

СТРУКТУРА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА: СИСТЕМАТИЗАЦІЯ ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ У КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ПІДПРИЄМСТВА

© 2018 ШКОЛЬНИК І. О., МАЛИШ Д. О., КОЗЬМЕНКО Є. С.

УДК 658.15

Школьник І. О., Малиш Д. О., Козьменко Є. С. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства

Базовим елементом фінансової архітектури підприємства є структура капіталу поряд зі структурою власності та корпоративним управлінням. За мету визначено систематизацію теорій структури капіталу в контексті їх використання як методологічної бази формування фінансової архітектури підприємства. Аналізуючи фундаментальну теорію структури капіталу Модільяні – Міллера, визначено, які обмеження лягли в основу розбудови сучасних теорій. Виокремлено статичні та динамічні теорії. У межах кожної групи систематизованих теорій визначено їх ключові обмеження та аргументацію щодо формування оптимальної структури капіталу. На основі проведеної систематизації згруповано фактори, що впливають на формування структури капіталу підприємства в розрізі: статичні – зовнішні та внутрішні, динамічні – зовнішні та внутрішні. Результати цього дослідження є методологічною базою для проведення аналізу стану формування фінансової архітектури підприємств вітчизняної економіки.

Ключові слова: теорія структури капіталу, статичні теорії, динамічні теорії, фінансова архітектура підприємства.

Рис.: 5. Бібл.: 22.

Школьник Інна Олександрівна – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: y.shkolnyk@uabs.sumdu.edu.ua

Малиш Дмитро Олександрович – аспірант, кафедра фінансів, банківської справи та страхування, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: Malushd@ukr.net

Козьменко Євген Сергійович – магістрант, кафедра фінансів, банківської справи та страхування, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: kozmenko.ye@gmail.com

УДК 658.15

UDC 658.15

Школьник И. А., Малыш Д. А., Козьменко Е. С. Структура капитала предприятия: систематизация теоретических подходов в контексте финансовой архитектуры предприятия

Базовым элементом финансовой архитектуры предприятия является структура капитала наряду со структурой собственности и корпоративным управлением. Цель статьи заключается в систематизации теорий структуры капитала в контексте их использования в качестве методологической базы формирования финансовой архитектуры предприятия. Анализируя фундаментальную теорию структуры капитала Модильяни – Миллера, определено, какие ограничения легли в основу развития современных теорий. Выделены статические и динамические теории. В пределах каждой группы систематизированных теорий определены их ключевые ограничения и аргументация по формированию оптимальной структуры капитала. На основе проведенной систематизации сгруппированы факторы, влияющие на формирование структуры капитала предприятия в разрезе: статические – внешние и внутренние, динамические – внешние и внутренние. Результаты данного исследования являются методологической базой для проведения анализа формирования финансовой архитектуры предприятий отечественной экономики.

Ключевые слова: теория структуры капитала, статические теории, динамические теории, финансовая архитектура предприятия.

Рис.: 5. Библ.: 22.

Школьник Инна Александровна – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой финансов, банковского дела и страхования, Сумской государственной университет (ул. Римского-Корсакова, 2, Сумы, 40007, Украина)

E-mail: y.shkolnyk@uabs.sumdu.edu.ua

Малыш Дмитрий Алексеевич – аспирант, кафедра финансов, банковского дела и страхования, Сумской государственной университет (ул. Римского-Корсакова, 2, Сумы, 40007, Украина)

E-mail: Malushd@ukr.net

Козьменко Евгений Сергеевич – магистрант, кафедра финансов, банковского дела и страхования, Сумской государственной университет (ул. Римского-Корсакова, 2, Сумы, 40007, Украина)

E-mail: kozmenko.ye@gmail.com

Shkolnyk I. O., Malys D. O., Kozmenko Ye. S. The Structure of the Enterprise Capital: a Systematization of Theoretical Approaches in the Context of Financial Architecture of Enterprise

The basic element of the financial architecture of enterprise is the structure of capital along with the structure of ownership and corporate management. The article is aimed at systematizing the theories of capital structure in the context of their use as a methodological base for the formation of financial architecture of enterprise. Analyzing the fundamental theory of the structure of capital by Modigliani-Miller, it is determined, what restrictions have formed the basis for the development of modern theories. The static and the dynamic theories have been allocated. Within terms of each group of the systematized theories, their key limitations and arguments on formation of the optimal structure of capital have been defined. On the basis of the carried out systematization, the factors influencing the formation of structure of capital of enterprise have been grouped as: static – external and internal, dynamic – external and internal. The results of this research form the methodological basis for analyzing the formation of financial architecture of enterprises of the national economy.

Keywords: Theory of capital structure, static theories, dynamic theories, financial architecture of the enterprise.

Fig.: 5. Bibl.: 22.

