

*Казан П. І.,*

*pavlokua@ukr.net, ORCID ID: 0000-0001-5929-0469,*

*канд. військ. наук, начальник науково-дослідного відділу Наукового центру Сухопутних військ, Національна академія сухопутних військ імені гетьмана Петра Сагайдачного, м. Львів*

*Суворова І. В.,*

*innalviv77@ukr.net, ORCID ID: 0000-0002-8119-5983,*

*магістрантка, Львівський торговельно-економічний університет, м. Львів*

## **СУЧАСНІ ТЕОРІЇ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ**

**Анотація.** У статті проаналізовано розвиток теорії капіталу. Розглянуто погляди економістів починаючи з XIX ст. до сучасних трактувань зарубіжних та вітчизняних науковців. Зосереджено увагу на дискусійних питаннях теорії на прикладах поглядів Карла Маркса та теорії Модільяні – Міллера. Метою даної статті є ґрунтовний аналіз теоретико-методологічних засад розвитку теорії структури капіталу з урахуванням розвитку економіки України на сучасному етапі. Здійснена спроба систематизації та узагальнення відомих підходів щодо виокремлення якісних та кількісних характеристик капіталу підприємства. Визначене місце процесу оптимізації структури капіталу в системі управління капіталом, виділено особливості і цілі її здійснення. У статті: надано детальну характеристику капіталу підприємства, деталізовано його вартість у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестовану у формування активів; розглянуто процес оптимізації структури капіталу, його основні етапи, методологію та теоретичні підходи до визначення сутності поняття “оптимізація структури капіталу”; обґрунтовано необхідність застосування цього поняття на підприємствах України; вказано методи оптимізації структури капіталу підприємства; конкретизовано етапи процесу оптимізації структури капіталу підприємства та запропоновано ідеї щодо її вдосконалення. Також розглянуті та визначені основні фактори, які впливають на формування та використання структури капіталу підприємства. Досліджено позитивний досвід зарубіжної практики щодо процесу управління капіталом підприємства. Визначені основні фактори, які впливають на співвідношення позикового і власного капіталу, узагальнено відображено методи оптимізації капіталу. Отримані наукові результати можуть бути використані в якості підґрунтя для проведення подальших досліджень щодо оптимізації структури капіталу підприємств України у невизначених умовах нестабільної економіки, що розвивається.

**Ключові слова:** капітал підприємства, теорія капіталу, структура капіталу, оптимізація структури капіталу.

*Kazan P. I.,*

*pavlokua@ukr.net, ORCID ID: 0000-0001-5929-0469,*

*Ph.D., Head of the Research Department of the Land Forces Science Center, Hetman Petro Sahaidachnyi National Army Academy, Lviv*

*Suvorova I. V.,*

*innalviv77@ukr.net, ORCID ID: 0000-0002-8119-5983,*

*Master's degree student, Lviv University of Trade and Economics, Lviv*

## **MODERN THEORIES OF CAPITAL STRUCTURE OPTIMIZATION**

**Abstract.** The development of capital theory is analyzed in the article. The views of economists from the XIX century to modern interpretations of foreign and domestic scientists are considered. The attention is focused on discussion questions of the theory on the examples of Karl Marx views and Modigliani - Miller theory. The purpose of this article is a thorough analysis of the theoretical and methodological foundations of the capital structure development theory, considering the development of the Ukrainian economy at the present stage. An attempt has been made to systematize and generalize known approaches to distinguish qualitative and quantitative characteristics of an enterprise's capital. The place of the process of optimization of the capital structure in the capital management system is determined, as well as features and goals of its implementation are emphasized. In the article: a comprehensive description of the enterprise's capital is given, its value in monetary, tangible and intangible forms, invested in the formation of assets, is detailed; the process of capital structure optimization is studied as well as its main stages, methodology and theoretical approaches to the definition of the concept of "capital structure optimization" are considered; the necessity of applying this concept at the enterprises of Ukraine is substantiated; methods of optimization of the enterprise's capital structure are revealed; the stages of the optimization process of the enterprise's capital structure are specified and the ideas on its improvement are proposed. The main factors that influence the formation and use of the capital structure of an enterprise are also

