

УДК 336.647/.648

DOI: 10.25140/2411-5215-2020-3(23)-120-129

*Сергій Фролов, Вікторія Дзюба, Володимир Орлов***КОНТЕНТ-АНАЛІЗ ТЕОРЕТИЧНИХ ЗАСАД УПРАВЛІННЯ
СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ***Sergiy Frolov, Viktoriia Dziuba, Volodymyr Orlov***КОНТЕНТ-АНАЛИЗ ТЕОРЕТИЧЕСКИХ ОСНОВ УПРАВЛЕНИЯ
СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА***Sergiy Frolov, Viktoriia Dziuba, Volodymyr Orlov***CONTENT ANALYSIS OF THEORETICAL FUNDAMENTALS
OF CAPITAL STRUCTURE MANAGEMENT**

У роботі здійснено контент-аналіз наукових публікацій, що присвячені проблемі управління структурою капіталу підприємств на основі досліджень, результати яких опубліковані в міжнародній наукометричній базі Scopus. Для проведення дослідження було застосовано не лише аналітичні викладки, отримані в зазначеній базі, а й побудовані на основі сформованої вибірки бібліометричні мапи з використанням інструментів VOSviewer 1.6.16 та Google Books Ngram Viewer. За результатами дослідження встановлено, що зазначений напрям досліджень є актуальним та за останні роки стає дедалі більш значущим; значна частина досліджень присвячена аналізу теоретико-методологічних засад із виокремленням базових теорій структури капіталу. Крім того, значущим є вивчення залежності структури капіталу та вартості його компонентів, а також формування фінансового левериджу. Найбільш поширеними є такі теорії структури капіталу, як теорія Міллера-Модільяні, компромісна теорія та теорія ієрархії фінансування.

Ключові слова: фінансовий леверидж; теорії капіталу; теорія Міллера-Модільяні; компромісна теорія; теорія ієрархії фінансування; ціна капіталу.

Рис.: 5. Бібл.: 18.

В работе осуществлен контент-анализ научных публикаций, посвященных проблеме управления структурой капитала предприятий на основе исследований, результаты которых опубликованы в международной наукометрической базе Scopus. Для проведения исследования были использованы не только аналитические выкладки, полученные в указанной базе, а и построенные на основе сложившейся выборки библиометрические карты с использованием инструментов VOSviewer 1.6.16 и Google Books Ngram Viewer. По результатам исследования установлено, что указанное направление исследований является актуальным, и за последние годы становится все более значимым; значительная часть исследований посвящена анализу теоретико-методологических основ с выделением базовых теорий структуры капитала, кроме того значимым является изучение зависимости структуры капитала и стоимости его компонентов, а также формирование финансового левериджа. Наиболее распространенными являются следующие теории структуры капитала как теория Миллера-Модильяни, компромиссная теория и теория иерархий финансирования.

Ключевые слова: финансовый леверидж; теории капитала; теория Миллера-Модильяни; компромиссная теория; теория иерархий финансирования; цена капитала.

Рис.: 5. Библ.: 18.

The content analysis of scientific publications devoted to the problems of capital structure management of enterprises based on the researches, the results of which are published in the international scientometric database Scopus, is carried out in the work. Not only analytical calculations obtained in the specified database were used for the research but also bibliometric maps built based on the formed sample using the tool VOSviewer 1.6.16 and Google Books Ngram Viewer. According to the results of the study, it is established that this area of research is relevant, and in recent years has become increasingly important; much of the research is devoted to the analysis of theoretical and methodological principles with the separation of basic theories of capital structure; in addition, it is important to study the dependence of capital structure and the value of its components, as well as the formation of financial leverage. The most common are theories of capital structure such as Miller-Modigliani theory, compromise theory and the theory of financing hierarchies.

Keywords: financial leverage; theories of capital; Miller-Modigliani theory; trade-off theory; pecking order theory.

Fig.: 5. References: 18.