Shkolnyk Inna O. – Doctor of Sciences (Economics), Professor, Head of the Department of Finance, Banking and Insurance, Sumy State University (2 Rymkoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: y.shkolnyk@uabs.sumdu.edu.ua

Malys Dmytro O. – Postgraduate Student, Department of Finance, Banking and Insurance, Sumy State University (2 Rymkoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: Malushd@ukr.net

Kozmenko Yevhenii S. – Graduate Student, Department of Finance, Banking and Insurance, Sumy State University (2 Rymkoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: kozmenko.ye@gmail.com

Фінансова архітектура підприємства стає все більше в центрі уваги вітчизняних досліджень, адже вона дозволяє системно підходити до вивчення проблем фінансового менеджменту підприємства. Узгодженість дій між стейкхолдерами, в першу чергу власниками та менеджерами, дозволяє уникати суттєвих фінансових ризиків, що акумулюються на підприємстві в результаті сформованої структури капіталу. Саме структура капіталу є базовим елементом фінансової архітектури підприємства, поряд із структурою власності та корпоративним управлінням.

Наразі світова фінансова наука напрацювала значну теоретичну базу щодо управління структурою капіталу підприємств, які варто систематизувати саме в контексті вищезазначеного. Відштовхуючись від робіт Е. Соломона, Дж.Ф. Уестона, Д. Дюранда та базової теорії М. Міллера та Ф. Модільяні, розвиток теорій структури капіталу знайшов своє відображення в роботах Е. Фішера, Р. Хенкеля, Дж. Зечнера, М. Лері, М. Робертса, М. Дженсена, У. Меклінга, С. Маерса, Н. Майлуфа, А. Дітмара, А. Такора, Р. Фрімана, Е. Фама, К. Френча та багатьох інших. Вітчизняні науковці про-

водять аналіз базових теорій структури капіталу, водночас у цьому дослідженні за мету було поставлено систематизувати теорії структури капіталу саме в контексті їх використання як методологічної бази формування фінансової архітектури підприємства, тобто узгоджуючи рішення, які приймаються в рамках корпоративного менеджменту та формування під їх впливом власне структури капіталу.

Фундаментальною теорією структури капіталу є теорія Модільяні – Міллера, які в 1958 році опублікували свою фундаментальну роботу «Вартість капіталу, корпоративні фінанси та теорія інвестицій» [1]. В цій роботі вперше науково обґрунтовано довели зв'язок між вартістю фірми та структурою капіталу та зазначили, що структура капіталу має важливе значення для фінансового менеджменту корпорацій. Варто зазначити, що ця теорія мала досить багато обмежень, які пізніше стали поштовхом до появи нових теорій і напрямів дослідження теорій структури капіталу. Залежно від обмежень, задекларованих М. Міллером і Ф. Модільяні у своїй першій праці, сформовано базові теорії, які, на наш погляд, варто систематизувати у вигляді, поданому на рис. 1.