*considered and identified. The positive experience of foreign practice regarding the process of the enterprise's capital managing is investigated. The main factors that influence the ratio of debt to equity capital are identified, as well as the methods of capital optimization are summarized. The scientific results obtained can be used as a basis for further research on optimizing the capital structure of Ukrainian enterprises in the uncertain conditions of an unstable developing economy.*

**Key words:** enterprise capital, capital theory, capital structure, capital structure optimization.

**JEL Classification:** B10; B20; D24; G32; L30

**DOI:** <https://doi.org/10.36477/2522-1256-2019-25-15>

**Постановка проблеми.** Основою створення та економічного розвитку суб'єкта господарювання виступає капітал. Капітал є відображенням фінансових ресурсів підприємства. Він виступає основним фактором виробництва, забезпечує інтереси власників, персоналу та держави в цілому. Безперервність відтворювального процесу та ефективність функціонування підприємства забезпечує оптимальне співвідношення між позиковим та власним капіталом, ефективне та своєчасне реагування на зміни внутрішніх та зовнішніх факторів. Саме структура капіталу суб'єкта господарювання визначає обсяги й прогнозує результати фінансової, операційної та інвестиційної діяльності. Від структури капіталу залежить рівень економічної та фінансової рентабельності підприємства, рівень фінансових ризиків та кінцевий результат формування співвідношення ступеня ризику та прибутковості підприємства в процесі створення та функціонування суб'єкта господарювання.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Досліджуючи розвиток теорії капіталу, приходимо до висновку, що її початок пов'язаний із ідеями Карла Маркса. Його праця "Капітал" зосереджена на сутності капіталу, його структурі та процесах накопичення. Маркс розглядав капітал як суму вартостей робочої сили та основних засобів. Основні засоби - це пасивна форма капіталу, яка перекладає свою вартість на готову продукцію лише завдяки поєднанню її з працею [1, с. 118]. Капітал, на думку німецького вченого, - це уречевлена мінута праця. Згідно з теорією капіталу К. Маркса єдиним фактором виробництва, що може створювати додану вартість, виступає праця. Засоби виробництва виключно перекладають частину своєї вартості на кінцевий продукт.

Разом з тим, необхідно зазначити, що, на відміну від марксистів, представники австрійської економічної школи наприкінці XIX сторіччя змінили принципи формування вартості капіталу, а один з її засновників Карл Менгер запропонував грошове вимірювання ціни капіталу через вимірювання вартості товарів кінцевого споживання [2].

Продовження вивчення процесу формування оптимальної структури капіталу знайшло відображення у наукових працях зарубіжних та вітчизняних учених. Окремі питання висвітлені в працях Ф. Модильяні, М. Міллера, Дж. М. Ваховича, Е. Нікбахта, А. Гропеллі, Дж. К. Ван Хорна, Ю. Бріггема, Ф. Лі Ченга, Дж. І. Фіннерті, У. Шарпа, а також

російських вчених: І. Т. Балабанова, В. В. Ковальова, А. Д. Шеремета та ін. Окреме місце у вивченні науково-теоретичного обґрунтування управління структурою капіталу посідають праці українських учених економістів: І. О. Бланка, А. М. Поддєрьогіна, В. М. Суторміної, Є. Г. Рясних, М. Д. Білик, Л. М. Ремньової, О. О. Терещенка, Л. О. Коваленко, Г. Г. Кірейцева, В. П. Савчука та ін.

До середини XX сторіччя структура капіталу розглядалася на макрорівні, тобто на рівні економічної системи держави. Це було зумовлено особливостями структур економік та економічних показників розвинених країн світу. Натомість економічна думка була спрямована на задоволення потреб державного апарату. Тобто економісти працювали над рекомендаціями щодо розвитку та реформування національної економіки.

На сьогодні теорія структурування капіталу та його оптимізації набула істотних змін і розширення порівняно з початком XIX ст. Світова думка в економічній сфері щодо теорії капіталу суттєво відрізняється від запропонованої свого часу К. Марксом. Теорія набула розвитку з відкиданням трудової теорії вартості. Натомість сучасна теорія ґрунтується на зростанні граничних витрат, залученні до капіталу боргових коштів та оптимізації джерел доходів власників. Але постійний розвиток суспільства та разом з ним національної економіки вимагають безперервного визначення та дослідження факторів, які безпосередньо впливають на формування фінансової структури капіталу, а також на можливості її оптимізації у подальшому.

