет тощо), фінансовий ринок і ринок фінансових послуг, функціонування банківської системи та страхування. Водночас напрям досліджень фінансів мікроекономічного рівня, як уже зазначалося, був відсутній. Але ж чи можуть названі складові фінансової системи функціонувати без фінансів базової ланки економіки? Зрозуміло, що ні. Досить красномовною в цьому контексті є теза А. І. Крисоватого, В. М. Федосова та Н. С. Рязанової: “інформація та знання з питань корпоративних фінансів належать до основних для забезпечення ефективного розвитку інноваційної економіки, що обумовлює виклики, які постають перед вітчизняною фінансовою наукою та освітою на сучасному етапі” [9]. Отже, потрібне ґрунтовне теоретико-методичне забезпечення відповідного напрямку.

Щодо цього факту не виникає жодних дискусій ані в західній фінансовій науці, ані серед дослідників пострадянських країн. Наприклад, у Білорусі в паспорті спеціальності “Фінанси, грошовий обіг і кредит”, що діє з липня 2014 р., виокремлено такі напрями: “Фінансовий менеджмент”, “Фінанси організацій і галузей національної економіки” та “Оціночна діяльність”. Навіть поверхневе порівняння досліджень, проведених у цій країні, з паспортом відповідної спеціальності в Україні, чинним до 2015 р., показує, що основні напрями наукових розвідок у сфері фінансів підприємств українською ВАК донедавна були проігноровані повністю. У таблиці наведено ключові напрями досліджень у сфері фінансів мікроекономічного рівня згідно з паспортами відповідної спеціальності в Білорусі та Україні.

Таблиця. Напрями досліджень у сфері фінансів мікроекономічного рівня в Білорусі та Україні відповідно до паспортів спеціальності

Білорусія	Україна (оновлений варіант)
<p>Грошові потоки, стратегічне управління грошовими потоками; фінансові ризики: кількісна та якісна оцінка ризиків, механізм нейтралізації фінансових ризиків; ціна капіталу підприємства та принципи її оцінки; дивіденди й дивідендна політика; управління запасами та дебіторською заборгованістю підприємств; управління грошовими активами; форми фінансування підприємств; інвестиції в основні й оборотні засоби підприємств і організацій; прибуток та рентабельність підприємств; грошові доходи й витрати підприємств; оцінка вартості бізнесу та нерухомого майна; фінансове планування як інструмент управління фінансами організацій; особливості організації фінансів організацій різних організаційно-правових форм.</p>	<p>Фінанси суб'єктів господарювання; фінансовий менеджмент і контролінг у сфері бізнесу; капітальні та фінансові інвестиції в реальному секторі економіки; управління фінансово-інвестиційними ризиками; вартісно-орієнтоване управління та оцінка вартості бізнесу; грошові потоки, робочий капітал, доходи й витрати суб'єктів господарювання; капітал корпоративних підприємств та ціна його залучення; фінансова й корпоративна реструктуризація підприємств; антикризове фінансове управління на підприємстві; біхевіористичні корпоративні фінанси; внутрішній фінансовий контроль на підприємстві.</p>

Джерело: складено авторами.

Хоча білоруські розробники паспорта спеціальності “Фінанси, грошовий обіг і кредит” передбачили цілий ряд інноваційних напрямів досліджень у сфері фінансів мікроекономічного рівня, остаточно позбавитися “радянського” бачення останніх їм не вдалося. Як видно з таблиці, серед домінант фінансової науки в цій країні виокремлено низку традиційних для Заходу напрямів досліджень саме в галузі корпоративних фінансів (інвестиційна діяльність підприємств та їх фінансування, оцінка вартості бізнесу, управління елементами робочого капіталу тощо).

Надзвичайно позитивним є те, що оновлений паспорт спеціальності “Гроші, фінанси і кредит” в Україні включає більшість напрямів досліджень у сфері корпоративних фінансів, актуальних для світової фінансової науки. Окреслені в таблиці напрями включають і традиційні для пострадянської фінансової науки позиції (доходи й витрати суб'єктів господарювання), й інноваційні, що дискутуються західною фінансовою думкою (біхевіористичні корпоративні фінанси, вартісно-орієнтоване управління та ін.).