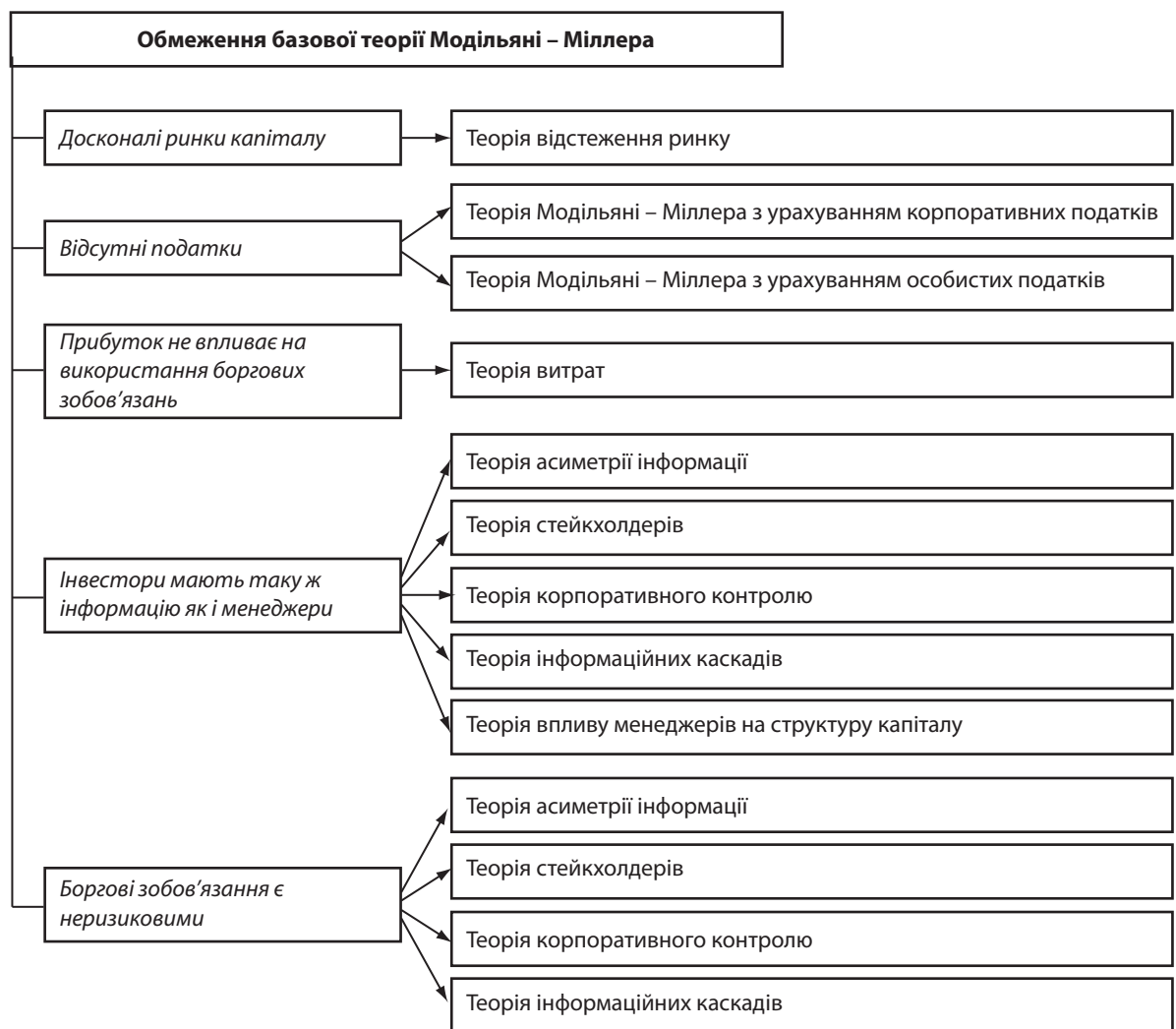


Рис. 1. Базова теорія Модільяні – Міллера як основа розвитку теорій структури капіталу

Джерело: авторська розробка.

Слід зазначити, що до появи фундаментальної теорії структури капіталу Модільяні – Міллера, яка покладена в основу практично всіх сучасних теорій, була запропонована так звана теорія чистого операційного доходу Девідом Дюрандом в його роботі «Вартість боргу та власного капіталу для бізнесу: тенденції та проблеми виміру» [2]. Він зазначав, що компанія може нарощувати обсяг позикового капіталу, який є більш дешевим джерелом фінансування, при цьому вартість власного капіталу буде зростати, але середньозважена вартість капіталу буде залишатись на тому ж рівні або навіть знижуватись. Але це може відбуватись лише до певної точки, в якій буде сформовано оптимальну структуру капіталу з мінімальною середньозваженою вартістю капіталу, а після її перетину вартість буде зростати за рахунок суттєвого зростання вартості власного капіталу, оскільки нарощення боргу сприяє зростанню ризику власників. Автор зазначав, що до досягнення оптимальної структури капіталу вартість компанії буде мати тенденцію до зростання, але після її перетину вартість почне знижуватись. Автор також розглядає структуру капіталу компанії у взаємозв'язку зі структурою активів, які розподілені за принципом джерела фінансування, а саме активи, що фінансуються за рахунок власного капіталу, та активи, що фінансуються за рахунок позикового капіталу. При цьому в теорії було визначено такі передумови: по-перше, показник вартості, як власного, так і позикового капіталу, є константою; по-друге, при зростанні частки позикового капіталу в структурі компанії вартість власного капіталу зростає; по-третє, компанія не сплачує податку на прибуток. Ця теорія неодноразово була розкритикована у зв'язку із відсутністю глибокої теоретичної бази, оскільки вона в основному базується на аналізі фінансових рішень, але вона є основою для розвитку іррелевантних теорій структури капіталу.

В 1955 році Е. Соломоном [3] та в 1963 році Дж. Ф. Уестоном [4] були опубліковані праці, які вважаються основою формування традиційної теорії, суть якої зводиться до того, що компанія може знизити вартість капіталу і при цьому збільшити свою ринкову вартість. Сама теорія побудована на природі корпорацій та поведінці інвесторів. Зокрема, Дж. Ф. Уестон зазначав, що корпорація є засобом перекадання частини фінансового ризику із власників на кредиторів, а враховуючи, що ризик власників обмежується внеском до статутного капіталу корпорації, вони тим самим знижують свої потенційні витрати. Як і у вищерозглянутій теорії чистого операційного доходу, в роботах зазначених авторів також йдеться про взаємозв'язки між оптимальною структурою капіталу, середньозваженою вартістю капіталу та вартістю компанії. Мінімізація середньозваженої вартості капіталу не завжди означає максимізацію ринкової вартості компанії. Так, середньозважена вартість капіталу знижується при зростанні ринкової вартості за умови незмінного операційного прибутку. Водночас для власників пріоритетним завданням є саме максимізація ринкової вартості, а не мінімізація вартості капіталу. Як і в попередній теорії, однією із передумов є те, що компанія не сплачує податок на прибуток, а також вважа-

ється, що позиковий капітал є дешевшим ніж власний. Що стосується останньої передумови, то, наприклад, для України вона взагалі не справджується, оскільки вартість позикового капіталу значно вища за вартість власного капіталу компаній.