**Постановка завдання.** Мета даної публікації полягає в аналізі теоретико-методологічних засад розвитку теорій структури капіталу, зважаючи на реалії розвитку вітчизняної економіки.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Правильно обрана стратегія управління структурою капіталу забезпечує ефективне функціонування підприємства. Капітал - складова ринкового суспільства, яка постійно перебуває у русі та є основою економічної бази для створення і розвитку підприємства. У процесі свого функціонування капітал має забезпечувати інтереси власників, персоналу й державні інтереси. Капітал корпорації відображає загальну вартість у всіх його формах, інвестовану у формування його активів.

Якщо загально трактувати теоретичні підходи до формування капіталу, можна виокремити два основні великі періоди розвитку економічної теорії у

цьому напрямку. Перший відображає концепції класиків економічної думки, які аналізували макроекономічні аспекти потреб фінансування в коштах з позиції національної економіки. Другий період ґрунтується на працях Модильяні та Міллера, їхніх послідовників та критиків.

Незважаючи на критику, теорія Модильяні – Міллера (ММ) є актуальною і сьогодні. Багато економістів та практиків вважають, що оптимізація структури капіталу впливає на зростання вартості корпорації, але стратегія менеджменту є основою ефективного функціонування суб'єкта господарювання. Адже напрямок корпоративної стратегії обумовлює вибір джерел фінансування та певну їх комбінацію. Це, зокрема, стосується компаній, що працюють у сфері інформаційних технологій. Більшість сучасних економістів вважають, що ринкову вартість таких підприємств визначає ліва частина балансу (активи) цих корпорацій, тобто вартість товарів та послуг, нові технології та зайняті позиції на ринку.

Процес оптимізації структури капіталу – це виявлення оптимального співвідношення власного і залученого капіталу. Тобто це забезпечення оптимальних пропорцій між рівнем рентабельності власного капіталу і рівнем ризику втрати фінансової стійкості. Оптимальна структура капіталу створює умови, за яких максимізується ринкова вартість підприємства. Механізмом такої оптимізації виступає фінансовий левеґідж. Кількісна оцінка рівня левеґіджу відображається у “точці беззбитковості” – мертвій точці. Показник, що відображає рівень додаткового прибутку на власний капітал при різній частці використання залучених засобів, називається ефектом фінансового левеґіджу [3, с. 134].

Теорія фінансового менеджменту має теоретичні концепції, що відображають різні підходи до оптимізації структури капіталу. У ХХІ сторіччі провідна економічна думка з-поміж інших виділяє чотири основні теорії:

- традиційну концепцію;
- концепцію індивідуальності;
- компромісну концепцію;
- концепцію протиріччя інтересів.

В основі цих концепцій лежать суперечливі підходи до можливості оптимізації структури капіталу організації та пріоритетних факторів, що визначають механізм такої оптимізації. У повному обсязі ці концепції можуть бути реалізовані лише за наявності розвиненого ринку цінних паперів і статистики про нього.

Основу традиційної концепції структури капіталу становить положення про можливу оптимізацію структури капіталу шляхом урахування різної вартості окремих його складових. Вважається, що вартість власного капіталу підприємства завжди є вищою за вартість позикового капіталу [4, с. 223].

Згідно з цією концепцією:

а) вартість капіталу організації залежить від його структури;

б) існує оптимальна структура капіталу, що мінімізує значення WACC (середньозважена вартість капіталу – англ. *Weighted average cost of*

*capital*), і, відповідно, максимізує ринкову вартість організації.

Згідно з традиційним підходом оптимальна структура капіталу існує. На доказ наводяться такі аргументи:

1) середньозважена вартість капіталу залежить від вартості його окремих складових, які узагальнено поділяються на два види – власний і позиковий капітал;

2) у залежності від структури капіталу вартість кожного з цих джерел змінюється;

3) невелике збільшення частки позикових коштів (деяке підвищення фінансового ризику) не викликає негайної реакції акціонерів у плані збільшення прибутковості, проте у разі перевищення деякого порогу безпеки ситуація змінюється, і акціонери починають вимагати більшої прибутковості для компенсації ризику;

4) із зростанням частки позикових коштів вартість позикового капіталу спочатку залишається незмінною, а потім також починає зростати;

5) оскільки вартість позикового капіталу в середньому є нижчою за вартість власного капіталу, то існує оптимальна структура капіталу, при якій показник WACC має мінімальне значення, а ринкова вартість організації є максимальною [5, с. 37].