Зупинимося на цих позиціях детальніше. Не підлягає сумніву доцільність включення до дослідницького поля фінансової науки *фінансового менеджменту й контролінгу*. В Україні досить поширена точка зору, що, оскільки в словосполученні “фінансовий менеджмент” присутній термін “менеджмент”, тематику дослідження слід відносити до спеціальності “Економіка та управління підприємствами”. Те саме стосується контролінгу. Однак у відповідному паспорті спеціальності про фінансовий менеджмент і контролінг

не йдеться. Природно, що в рамках зазначеної спеціальності мали б досліджуватися питання виробничого менеджменту й контролінгу, але аж ніяк не фінансові проблеми. Безперечно, система інформаційно-аналітичної підтримки процесів прийняття управлінських рішень, відома сьогодні як контролінг (controlling), належить до ключових моделей у галузі корпоративних фінансів [16]. Поле дослідницьких проблем у сфері фінансового менеджменту та контролінгу простягається від методології прийняття та підтримки фінансових рішень до обґрунтування окремих фінансових інструментів.

Дослідження особливостей прийняття рішень щодо *капітальних і фінансових інвестицій у реальному секторі економіки* є важливою складовою корпоративних фінансів. За визначенням провідних західних дослідників фінансів мікроекономічного рівня С. Росса, Р. Брейлі та С. Майерса, призначення корпоративних фінансів полягає у вирішенні двох основних фінансових питань, з котрими стикається фінансовий менеджер корпорації: які інвестиції має здійснити компанія та як їх оплатити? Перше питання передбачає прийняття правильних інвестиційних рішень, друге — рішень щодо вибору джерел їх фінансування [16]. За висновками В. М. Суторміної, категорії “функціонуючий капітал” та “інвестиції”, поряд із іншими, утворюють синтетичну категорію “фінанси корпорацій” [4]. Таким чином, включення проблематики капітальних і фінансових інвестицій, управління фінансово-інвестиційними ризиками, робочого капіталу (working capital) до пріоритетних напрямів дослідження фінансової науки є обґрунтованим та відповідає сучасним світовим тенденціям розвитку науки про корпоративні фінанси.

Доцільність віднесення до блоку досліджень фінансів мікроекономічного рівня *вартісно-орієнтованого управління та оцінки вартості бізнесу* обґрунтовується, зокрема, вартісно-формуючою функцією корпоративних фінансів, котра об'єктивно, незалежно від волі, бажання людей і держави, створює умови для уможливлення руху мінової вартості капіталу та її зростання [9]. Концепція вартісно-орієнтованого управління (value based management) є інноваційним напрямом корпоративних фінансів, який набуває дедалі більшого поширення у світовій теорії та практиці [24].

Жодне ґрунтовне дослідження з корпоративних фінансів не оминає увагою такі специфічні сфери корпоративних фінансів, як *антикризове управління фінансами, корпоративна реструктуризація, злиття й поглинання бізнесу* (mergers & acquisitions) [14—16; 25]. Отже, включення цих напрямів до паспорта спеціальності логічно вписується у світові тренди фінансової науки.

У контексті визначення економічної сутності корпоративних фінансів доволі слушною є теза: “конкретними формами прояву корпоративних фінансів, як таких, що представляють грошові відносини корпорації з іншими економічними агентами та в ході котрих уможливується рух і збільшення вартості її капіталу, є формування, розподіл та використання такого капіталу корпорацією” [4].