Як правило, в науковій літературі всі теорії структури капіталу систематизують у дві великі групи – статичні та динамічні теорії. Цей поділ досить умовний. Для статичних теорій існує певне обмеження щодо формування структури капіталу підприємства в межах такого релевантного діапазону, коли граничні витрати на формування капіталу підприємства будуть перекинутись граничними доходами, тобто кожне підприємство може мати оптимальну структуру капіталу, яка забезпечує максимізацію її вартості (рис. 1). Як правило, динамічні теорії розглядають структуру капіталу як певний результат розвитку компанії в минулому (рис. 2).

Отже, до статичних теорій відносять базову теорію Модільяні – Міллера [1] та її модифікації, після того, як додатково було введено вплив корпоративних податків на формування капіталу [5], а потім додатково введені вже самостійно М. Міллером у теорію особистих податків [6], та відповідно обґрунтовано їх вплив на прийняття рішень щодо капіталу. В першій своїй роботі автори зазначили, що структура капіталу підприємства не впливає на його вартість, але пізніше ними було визначено, що підприємству досить вигідно використовувати для свого розвитку позикові кошти, та доведено, що оптимальною є структура капіталу, яка на 100 % складається з позикових коштів.

В дійсності така ситуація є неможливою, оскільки підприємство у випадку нарощення боргових зобов'язань нарощує і ризики банкрутства, що може призвести до формування суттєвих витрат. На основі цього з'явилась компромісна статична теорія, яка передбачає, що необхідно знайти такий оптимальний розмір боргових зобов'язань, за якого підприємство отримує вигоди через податковий коректор, а вартість підприємства при цьому зростає.

Що стосується динамічних теорій структури капіталу, то тут необхідно окреслити декілька напрямів (рис. 3): динамічну компромісну теорію, теорії асиметрії інформації, ряд поведінкових теорій, теорія відстеження ринку та теорії «free cash flow».

Дослідження в контексті динамічної компромісної теорії є досить популярними, і широке коло науковців досліджують на прикладі різних компаній особливості формування структури капіталу під впливом різних факторів, таких як розмір компанії, можливості її зростання, стан економічного розвитку країни тощо. Головним предметом дослідження в рамках цієї теорії є наявність розбіжності між фактичною та цільовою структурою капіталу та можливість і доцільність для підприємства досягнення цільового параметра фінансового левериджу, що відстежується в роботах Е. Фішера, Р. Хенкеля, Дж. Зечнера, М. Лері, М. Робертса та інших [7; 8].