JEL Classification: G30; G32

Постановка проблеми. Формування ефективної структури капіталу є головним завданням фінансового менеджменту будь-якого підприємства, незалежно від його форми власності та розмірів, оскільки саме сформована структура капіталу дає змогу вирішувати стратегічні завдання розвитку. Особливої актуальності це питання набуває в умовах, коли фінансовий ринок не виконує повною мірою своєї ключової функції, а саме забезпечення підприємства капіталом у необхідному розмірі та за прийнятною ціною. Прийняття рішень щодо емісії акцій чи залучення кредитів, чи емісії корпоративних облігацій визначають фінансовий стан підприємства, оскільки мають безпосередній вплив

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

на рентабельність діяльності підприємства. Необхідно зазначити, що проблема управління структурою капіталу підприємств протягом тривалого часу перебуває в центрі уваги дослідників як у країнах із високим рівнем розвитку фінансового ринку, так і в країнах, де рівень розвитку фінансового ринку визнається як емерджентний.

Виділення недосліджених частин загальної проблеми. При цьому на фоні досліджень, які присвячені пошуку оптимальної структури капіталу, на прикладі конкретних компаній у світовій науковій спільноті продовжуються і дослідження у сфері теоретико-методологічних засад пошуку ефективних рішень, а також дослідження детермінант, що визначають структуру капіталу підприємства. Враховуючи вищевикладене, доречним буде здійснити контент-аналіз наукових досліджень, присвячених питанням управління структурою капіталу.

Метою статті є здійснення системного аналізу існуючих напрацювань світових наукових досліджень з проблеми управління структурою капіталу підприємств та визначення базових сучасних теорій, на які варто опиратись при вивченні стану управління капіталом вітчизняних підприємств.

Виклад основного матеріалу. У цьому дослідженні здійснено огляд наукових публікацій, які представлені в міжнародній наукометричній базі Scopus. Дослідження проводилось із використанням інструменту візуалізації аналізу наукових досліджень VOSviewer 1.6.16 та з використанням інструментарію Google Books Ngram Viewer.

За результатами запиту було оброблено 7179 джерел із міжнародної наукометричної бази Scopus, за період з 1974 по 2020 роки. Результати пошуку всіх документів у базі були здійснені за ключовими словами «структура капіталу» та відфільтровані за найбільш часто вживаними ключовими словами в межах теми дослідження. Варто відзначити, що загалом за результатами запиту було встановлено, що одні з найперших робіт з'явилися ще на початку 40-х років ХХ сторіччя. Враховуючи, що до початку 70-х років минулого сторіччя це були поодинокі випадки з публікаціями, на рис. 1 представлено публікації починаючи з 1974 року.