Ефективні фінансові рішення не можливі без оцінки й урахування витрат на залучення капіталу, об'єктивних оцінок доцільності інвестиційних вкладень та вартості бізнесу. Тому цілком виправданим є виокремлення серед напрямів досліджень фінансової науки складової *“капітал корпоративних підприємств та ціна його залучення”*. Як показав проведений нами огляд публікацій із тематики корпоративних фінансів, питання відносин підприємств — реципієнтів капіталу з фінансовими ринками та оцінки фінансових ризиків перебувають у центрі уваги сучасної світової фінансової науки. З метою полегшення розрахунку експліцитних та імпліцитних витрат на капітал компанії розроблено різноманітні концепції¹. Для країн із нерозвиненим фондовим ринком, у т. ч. України, питання науково-методичного обґрунтування ціни залучення капіталу, ставки дисконтування є надзвичайно актуальним. Наукового вирішення потребують численні питання, пов'язані з визначенням параметрів CAPM для підприємств, які функціонують на ринках, що розвиваються (emerging markets), зокрема безризикової ставки дохідності, середньоринкової премії за ризик, премії за ризик країни, рівня систематичних ризиків.

На наш погляд, перспективним напрямом розвитку корпоративних фінансів, котрий досліджує психологічні аспекти прийняття фінансових рішень за різних рамкових умов, є *біхевіористичні (поведінкові) фінанси*. За цієї концепції дещо послаблюються припущення неокласичної теорії стосовно раціональності поведінки, досконалості інформаційного забезпечення, трансакційних витрат. Найвідомішими представниками біхевіористичного напрямку, яким присуджена Нобелівська премія з економіки, є Д. Каннеман і А. Тверські. Вони обґрунтували перспективну теорію (prospect theory) [26], що також має назву *“нова теорія очікувань”* або *“теорія вибору”*. Згідно з висновками біхевіористів, індивіди є чутливішими до втрат, ніж до вигравів (прибутків). Це означає, що для економічних суб'єктів важливіше уникнути збитків, ніж отримати прибутки. Крім цього, індивіди готові нести набагато вищі ризики для збереження теперішньої ситуації (status-quo) порівняно з ризиками, пов'язаними з її зміною.

Досить переконливими для розуміння сутності поведінкових корпоративних фінансів є висновки біхевіористів про те, що в процесі прийняття фінансових рішень необхідно враховувати також психологічні фактори, зокрема когнітивний дисонанс, евристичні помилки. Біхевіористи доводять, що ціна акцій (а отже, й вартість компанії) занадто сильно реагує на макроекономічні показники та неперевірену інформацію. Тому в ринковій ціні активів досить часто агрегується нерациональність учасників ринку. Саме тому

¹ Наприклад, модель оцінки дохідності активів В. Шарпа, Дж. Лінтнера та Дж. Моссіна (CAPM), котра передбачає існування лінійної залежності між ризиком (бета-коефіцієнтом) та премією за ризик; багатофакторна модель Ю. Фама й К. Френча; модель оцінки фінансових ризиків А. Дамодарана.

така ціна активу здебільшого відрізняється від його внутрішньої (фундаментальної) вартості, що нерідко призводить до помилкового розподілу ресурсів у економіці країни та окремих підприємств, котрий може спричинити фінансову кризу. Враховуючи зазначені фінансові проблеми, вважаємо цілком виправданим виокремлення біхевіористичних корпоративних фінансів як інноваційного напрямку досліджень фінансової науки, сфокусованого на процесах прийняття фінансових рішень на корпоративному рівні з урахуванням психологічних і ментальних особливостей учасників фінансових відносин, які діють не завжди раціональним чином.

Аналіз вітчизняної наукової думки у сфері фінансів свідчить про наявність певних розбіжностей у поглядах представників так званих традиційних фінансів підприємств та прихильників корпоративних фінансів у їх західному розумінні, котрі проявляються як у підходах до формулювання актуальних проблем дослідження, так і в його методах. Представники традиційних фінансів реального сектору економіки обґрунтовують необхідність збереження жорстких рамок і спектра пострадянської проблематики досліджень, коли фінансова думка була зосереджена переважно на питаннях складу фінансової системи та фінансового механізму, розподілу прибутку між підприємствами й державою, формулюванні функцій фінансів підприємств, сутності грошових фондів та фінансових ресурсів, фінансових інструментах державного регулювання економічних процесів на мікрорівні, бюджетній підтримці підприємств тощо.