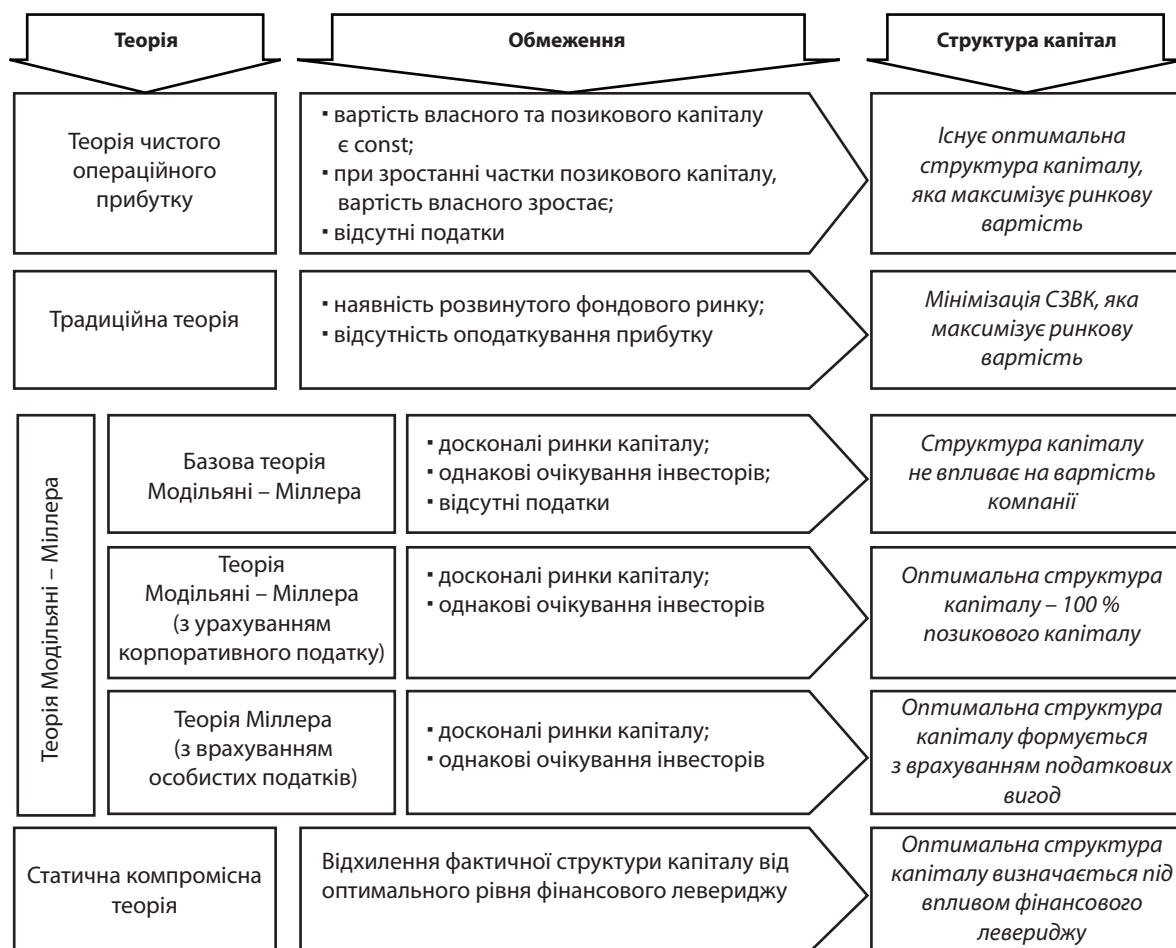


Рис. 2. Систематизація статичних теорій структури капіталу

Джерело: складено за [1–6].

В теоріях асиметрії інформації наразі виділяють три ключових напрями – сигнальну теорію [9; 10], теорію агентських витрат [11–13] та теорію ієрархій [14; 15]. Необхідно зазначити, що в основі формування цих теорій є базова робота С. Маєрса та Н. Майлуфа, на яку опираються і в дослідженнях сигнальних теорій і теорії ієрархій, основна ідея якої зводиться до того, що менеджери й інвестори мають різний доступ до інформації, і внутрішня інформація може не повністю відповідати тому, що відображає ринок, а отже, і прийняття рішень може відбуватись по-різному, в тому числі і при формуванні структури капіталу. В першому випадку (сигнальна теорія) структура капіталу визначається менеджерами і є сигналом для прийняття рішення інвесторами щодо придбання чи продажу акцій. В другому випадку (теорія агентських витрат) розглядається ситуація в умовах існуючих конфліктів між менеджерами та власниками підприємства, і в таких випадках оптимальна структура капіталу є балансом між агентськими витратами та перевагами, що дає боргове навантаження через використання податкового коректора. В третьому випадку (теорія ієрархій) капітал підприємства ранжується за рівнем його ризикованості для власників, менеджери віддають перевагу внутрішнім джерелам фінансування, і структура капіталу формується виходячи з інвестиційних можливостей підприємства та наявного

дефіциту внутрішніх фінансових ресурсів, тобто використання боргових зобов'язань можливо в саму останню чергу.

Наступна група теорій – поведінкові теорії, які, своєю чергою, включають теорію корпоративного контролю [16; 17], теорію стейкхолдерів [18], теорію впливу менеджерів [19; 20] та теорію інформаційних каскадів [21]. Теорія корпоративного контролю базується на підходах, викладених у роботі Г. Манне [16], які полягають у тому, що капітал компанії є її захисним механізмом при загрозі поглинання, і виходячи з цієї передумови структура капіталу компанії повинна формуватись насамперед за рахунок власних джерел фінансування – чистого прибутку та емісії акцій, використання боргового капіталу повинно бути мінімізовано. Цей підхід був розвинутий у моделі М. Харріса та А. Равіва [17], а саме, що борговий капітал потрібно нарощувати як захисний механізм від поглинання, бо компанія зі значним розміром боргу є менш привабливою. Теорія стейкхолдерів – базова робота Р. Фрімана [18] передбачала протилежні підходи щодо формування структури капіталу порівняно з теорією ієрархій, а саме спочатку більш привабливими джерелами є емісія акцій і боргів, а вже в останню чергу – внутрішні джерела фінансування. На відміну від теорій корпоративного контролю, в теорії стейкхолдерів розглядалися не лише інтереси

	Теорія	Обмеження	Структура капітал
	Динамічна компромісна теорія	Відхилення фактичної структури капіталу від цільового рівня фінансового левєриджу та факторів процесу пристосування	Існує цільова структура капіталу; існують відхилення між фактичним та цільовим левєриджем, при виході за межі рекапіталізації фактичний та цільовий левєридж входять в процес конвергенції
Теорії асиметрії інформації	Сигнальна теорія	Наявність асиметрії інформації між інвесторами та менеджерами	Структура капіталу визначається менеджерами, та слугує сигналом інвесторам
	Теорія агентських витрат	Наявність агентських конфліктів між менеджерами та власниками	Оптимальна структура капіталу – баланс між агентськими витратами та перевагами боргового навантаження
	Теорія ієрархій	Джерела фінансування ранжовані за рівнем ризику для власників, перевага внутрішнім джерелам фінансування менеджерами	Структура капіталу змінюється залежно від інвестиційних можливостей та дефіциту фінансових ресурсів
Поведінкові теорії	Теорія корпоративного контролю	Капітал компанії її захисний механізм від поглинання	Оптимальна структура капіталу максимізація власного капіталу, в т.ч. за рахунок емісії акцій, мінімальне використання боргу
	Теорія стейкхолдерів	Ранжування джерел фінансування, спочатку емісія акцій та боргів, а в останню чергу внутрішні джерела фінансування	Оптимальна структура капіталу фінансування переважно шляхом емісії простих акцій та створення резервів грошових коштів
	Теорія впливу менеджерів	Оптимізм і впевненість менеджерів визначають структуру капіталу	Структура капіталу залежить від суб'єктивного рішення менеджерів
	Теорія інформаційних каскадів	Імітація менеджерами фінансових рішень компаній лідерів	Структура капіталу залежить від суб'єктивного рішення менеджерів
	Теорія відстеження ринку	Постійний моніторинг ринку капіталу, прийняття рішення з врахуванням поточної кон'юнктури ринку	Емісія акцій при переоцінці компанії ринком, емісія боргу – при недооцінці
	Теорія «free cash flow»	Специфіка компанії та її капіталу визначається здатністю генерувати чисті грошові потоки від операційної діяльності	Формування грошових потоків по обслуговуванню капіталу визначають його структуру