Documents by year

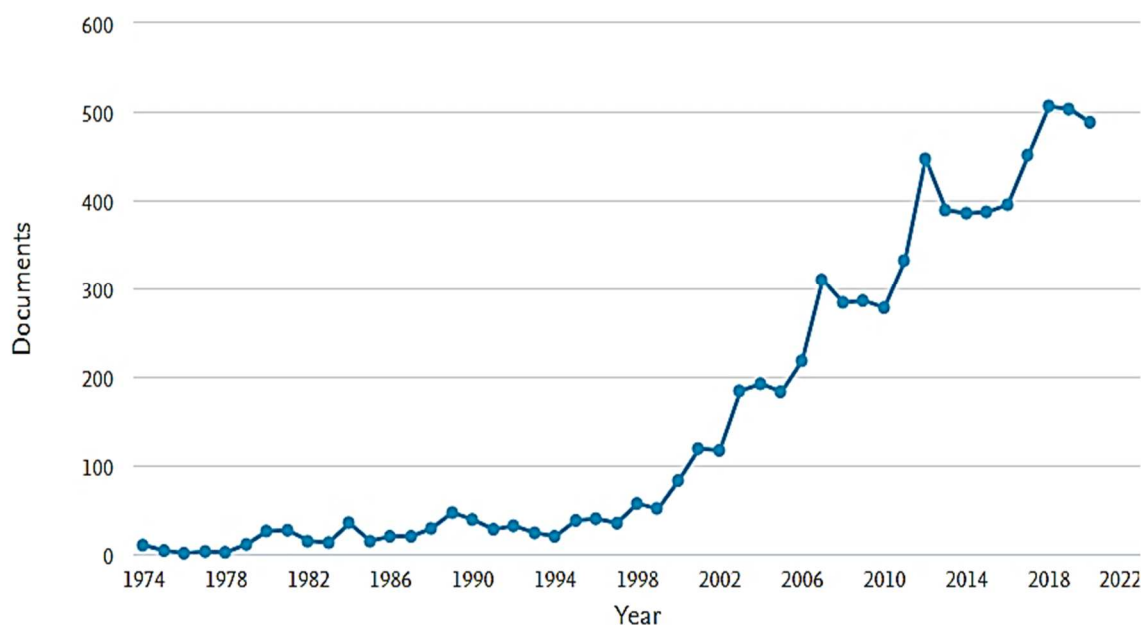


Рис. 1. Динаміка наукових публікацій за тематикою дослідження структури капіталу
Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus.

Стосовно перших публікацій, то з-поміж них можна виокремити роботу F. A. Lutz [8], яка вийшла в 1940 році, де вже розглядалось питання щодо вартості окремих елементів структури капіталу підприємства через призму структури ставки відсотка та особливостей її визначення для власного капіталу та зобов'язань. Також досить відомою стала робота Д. Вікерса [1818], який у 1967 році досліджував еластичність пропозиції капіталу та оптимальної структури капіталу підприємств, та на той момент вже аналізував наявні дослідження основоположників теорії структури капіталу Мертона Міллера та Франко Модільяні, а також автора традиційної теорії структури капіталу Езри Соломона [17].

Отже, як свідчать дані рис. 1, актуальність проблеми формування структури капіталу підприємств має стійку тенденцію до зростання, особливо починаючи з 2000 років. Значне нарощення досліджень відбулось після світової фінансової кризи 2008 року. Суттєве зростання обсягів фінансового ринку та значний відрив фінансових активів від їхніх базових активів, особливо враховуючи практично неконтрольоване збільшення похідних фінансових активів, привели до потреби пошуку нових підходів до оптимізації структури капіталу підприємств.

За результатами проведеного дослідження можна дійти висновку, що проблема управління структурою капіталу підприємства є досить різносторонньою та охоплює різні аспекти як теоретичного, так і практичного характеру (рис. 2). Варто виділити з-поміж проведених досліджень теоретичний блок (мапа 2 рис. 2). Як відомо, нині напрацьовано значний перелік теорій, у частині управління структурою капіталу. В основі сучасних підходів щодо управління структурою капіталу покладено роботи М. Міллера та Ф. Модільяні [9; 11; 12], які афільовано за університетом Чикаго. В одній зі своїх останніх робіт М. Міллер [10] систематизував усі напрацювання, які були свого часу викладені саме як M&M теорія. Попри значну кількість обмежень, які були визначені авторами, ця теорія дотепер є об'єктом вивчення науковців, а праці вчених цитуються до сьогодні.

Широкої популярності набули теорії, які ґрунтуються на асиметрії інформації, зокрема до таких відносять сигнальну теорію, в основу якої закладено підхід, що структура капіталу підприємства може залежати від обмежень чи навпаки доступу до інформації з боку менеджерів та інвесторів; а також теорію агентських витрат, яка передбачає вплив на формування структури капіталу існуючого конфлікту між менеджерами та власниками підприємства, яка також відображена на мапі результатів контент-аналізу. Інший блок теорій, який певною мірою пояснює формування структури капіталу, є поведінкові теорії, серед яких варто виокремити теорії корпоративного контролю, теорію стейкхолдерів, теорію впливу менеджерів та теорію інформаційних каскадів.