Основу концепції індивідуальності структури капіталу становить положення про неможливість оптимізації структури капіталу ні за критерієм мінімізації середньозваженої його вартості, ні за критерієм максимізації ринкової вартості організації. Ця концепція була вперше висунута американськими економістами Ф. Модильяні і М. Міллером у 1958 році. Вони розглядають механізм формування структури капіталу та ринкової вартості організації у тісній ув'язці з механізмом функціонування ринку капіталу в цілому. При цьому є певні обумовлення, а саме:

- ринок на всіх етапах свого функціонування й у всіх своїх сегментах є “досконалим”;

- на ринку в аналізованому періоді часу діє єдина для всіх інвесторів і кредиторів безризикова ставка відсотка на вкладений капітал, або на той, що передається в позику;

- ризику, які пов'язані зі складом елементів капіталу і створюють потенційну загрозу втрати частини активів підприємства в процесі його банкрутства і ліквідації, у розрахунок не беруться;

- вартість будь-якого елементу капіталу не пов'язана з діючою системою оподаткування прибутку організації.

Виходячи з цих базових умов, Ф. Модильяні та М. Міллер математично довели, що ринкова вартість організації залежить тільки від сумарної вартості його активів незалежно від складу елементів капіталу, авансованого в ці активи.

З урахуванням викладених передумов зміст концепції механізму формування середньозваженої вартості капіталу організації, висунутої Ф. Модильяні і М. Міллером, зводиться до наступного: ринкова вартість організації (а відповідно, і середньозважена вартість її капіталу) не залежить від структури капіталу.

Таким чином, по моделях ММ можна зробити наступні висновки:

- при відсутності податків ринкова оцінка фірми не залежить від величини позикового капіталу

$V_D = V_0$  (де  $V_D$  - ринкова вартість капіталу,  $V_0$  - оцінка фірми, з нульовим фінансовим важелем). Оптимальна структура капіталу відсутня;

- при наявності податку на прибуток і відсутності прибуткових податків або при однаковому прибутковому оподаткуванні власників власного і позикового капіталу ринкова оцінка фірми, що використовує позикове фінансування, перевищує оцінку фірми з нульовим фінансовим важелем на величину економії на витратах з податку на прибуток

$V_D = V_0 + t_D$  (де  $V_D$  - ринкова вартість капіталу,  $V_0$  - оцінка фірми з нульовим фінансовим важелем,  $t_D$  - поточна оцінка податкової економії). Оптимальна структура капіталу включає 100% -й позиковий капітал;

- у разі введення до розгляду прибуткових податків  $T_S$  і  $T_D$ , що відрізняються для власників власного і позикового капіталу, із зростанням боргу ціна фірми зростає;

- у підході ММ не враховується агентський конфлікт між менеджерами і власниками власного капіталу, що виражається в небажанні менеджерів брати на себе велику відповідальність щодо залучення капіталу з фіксованим відсотком;

- не враховуються прямі і непрямі витрати банкрутства, яких немає за досконалої конкуренції. Реальний ринок капіталу недосконалий, і, у разі банкрутства організації, власники капіталу зазнають збитків. Чим швидше буде проходити процедура банкрутства, тим більшими будуть прямі витрати. Повні витрати у разі банкрутства перевищуватимуть суму прямих на величину неявних збитків, які акціонери теж відчують за швидкістю падіння курсу акцій фірми (втрата іміджу фірми, втрата ділових контактів і можливих нових інвесторів) [6, с. 162].