Рис. 3. Систематизація динамічних теорій структури капіталу

Джерело: складено за [7–22].

власників, менеджерів, кредиторів та інвесторів, а більш широкий перелік стейкхолдерів – співробітників, покупців, постачальників та інших, перед якими компанія несе відповідальність, в тому числі фінансового характеру. В роботі А. Дітмара та А. Такора [19] розкрито сутність теорії впливу менеджерів, згідно з якою оптимізм і впевненість менеджерів визначають структуру капіталу, більш оптимістично налаштовані та самовпевнені менеджери можуть віддавати перевагу емісії боргових

зобов'язань, натомість інші будуть віддавати перевагу нарощенню вартості компанії та будуть менш схильні використовувати ризиковані проекти зі значною часткою боргових зобов'язань.

Теорія відстеження ринку (автори М. Бейкер, Д. Ваглер) [15] стверджує, що структура капіталу є кумулятивним ефектом всіх попередніх рішень компанії на основі відстеження ситуації на ринку,

і у зв'язку з цим оптимальної структури капіталу не існує, а рішення щодо структури капіталу приймається виходячи з поточної кон'юнктури ринку. Автори розробили свою теорію, опираючись на теорію ієрархії та теорії впливу менеджерів, і зазначають, що ієрархія джерел фінансування може змінюватись в динаміці, а також звертають увагу на той факт, що ціна на акції компанії може бути ринком як переоцінена, так і недооцінена.

Теорія «free cash flow» – вільних грошових потоків [22] передбачає, що формування капіталу компанії залежить від генерованого нею грошового потоку від операційної діяльності, а отже, подальшого

його використання для обслуговування як власного, так і позикового капіталу.

Виходячи з інформації, поданої вище, нами систематизовано ключові фактори, що визначають структуру капіталу компанії:

Важливого значення для прийняття рішень щодо базової складової фінансової архітектури підприємства (структури капіталу) набуває і існуюча структура власності, адже від того, наскільки концентрована чи навпаки розпорощена структура власників, залежить складність та швидкість прийняття рішень щодо прийняття фінансових ризиків, обумовлених необхідністю зміни структури капіталу. Це питання є особливо важливим

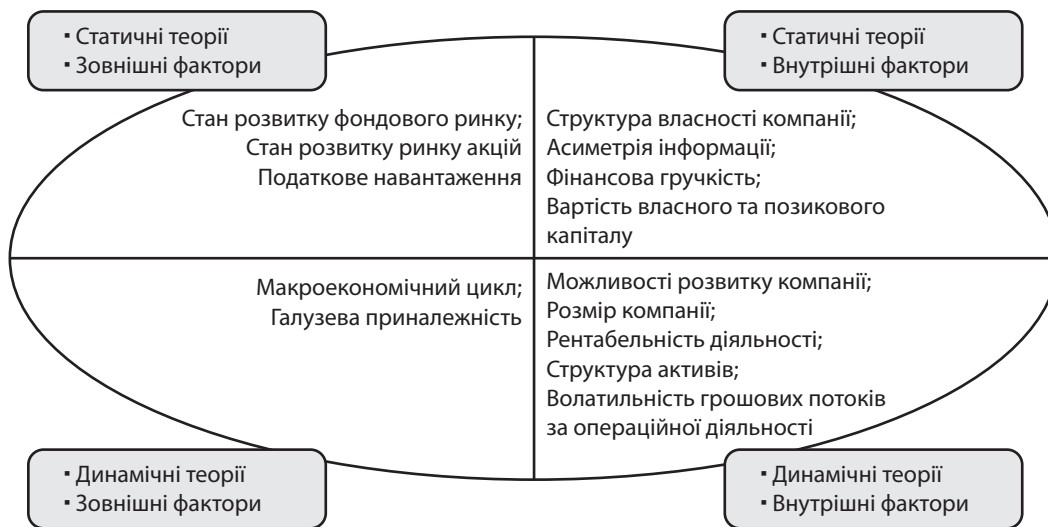


Рис. 4. Систематизація факторів, що впливають на структуру капіталу компанії, відповідно до основних теорій

Джерело: авторська розробка.

в умовах, коли розглядається формування структури капіталу з точки зору стратегії розвитку підприємства, розширення його діяльності та прийняття рішення щодо емісії цінних паперів, як пайових, так і боргових, а також залучення значних обсягів банківських кредитів, особливо довгострокових. Слід зазначити, що в Україні досить складно проводити аналіз структури власності підприємств, оскільки вона є досить мінливою та непрозорою.