Водночас проведений контент-аналіз дозволив встановити, що найбільш популярними на сучасному етапі є дві теорії, а саме компромісна теорія "Trade-off Theory" а також теорія ієрархії фінансування "Pecking order Theory". Щодо компромісної теорії варто зазначити, що спочатку вона розглядалась як статична теорія та передбачала, що в процесі управління структурою капіталу рішення приймаються на основі механізму фінансового левериджу, при цьому підприємство може мати фактичну структуру капіталу, яка може відхилятися від оптимальної структури. Пізніше ця теорія була удосконалена. Та нині найбільш популярною є саме динамічна компромісна структура капіталу, згідно з якою підприємство формує цільову структуру капіталу, управління капіталом відбувається також на основі механізму фінансового левериджу, але при цьому існує фактичний фінансовий леверидж та його цільове значення, а також враховується можлива швидкість, за якої фактичний фінансовий леверидж може досягти його цільового значення. Підтвердженням актуальності цієї теорії в сучасних умовах є дослідження останніх років, зокрема, в роботі К. Хаддад та Б. Лотфалей [7] досліджується застосування механізму нульового левериджу для компаній, опираючись саме на статичну компромісну модель.

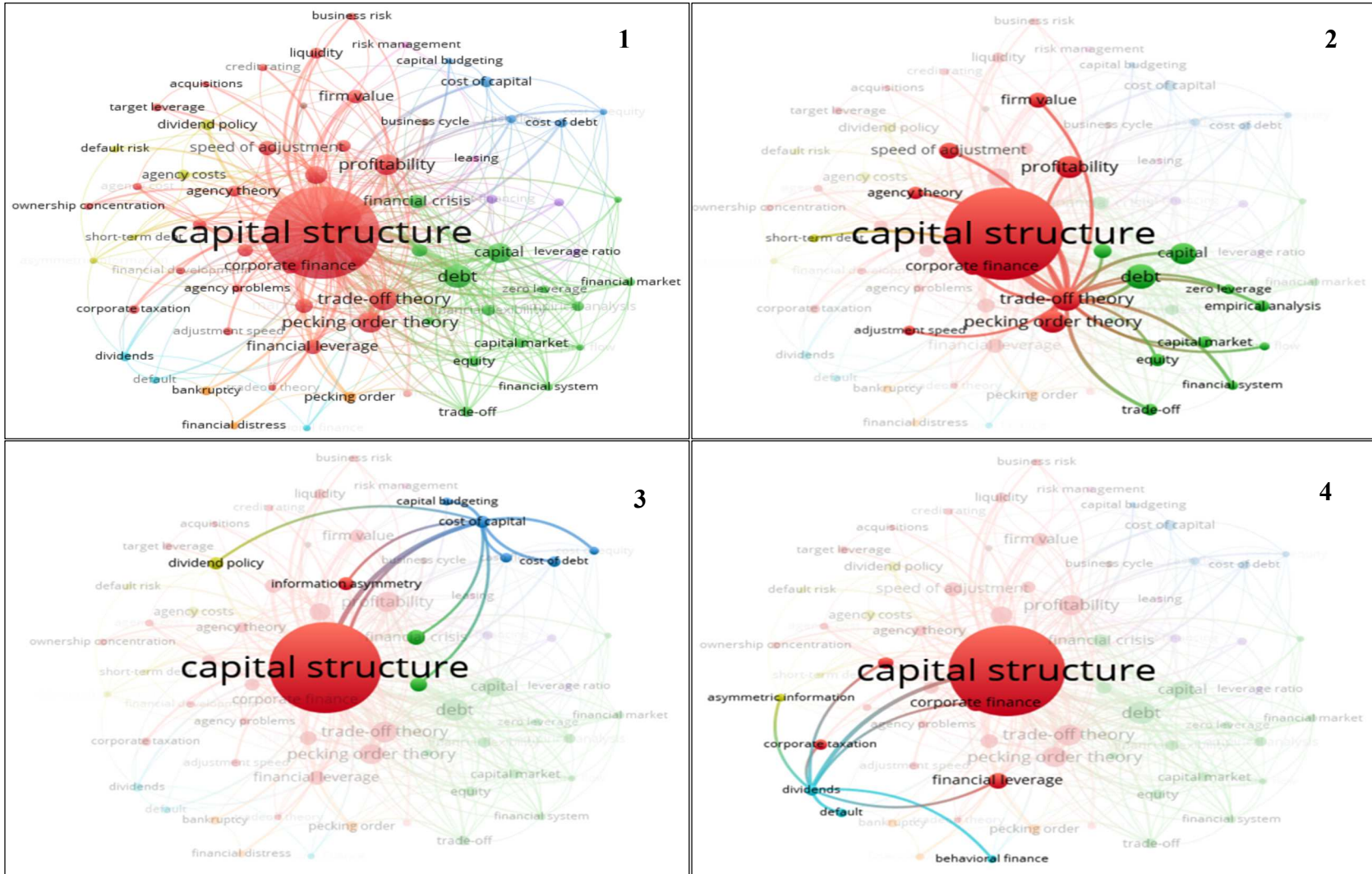


Рис. 2. Результати контент-аналізу поняття «структура капіталу» на основі міжнародної наукометричної бази Scopus
 Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus з використанням інструменту VOSviewer 1.6.16.

На відміну від компромісної теорії, теорія ієрархій фінансування передбачає формування структури капіталу виходячи із інвестиційних можливостей власників та інвесторів та обмежень, які можуть існувати у підприємства щодо використання позикового капіталу та формування зобов'язань по його залученню. При цьому перевага віддається насамперед тим джерелам, які в конкретній ситуації є менш