Теорія у сфері корпоративних фінансів зорієнтована на логічно-дедуктивне (окреме пізнається на основі послідовного вивчення внутрішніх закономірностей загального) та емпірично-індуктивне (загальне виводиться з використання математично-статистичних методів оброблення окремих сегментів інформації, одержаної емпіричним шляхом, тобто з досвіду, практики) обґрунтування факторів, методів та інструментів, які визначають фінансові рішення. Характерним для таких фінансів є широке використання в теорії й практиці економетричних методів дослідження. Разом із тим у колі вітчизняних фінансистів-науковців застосування сучасних математичних моделей для обґрунтування висновків фінансового змісту досить часто не знаходить підтримки. Опоненти використання у фінансових дослідженнях економетричних методів і моделей чомусь вважають, що подібні роботи повинні відноситися до наукової спеціальності "Економіко-математичне моделювання". При цьому вони ігнорують ту обставину, що сьогодні жодна серйозна наукова праця в царині корпоративних фінансів не обходиться без детальних економетричних викладок. Треба визнати, що епізодичні спроби запровадити сучасний апарат емпіричних досліджень та новітню проблематику корпоративних фінансів у вітчизняну теорію досить часто наражаються на спротив прихильників традиційних фінансів, котрий помітно гальмує розвиток відповідного напрямку фінансової думки.

У рамках обговорення теми необхідності застосування нових підходів до досліджень у сфері фінансової науки варто розглядати й актуальні питання оптимізації переліку наукових спеціальностей, а також галузей знань і спеціальностей, за якими проводиться підготовка здобувачів вищої освіти. Так, за економічним напрямом, на наш погляд, доцільно запозичити європейський досвід. Замість визначення в нормативному документі суперечливого переліку спеціальностей із 5—10 позицій, котрий у будь-якому разі не міститиме всіх можливих спеціалізацій, є сенс виокремити два фахових напрями (спеціальності): економіку мікрорівня (рівень підприємств) та економіку народного господарства (макроекономічний рівень). У рамках цих спеціальностей вищі навчальні заклади можуть самі запроваджувати ті спеціалізації, що диктуються ринком, такі як облік, контролінг, корпоративні фінанси, банківська справа, оподаткування тощо. Цікаво, що за таким підходом державні фінанси належать до спеціальності “Економіка народного господарства”, а корпоративні фінанси, банківська діяльність, страхування — до спеціальності “Економіка підприємства”. Варто звернути увагу також на те, що в “найкращих традиціях” пострадянської школи фінансів у більшості вітчизняних університетів функціонують кафедри фінансів (грошового обігу) та кредиту, на котрих об’єднані як макро-, так і мікрофінанси. Подібна ситуація є нонсенсом для західних університетів, де існує чіткий розподіл між напрямками, що репрезентують економіку народного господарства та економіку підприємства.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. Корпоративні фінанси як окремий сегмент фінансової науки в Україні потребують модернізації в частині методологічної бази та напрямів досліджень. Перші кроки на цьому шляху було зроблено із затвердженням нової редакції паспорта спеціальності “Гроші, фінанси і кредит” щодо змісту напрямів наукових досліджень у сфері фінансів суб’єктів господарювання. Зазначене дало змогу розширити предметне поле в цій сфері фінансової науки, задіяти сучасний теоретичний інструментарій та підвищити якість досліджень із корпоративних фінансів. Специфіка фінансів підприємств України, котрі функціонують у нестабільному макроекономічному середовищі, в умовах пристосування до перманентних змін у законодавчій сфері та корумпованості чиновників, поширення ухилення від оподаткування, високого рівня тінізації фінансових відносин тощо, не є підставою для відмови від сучасних спектра й методів досліджень у царині корпоративних фінансів. Під час глобалізації економічних процесів відбувається прискорена уніфікація форм фінансових відносин, на принципово новий рівень виходить якість фінансових рішень. Завданням фінансової науки при цьому є обґрунтування найприйнятніших форм і методів фінансування підприємств, визначення критеріїв ефективного вкладення капіталу, розроблення адекватних інструментів оцінки фінансово-інвестиційних ризиків. Дослідження у сфері корпоративних фінансів матимуть цінність лише за умови прикладного значення

їхніх результатів, які мають бути викладені мовою, зрозумілою для світової наукової спільноти, а не лише для вузького кола вітчизняних фахівців.