Третя складова фінансової архітектури підприємства – стан корпоративного управління аналізувати ще складніше, оскільки значна частина підприємств не надають інформацію щодо корпоративного управління на своїх офіційних web-сайтах. Як правило, більшість із них мають наглядові ради, які складаються виключно з акціонерів підприємства. З'ясувати рівень їх незалежності досить складно, оскільки така інформація просто відсутня. Тому висновки щодо стану корпоративного управління вітчизняних підприємств об'єктивно зробити досить складно.

Розглянуті вище теорії структури капіталу нами були згруповані виходячи з того, як вони узгоджуються з ключовими елементами фінансової

архітектури підприємства (рис. 5). Вказані теорії поділені досить умовно залежно від того, який фактор визначається основним при прийнятті рішення щодо формування та використання капіталу підприємства з позиції співвідношення двох елементів: власного капіталу та зобов'язань (позикового капіталу). Слід підкреслити, що в зарубіжній практиці обидва елементи капіталу вважаються з точки зору фінансового менеджменту зобов'язаннями, оскільки як перед акціонерами, так і перед кредиторами підприємство має зобов'язання у вигляді виплати дивідендів і відсотків, виходячи з розміру яких визначається власне і вартість капіталу.

ВИСНОВКИ

Отже, розглянуті та систематизовані теорії структури капіталу формують фундамент для розбудови фінансової архітектури підприємства, адже відображають, з одного боку, переваги та недоліки прийняття менеджерами та власниками певного рішення, а з іншого – формування можливості та доцільність формування оптимальної структури капіталу, а також ключові фактори, що її визначають. ■

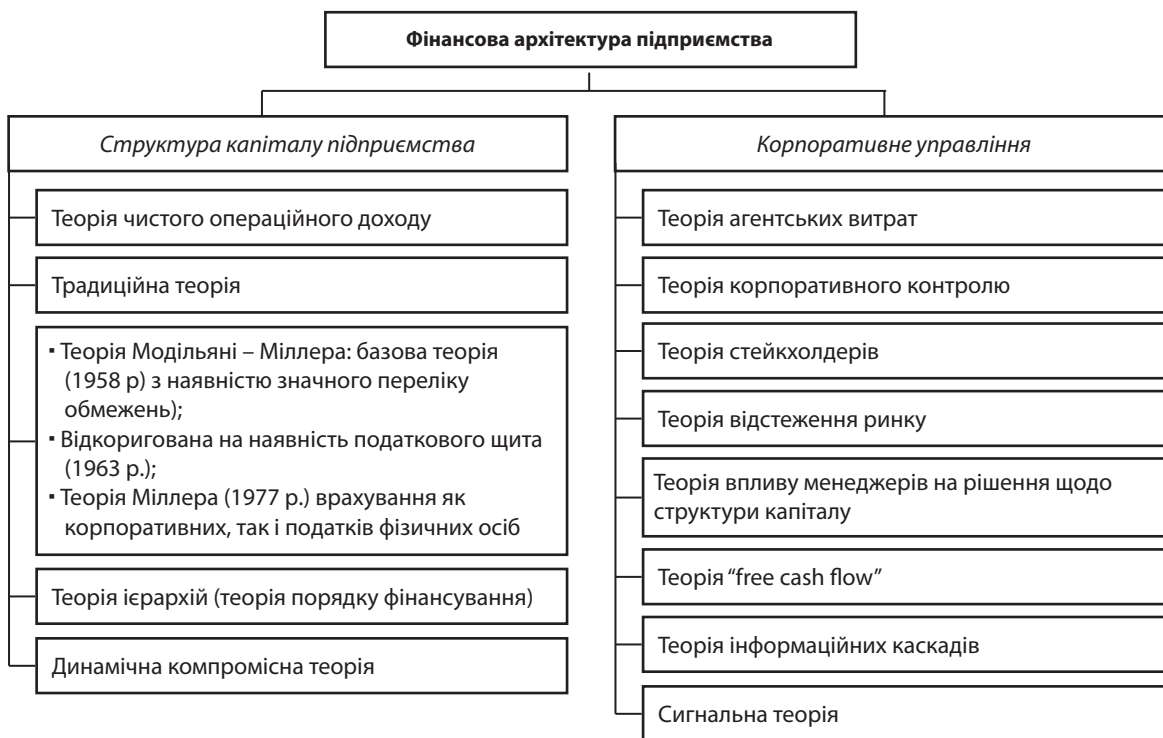


Рис. 5. Теоретична база формування фінансової архітектури підприємства

Джерело: авторська розробка.

ЛІТЕРАТУРА

1. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958. No. 48. P. 261–297.

2. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. Conference on Research in Business Finance. 1952. P. 215–262. URL: <http://www.nber.org/chapters/c4790>

3. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values. *Journal of Business*. 1955. Vol. 28, No. 2. P. 213–221.