ризикованими для власників підприємства. З погляду формування теорій структури капіталу підприємств варто також виокремити роботи представника Кембриджського університету С. Маерса [13; 14; 15]. Зокрема, в роботі [16] він аналізує запропоновану ним теорію ієрархій фінансування, порівнюючи її і з теоріями Міллера-Модільяні, з компромісною теорією, а також бере до уваги й інші теорії, про які було зазначено вище, доводячи, що теорія ієрархій є найбільш наближеною до практичного використання, з врахуванням реалій стану фондового ринку. Крім того, він також акцентує увагу на ще одній теорії, яка останнім часом починає набувати дедалі більшої популярності, але на відміну від розглянутих вище ґрунтується власне не на основі аналізу структури капіталу, а опираючись на аналіз руху грошових потоків та формуванні чистого грошового потоку компанії, яка отримала назву теорії вільного грошового потоку (free cash flow). Зокрема, у своїй роботі [5] разом зі співавторами І. Ерел та Дж. Рід, описуючи теорію ризикового капіталу, який вони розглядають як інвестиції в акціонерний капітал, обґрунтовують, що ефективний розподіл такого капіталу призводить до зростання кредитоспроможності компанії, а також має безпосередній вплив на зміну теперішньої вартості чистого грошового потоку, що може суттєво впливати на остаточне прийняття рішень при здійсненні інвестицій.

Стосовно праць вітчизняних науковців, то в цьому контексті варто відзначити статтю І. Школьник, Д. Малиша та Є. Козьменко [3], які здійснили систематизацію теоретичних наробок та виокремили статичні та динамічні теорії структури капіталу, зазначивши при цьому наявні в кожній теорії обмеження. Це дослідження було проведено в межах вивчення фінансової архітектури підприємств, а тому перелік теорій також включав і теорії, які вивчали, і вплив поведінки менеджерів та власників як ключових стейкхолдерів на формування капіталу підприємств.