Список використаних джерел

1. Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, Structural Issues // ECB Occasional Paper Series. — 2013. — No 151 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrops/ecbocsp151.pdf>.
2. *Allen F.* Stock Markets and Resource Allocation / F. Allen // *Capital Markets and Financial Intermediation* / C. Mayer, X. Vives (eds.). — Cambridge : Cambridge University Press, 1993. — P. 81—108.
3. Статистичний щорічник України за 2013 рік : стат. зб. / відп. за вип. О. Е. Остапчук ; Держ. служба статистики України. — К., 2014. — 28 с.
4. *Суторміна В. М.* Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В. М. Суторміна ; ДВНЗ “Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана”. — К., 2004. — 566 с.
5. *Tylecote A.* Corporate Governance, Finance and the Technological Advantage of Nations / A. Tylecote, F. Visintin. — N. Y. : Routledge, 2007. — 336 p.
6. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : у 3 т. Т. 3 : Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління / за ред. А. І. Даниленка ; НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. — К. : Фенікс, 2008. — 308 с.
7. Німецький економічний словник “Gabler” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/oeffentliche-finanzen.html>.
8. *Watson D.* Corporate finance: principles and practice / D. Watson, A. Head. — 5th ed. — Edinburgh : Pearson Education Limited, 2010. — 473 p.
9. *Крисоватий А. І.* Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // *Фінанси України*. — 2013. — № 9. — С. 7—27.
10. Господарський кодекс України : закон України від 16.01.2003 № 436-IV [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
11. *Breuer W.* Finanzierung / W. Breuer, M. Gürtler, F. Schuhmacher // *Working Paper*. — 2003. — Juni 17. — 41 s.
12. *Ehrhardt M. C.* Corporate Finance: A Focused Approach / M. C. Ehrhardt, E. A. Brigham. — 4th ed. — Florence, KY : Cengage Learning, 2010. — 840 p.
13. *Damodaran A.* Corporate finance : theory and practice / A. Damodaran. — New Delhi : John Wiley & Sons, 2002. — 982 p.
14. *Ross S.* Corporate Finance / S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe. — 9th ed. — Boston, MA : McGraw-Hill/Irwin, 2010. — 1003 p.
15. *Volkart R.* Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition / R. Volkart. — Zuerich : Versus, 2003. — 990 s.
16. *Brealey R. A.* Principles of Corporate Finance / R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen. — 8th ed. — Boston, MA : McGraw-Hill/Irwin, 2005.
17. *Федосов В.* Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями : монографія / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін ; за наук. ред. В. Федосова ; ДВНЗ “Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана”. — К., 2002. — 387 с.
18. *Modigliani F.* The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // *American Economic Review*. — 1958. — No 48. — P. 261—297.
19. *Arrow K. J.* The Economics of Agency / K. J. Arrow // *Principals and Agents: The Structure of Business*. — Boston, 1985. — P. 37—51.

20. *Sharpe W. E.* Investments / W. E. Sharpe, G. J. Alexander. — 4th ed. — N. J. : Prentice-Hall : Englewood Cliffs, 1990.

21. *Damodaran A.* Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications / A. Damodaran [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://papers.ssrn.com/>.

22. *Fama E. F.* The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment / E. F. Fama, K. R. French // Journal of Finance. — 1999. — No 54 (6). — P. 1939—1967.

23. Паспорти спеціальностей [08.00.01 — 08.00.03, 08.00.05 — 08.00.11] : затв. постановою президії ВАК України від 14.12.2006 № 31-06/11 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/MUS5208.html.

24. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value : A Guide for Managers and Investors / A. Rappaport. — N. Y. : The Free Press, 1998. — 224 p.

25. *Ван Хорн Дж.* Основы финансового менеджмента / Дж. Ван Хорн, Дж. Вахович ; пер с. англ. — 12-е изд. — М. : ИД “Вильямс”, 2008. — 1232 с.

26. *Kahneman D.* Prospect theory: an analysis of decision under risk / D. Kahneman, A. Tversky // Econometrica. — 1979. — No 47 (2). — P. 263—291.