4. Weston J. F. A Test of Cost of Capital Propositions. *Southern Economic Journal*. 1963. Vol. 30, No. 1. P. 105–112.

5. Modigliani F., Miller M. The cost of capital, Corporation Finance, and the theory of investment. *American economic review*. 1963. No. 53. P. 433–443.

6. Miller M. H. Debt and Taxes. *The Journal of finance*. Vol. 32, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976 (May, 1977). P. 261–275. URL: <http://www.jstor.org/stable/2326758>

7. Fischer E., Heinkel R., Zechner J. The Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *Journal of Finance*. Vol. 44, No. 1 (Mar., 1989). P. 19–40. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x

8. Leary M., Roberts M. R. Do firms rebalance their capital structure. *Journal of Finance*. 2005. No. 60. P. 2575–2619.

9. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. Issue 2. P. 187–221.

10. Ross S. A. The determination of financial structure – The incentive signaling approach. *Rand Journal of Economics*. 1977. No. 8 (1). P. 23–41.

11. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.

Journal of Financial Economics. October. 1976. Vol. 3, No. 4. P. 305–360.

12. Grossman S., Hart O. Corporate financial structure and managerial incentives. *The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago : University of Chicago Press, 1982.

13. Harvey C. R., Lins K. V., Roper A. H., The effect of capital structure when agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*. 2004. No. 74. P. 3–30.

14. Lipson M. L., Mortal S. Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*. 2009. No. 12. P. 611–644.

15. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure. *Journal of Finance*. 2002. No. 57. P. 1–32.

16. Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 1965. Vol. 73, No. 2. P. 110–120.

17. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads and Informational Cascades. *The Journal of Economic Perspectives*. 1998. Vol. 12, No. 3. P. 151–170.

18. Freeman R. E. Strategic management: A Stakeholder Approach. Cambridge University Press, 2010. 267 p.

19. Dittmar A., Thakor A. Why do firms issue equity? *Journal of finance*. 2007. Vol. 62, No. 1. P. 1–54.

20. Berger S., di Patti E. Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the bank industry. *Journal of Banking & Finance*. 2006. No. 30. P. 1065–1102.

21. Fama E., French K. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*. 2002. Vol. 15, No. 1. P. 9.

22. Jensen M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*. 1986. No. 76. P. 323–339.

REFERENCES

- Baker, M., and Wurgler, J. "Market timing and capital structure" *Journal of Finance*, no. 57 (2002): 1-32.
- Berger, S., and di Patti, E. "Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the bank industry" *Journal of Banking & Finance*, no. 30 (2006): 1065-1102.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., and Welch, I. "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads and Informational Cascades" *The Journal of Economic Perspectives* vol. 12, no. 3 (1998): 151-170.
- Dittmar, A., and Thakor, A. "Why do firms issue equity?" *Journal of Finance* vol. 62, no. 1 (2007): 1-54.
- Durand, D. "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement" Conference on Research in Business Finance. 1952. <http://www.nber.org/chapters/c4790>
- Fama, E., and French, K. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt" *The Review of Financial Studies* vol. 15, no. 1 (2002): 9-.
- Fischer, E., Heinkel, R., and Zechner, J. "The Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests" *Journal of Finance* vol. 44, no. 1 (1989): 19-40; doi: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x
- Freeman, R. E. *Strategic management: A Stakeholder Approach* Cambridge University Press, 2010.
- Grossman, S., and Hart, O. *Corporate financial structure and managerial incentives. The Economics of Information and Uncertainty* Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- Harvey, C. R., Lins, K. V., and Roper, A. H. "The effect of capital structure when agency costs are extreme" *Journal of Financial Economics*, no. 74 (2004): 3-30.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics* vol. 3, no. 4 (1976): 305-360.
- Jensen, M. S. "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers" *American Economic Review*, no. 76 (1986): 323-339.
- Leary, M., and Roberts, M. R. "Do firms rebalance their capital structure" *Journal of Finance*, no. 60 (2005): 2575-2619.
- Lipson, M. L., and Mortal, S. "Liquidity and capital structure" *Journal of Financial Markets*, no. 12 (2009): 611-644.
- Manne, H. "Mergers and the Market for Corporate Control" *Journal of Political Economy* vol. 73, no. 2 (1965): 110-120.
- Miller, M. H. "Debt and Taxes" *The Journal of Finance*. <http://www.jstor.org/stable/2326758>
- Modigliani, F., and Miller, M. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" *American Economic Review*, no. 48 (1958): 261-297.
- Modigliani, F., and Miller, M. "The cost of capital, Corporation Finance, and the theory of investment" *American economic review*, no. 53 (1963): 433-443.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have" *Journal of Financial Economics* vol. 13, no. 2 (1984): 187-221.
- Ross, S. A. "The determination of financial structure - The incentive signaling approach" *Rand Journal of Economics*, no. 8 (1) (1977): 23-41.
- Solomon, E. "Economic Growth and Common Stock Values" *Journal of Business* vol. 28, no. 2 (1955): 213-221.
- Weston, J. F. "A Test of Cost of Capital Propositions" *Southern Economic Journal* vol. 30, no. 1 (1963): 105-112.