Другий блок, на який варто звернути увагу в процесі контент-аналізу (мапа 3, рис. 2), – це чітко виражена залежність структури капіталу від вартості капіталу, вартості боргу та дивідендної політики. Усі ці компоненти тісно взаємопов'язані між собою. Вартість власного та позикового капіталу визначається багатьма чинниками, які формуються як на світовому фінансовому ринку, так і в межах національного фінансового ринку. З погляду формування власного капіталу, то тут важливу роль відіграють як рішення власників, так і власне можливості здійснення операцій первинного публічного розміщення акцій. Це питання досліджувалось і в роботах вітчизняних науковців В. Ільчука, Н. Гавриленко, І. Садчикової [1; 2], які зазначають, що «нерозвинутість фондового ринку в Україні, недосконалість відповідної інфраструктури, відсутність потужних емітентів, невеликий досвід роботи учасників зазначеного ринку створюють умови підвищеної ризикованості ІРО» [2]. При цьому вони також зауважують, що «відсутність необхідних передумов функціонування фондового ринку, що стосується свободи переміщення капіталу, ліквідності цінних паперів, розвиненості інфраструктури, специфікації прав власності тощо поглиблює ризикованість операцій ІРО, знижує інвестиційний клімат в країні, гальмує розвиток інвестиційних процесів» [2].

Третій блок, виділений у процесі контент-аналізу (мапа 4 рис. 2), дає змогу зробити висновок про важливість фінансового левериджу, оподаткування корпорацій, а також таких складових, як поведінкові фінанси, що значною мірою узгоджується з основними елементами, що досліджуються в окреслених вище теоріях структури капіталу. У цьому контексті варто звернути увагу на роботу одного з найбільш цитованих за сучасною про-

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

блемою управління структурою капіталу науковця Дж. Грехема (представника Національного бюро економічних досліджень) [6], який разом з М. Лері та М. Робертс проаналізували, як змінювався фінансовий леверидж американських корпорацій протягом ХХ сторіччя. Вони зазначили, що протягом минулого століття корпорації суттєво наростили леверидж. Зокрема до 1945 року леверидж компаній був доволі низький і стабільний та становив не більше ніж 10 %, а в більшості випадків компанії не мали боргу та обходились власними коштами. За період між 1945 та початком 70-х років леверидж збільшився більше ніж утричі і станом на початок 1970 р. становив понад 30 %. Таке зростання відбулось практично в усіх компаніях незалежно від виду діяльності та розміру. Також важливим є висновок, який зробили науковці і з яким варто погодитись, що на зміну левериджу мали суттєвий вплив не зміни, які відбувались усередині компаній, а зміни, які відбулись у державному регулюванні фінансового ринку, власне сам інтенсивний розвиток фінансового ринку наприкінці ХХ сторіччя, а також зміни в макроекономічній ситуації як США, так і інших провідних економічно розвинених країнах. З іншого боку, така ситуація призвела і до більшої залежності фінансового стану компаній від зовнішніх чинників, а отже, вплив зовнішнього регулювання на їхню діяльність став більше відчутним. Такий висновок було також підтверджено в роботі В. Азофрі, Дж. Родрігез-Санз та П. Веласко [4], які, використовуючи засади компромісної теорії, вивчали вплив макроекономічного регулювання та грошово-кредитної політики на поведінку структури капіталу європейських корпорацій за період з 2004 по 2015 роки. Вони зазначили, що стан кредитного ринку має визначальний вплив на формування структури капіталу, і більше того, банківський кредит може пом'якшити наслідки зміни стадій економічного циклу, оскільки відносини, що складаються між банком та позичальниками, особливо корпоративними клієнтами, є більш гнучкими та інформативними. У результаті порівняння структури капіталу компаній у кризовий та некризовий періоди функціонування дослідники відзначили переваги саме банківського кредиту над борговими фондовими інструментами. Тут варто зазначити, що такі висновки цілком є адекватними саме для європейських країн, в яких ключовими учасниками фінансового ринку переважно є саме банки, і банківський кредит є більш популярним зовнішнім джерелом фінансування діяльності компаній.