Основу компромісної концепції структури капіталу становить положення про те, що вона формується під впливом ряду суперечливих умов, що визначають співвідношення рівня прибутковості та ризику використання капіталу організації, які в процесі оптимізації його структури повинні бути враховані шляхом відповідного компромісу їх комплексного впливу. Ця концепція, базована на дослідженнях М. Міллера, Х. Де-Анжело, Р. Масюліса, Дж. Уорнера і деяких інших сучасних економістів, включає в механізм формування структури капіталу ряд реальних умов функціонування економіки й ринку. Реально функціонуюча економіка не може не враховувати фактор оподаткування прибутку. У зв'язку з цим вартість позикового капіталу за рахунок "податкового щита" завжди є нижчою за інших рівних умов, ніж вартість власного капіталу. Відповідно, збільшення використання позикового капіталу до певних меж викликає зниження рівня середньозваженої вартості капіталу.

Концепція протиріччя інтересів при формуванні структури капіталу базується на положенні про неспівпадіння інтересів і рівня інформованості власників, кредиторів та менеджерів у процесі управління використанням капіталу, вирівнювання яких викликає збільшення вартості окремих елементів капіталу. Автори окремих положень цієї концепції (М. Гордон, М. Дженсен, У. Міклінг, Д. Галлей, Р. Масюліс, С. Майерс та ін.) суттєво розширили сферу її практичного застосування за рахунок включення нових факторів. Сутність концепції протиріччя інтересів під час формування капіталу складають три теорії.

1. Теорія асиметричної інформації ґрунтується на тому, що ринок капіталу не може бути повністю досконалим у всіх аспектах протягом всього періоду майбутнього функціонування навіть у найбільш економічно розвинених країнах. Реально функціонуючий ринок формує, у силу своєї недосконалості (недостатньої "прозорості"), неадекватну (асиметричну) інформацію для окремих його учасників про перспективи розвитку організації. Це породжує нерівнозначну оцінку окремими учасниками майбутнього рівня дохідності та ризику діяльності організації, а отже, і умов оптимізації структури її капіталу.

2. Теорія сигналізування (сигнальна теорія) є логічним розвитком теорії асиметричної інформації. Вона ґрунтується на тому, що ринок капіталу посилає інвесторам і кредиторам сигнали щодо перспектив розвитку організації на основі поведінки менеджерів на цьому ринку.

3. Теорія моніторингових витрат (теорія витрат на здійснення контролю) базується на відмінності інтересів і рівня інформованості власників та кредиторів організації. Кредитори, надаючи організації капітал в умовах асиметричної інформації, вимагають від неї можливості здійснення власного контролю за ефективністю його використання і забезпеченням повернення. Витрати на здійснення такого контролю кредитори намагаються перекласти на власників організації шляхом їх включення у ставку відсотка за кредитом [7, с. 201].

Серед вітчизняних економістів першим думку щодо формування та використання капітальних ресурсів висловив Михайло Туган-Барановський. Це описано в його працях ще наприкінці XIX ст. Учений досліджував природу економічних криз та дійшов висновку, що в багатьох випадках їх виникнення було зумовлено саме диспропорційністю розміщення капіталу [8, с. 115]. Тобто уже в той час ефективність використання капітальних ресурсів розглядалася як чинник, що впливає на зростання національної економіки держави.

Радянські економісти особливо не замислювалися над механізмом залучення коштів для формування основних фондів підприємства. Виробництво відбувалося за планом. Рішення щодо фінансування потреб у капітальних ресурсах приймалися на пленумах ЦК КПРС. Вибір джерел фінансування не залежав від підприємств. У свою

чергу, підприємства не мали зацікавленості у підвищенні продуктивності капіталу.

Наприкінці 60-х – початку 70-х років ЦК КПРС була ініційована економічна реформа. У відповідних документах, покликаних розтлумачити зміст цієї реформи, було наголошено на необхідності оптимізації “...пропорцій різних джерел фінансування...” [9, с. 57] капіталу. Почалися певні рухи та зміни у теорії капіталу.

На сучасну економічну ситуацію в Україні суттєво вплинули праці таких вчених, як В. Геєць, І. Бланк, А. Гриценко, С. Захарін, О. Петровська, В. Столяров та ін. Поступово відбулися зміни напрямку макроекономічного аналізу від нагромадження основного капіталу до рівня окремих суб’єктів господарювання.

Дослідження сучасних науковців спрямовані на аналіз загальнодержавних тенденцій формування ресурсів підприємств. Переважно це системний та структурний методи аналізу [10, с. 43; 11, с. 35]. Досліджується механізм визначення та застосування оптимальної структури капіталу підприємств на основі витратного підходу [12, с. 65]. Більшість науковців мають думку, що концепція “правої частини балансу” (пасиви) є найбільш коректною. Вони вважають, що існує прямий зв’язок між структурою капіталу підприємства та показниками його ефективності.