Серед університетів та установ, наукові школи яких здійснюють дослідження проблеми формування структури капіталу підприємств та пошук шляхів його оптимізації, – лідери світової науки (рис. 3): Оксфордський університет, Кембриджський університет, Національне бюро економічних досліджень – найбільша та найпотужніша недержавна дослідницька установа США, а також Світовий банк.

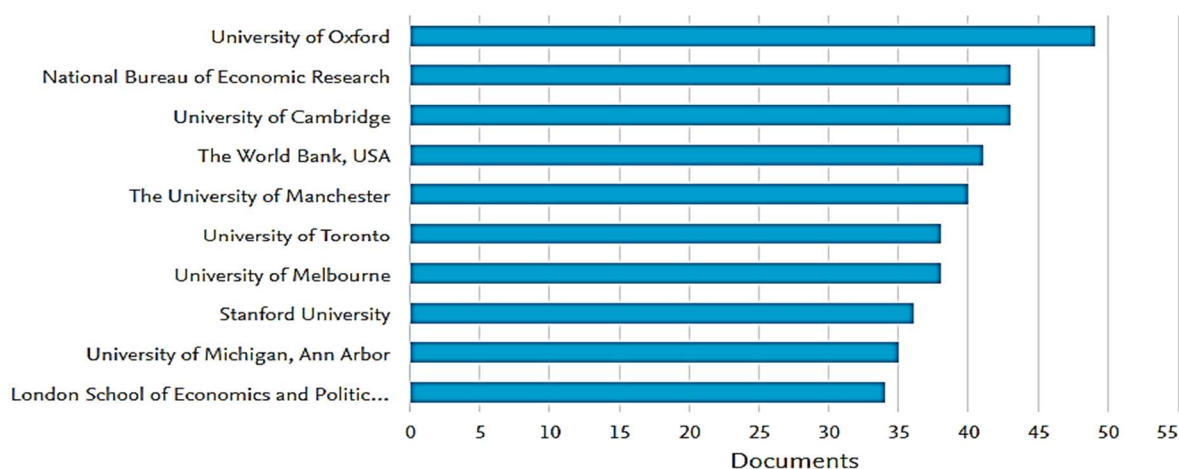


Рис. 3. Рейтинг університетів та установ світу, в яких проводять дослідження з проблем формування та оптимізації капіталу

Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus.

Якщо ж проаналізувати наукові дослідження з проблеми управління структурою капіталу підприємств за країнами походження, то об'єктивним є лідерство Сполучених штатів та Великої Британії з огляду, зокрема, і на афіліацію самих дослідників (рис. 4).

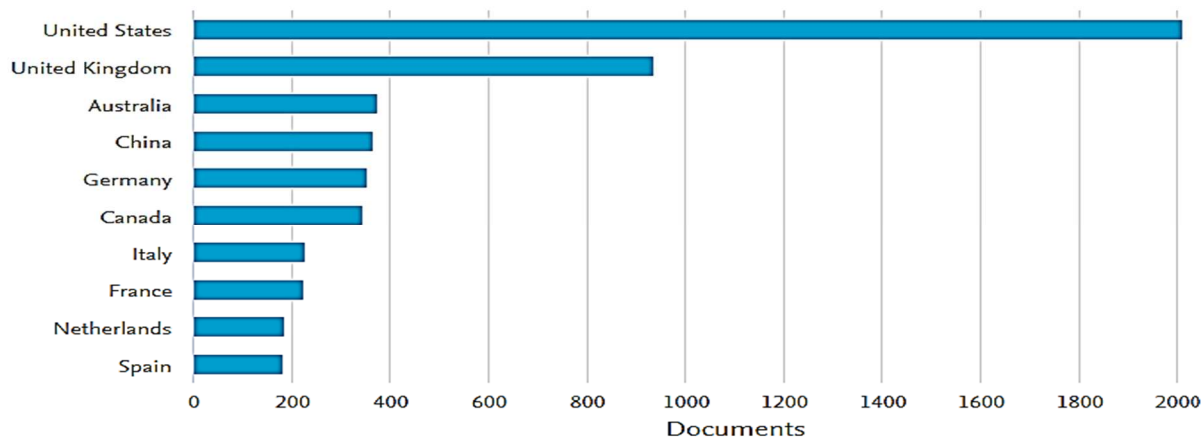


Рис. 4. Рейтинг країн, в яких представлена найбільша кількість публікацій за темою дослідження

Джерело: сформовано за авторським запитом у наукометричній базі Scopus.