Так, С. Захарін вважає, що “...нагромадження основного капіталу є функцією продуктивності економіки” [10, с. 43]. Цей процес в умовах бізнес-середовища України вимагає розширення бази зовнішніх джерел фінансування. Науковець вважає, що є велика кількість психологічних та інституційних перешкод на шляху зближення інтересів вітчизняної банківської системи та реального сектора. Є певні проблеми у сфері законодавчого визначення механізму нарахування амортизації, яка виступає джерелом залучення коштів.

З іншого боку, треба звернути увагу на економічну ситуацію в Україні. Адже високий рівень відсоткових ставок та певні вимоги до позичальників досить сильно обмежують доступ вітчизняних підприємств до фінансових ресурсів банків. Це стає основною перешкодою для підприємств на шляху продуктивного використання банківських позик для покриття потреб у капіталі. Рівень рентабельності основних засобів не дає змоги перекрити витрати на залучення позикових коштів [10, с. 43].

Аналізуючи особливості формування капіталу вітчизняних підприємств, необхідно чітко розмежувати джерела залучення коштів. У сучасній економічній думці науковці виділяють чотири підходи до класифікації напрямків формування капітальних ресурсів підприємства. Базою для розмежування цих підходів стало трактування вченими такого поняття як “власні джерела фінансування”. Прихильники першого підходу вважають, що до власних джерел фінансування належать чистий прибуток і амортизаційні відрахування. Згідно з другим підходом до джерел самофінансування можна віднести чистий прибуток та інвестиції власників. Тобто виключно ті ресурси, що відображені в балансі

підприємства як власний капітал. За третім підходом джерелами самофінансування можна вважати кредиторську заборгованість підприємства, а також сформовані на підприємстві резерви.

На думку В. Столярова та Н. Любенко, джерела самофінансування підприємства необхідно розподіляти на такі складові [13]:

- чисте внутрішнє самофінансування (включає чистий прибуток та нараховану амортизацію);
- корпоративне самофінансування (включає надходження від власників та результати інших операцій, що призводять до змін у власному капіталі);
- комерційне самофінансування (кредиторська заборгованість);
- фінансове кредитування (включає кредити банків та інших фінансових установ).

Проведення процесу оптимізації структури капіталу є однією з найактуальніших і найважливіших проблем, яку повинні вирішувати суб’єкти господарювання.

У наведених методах оптимізації структури капіталу існує багато недоліків. Зокрема, вони не враховують усіх факторів, що супроводжують цей процес. Наприклад, наслідком позитивної дії ефекту фінансового важеля є зростання прибутку, але одночасно це може негативно відобразитися на фінансовому стані підприємства.

**Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямі.** Неоднозначність підходів до формування структури капіталу у розглянутих концепціях свідчить про складність процесу підвищення ефективності господарської діяльності за рахунок удосконалення управління капіталом підприємства та його структурою. Адже в умовах ринкової економіки кількість чинників, що впливають на структуру капіталу підприємства і визначають його ринкову вартість, невпинно зростає.

Сьогодні підприємства України відчувають дефіцит як позикового, так і власного капіталів. При цьому самофінансування стає основою інвестиційних процесів.

Таким чином, зважаючи на реалії розвитку вітчизняної економіки, отримуємо висновок, що не існує точної формули визначення оптимальної структури капіталу. У залежності від бажаного результату та особистого ставлення до фінансових ризиків власники або менеджери підприємства мають самі обирати стратегію щодо формування структури капіталу та здійснення процедур її оптимізації. Від цього залежатимуть інвестиційні можливості, грошові потоки, дивідендна політика та потреба у фінансуванні.

Перспективою подальших досліджень буде знаходження шляхів проведення оптимізації структури капіталу підприємств різних видів у невизначених умовах нестабільної економіки, що розвивається.

**ЛІТЕРАТУРА**

**REFERENCES**

1. Маркс К. Сочинения / К. Маркс, Ф. Энгельс. – [2-е изд.]. – М., 1955–73.
2. De Bornier J. M. Comparing Menger and Böhm-Bawerkon Capital Theory. – Marseilles: UPCAM, 2004. – 19 p.
3. Васьківська К. В. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / К. В. Васьківська, О. А. Сич. – Львів : ГАЛИЧ-ПРЕС, 2017. – 236 с.
4. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: Учебный курс / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, Эльга, 2001. – 528 с.
5. Подолякин В. И. Основы экономики организации: стоимость и структура капитала : учеб. пособие / В. И. Подолякин. – Иваново : ИГТА, 2005. – 112с.
6. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями : учебник для вузов / Т. В. Теплова. – М. : ГУ ВШЭ, 2000 – 504 с.
7. Финансовый менеджмент : учебное пособие / [Т. С. Новашина, В. И. Карпунин и др.]. – М. : МФПА, 2005. – 255 с.
8. Злупко С. М. Основи історії економічної теорії : навчальний посібник / С. М. Злупко. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2001. – 264 с.
9. Аптекарь С. С. Эффективность использования фонда развития производства и кредитов Госбанка на металлургических предприятиях УРСР / С. С. Аптекарь. – К., 1971.
10. Захарін С. В. Інвестиційне забезпечення відтворення основних фондів / С. В. Захарін // Економіка України. – 2007. – № 5. – С. 43-51.
11. Попова В. Підсумки та напрями інвестиційної політики в Україні / В. Попова, В. Попов // Економіка України. – 2007. – № 5. – С. 35-41.
12. Довбня С. Б. Модель комплексної оптимізації фінансування підприємства / С. Б. Довбня, К. А. Ковзель // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 65-74.
13. Столяров В. Ф. Методологія аналітичних оцінок процесів формування фінансових ресурсів на підприємствах виробничої сфери / В. Ф. Столяров, Н. М. Любенко // Фінанси України. – 2007. – № 11. – С. 110-118.

1. Marks K. and Enhels F. (1955-73), Sochyneniya, 2 nd ed, M..
2. De Bornier J. M. (2004), Comparing Menger and Böhm-Bawerkon Capital Theory, Marseilles, UPCAM, 19 p.
3. Vaskivska, K. V. and Sych, O. A. (2017), Finansovij menedzhment : navch. posib., HALYCh-PRES, Lviv, 236 s.
4. Blank, I. A. (2001), Finansoviy menedzhment: Uchebnyiy kurs, Nika-Tsentr, K., 528 s.
5. Podolyakin, V. I. (2005), Osnovyi ekonomiki organizatsii: stoimost i struktura kapitala: ucheb. posobie, IGTA, Ivanovo, 112 s.
6. Teplova, T. V. (2000), Finansoviy menedzhment: upravlenie kapitalom i investitsiyami: uchebnik dlya vuzov, GU VShE, M., 504 s.
7. Finansoviy menedzhment: uchebnoe posobie, T. S. Novashina, V. I. Karpunin i dr (2005), MFPA, M., 255 s.
8. Zlupko, S. M. (2001), Osnovy istorii ekonomichnoi teorii: navchalnyi posibnyk, LNU im. I. Franka, Lviv, 264 s.
9. Aptekar, C. S. (1971), Effektivnost ispolzovaniya fonda razvitiya proizvodstva i kreditov Gosbanka na metallurgicheskikh predpriyatiyah URSR, K.
10. Zakharin, S. V. (2007), Investytsijne zabezpechennia vidtvorennia osnovnykh fondiv, *Ekonomika Ukrainy*, № 5, s. 43–51.
11. Popova V. and Popov V. (2007), Pidsumky ta napriamy investytsijnoi polityky v Ukraini, *Ekonomika Ukrainy*, № 5, s. 35–41.
12. Dovbnia, S. B. and Kovzel, K. A. (2006), Model kompleksnoi optymizatsii finansuvannia pidpriemstva, *Finansy Ukrainy*, № 5, s. 65–74.
13. Stoliarov, V. F. and Liubenko, N. M. (2007), Metodolohiia analitychnykh otsinok protsesiv formuvannia finansovykh resursiv na pidpriemstvakh vyrobnychoi sfery, *Finansy Ukrainy*, № 11, s. 110–118.

*Стаття надійшла до редакції 27 листопада 2019 р.*