Крім використання міжнародної наукометричної бази Scopus для розуміння актуальності наукових досліджень, варто також проаналізувати динаміку запитів, яка відбувається в пошуковій системі Google (рис. 5). Для цього було використано можливості інструментарію Google Books Ngram Viewer станом на середину 2020 року.

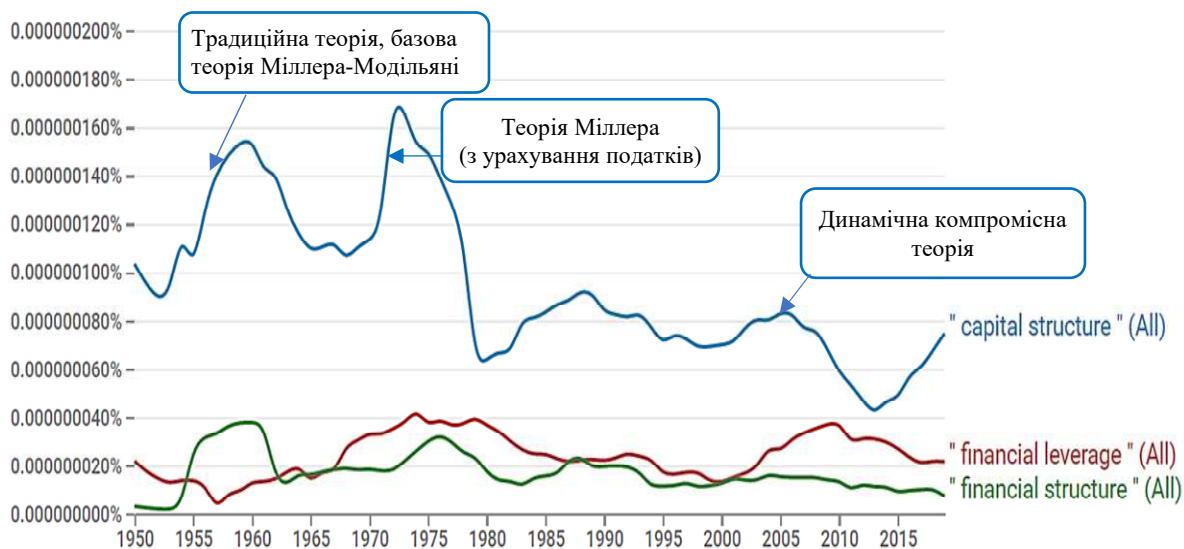


Рис. 5. Динаміка запитів за ключовими словами з використанням інструменту Google Books Ngram Viewer

Джерело: сформовано за авторським запитом.

Отримані результати були узгоджені з появою публікацій, які були визначальними у формуванні та розвитку теорій управління структурою капіталу підприємств та стали поштовхом для розвитку наукових досліджень. Отже, можна зазначити, що суттєва кількість запитів усе ще стосується публікацій, що за часом збігаються з виходом статей М. Міллера та Ф. Модільяні, а також із виходом статей С. Майерса. При цьому також звертає на себе увагу те, що запит на такі категорії, як «фінансовий леверидж» та «фі-

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

нансова структура», які в переважній більшості випадків мають безпосередній зв'язок із формування структури капіталу не лише в теоретико-методологічному сенсі, а і в суто практичному застосуванні є досить стабільним.

Висновки і пропозиції. Таким чином, підбиваючи підсумки проведеного контент-аналізу наукових досліджень, результати яких оприлюднені в міжнародній наукометричній базі Scopus, можна зазначити, що, по-перше, проблема досліджень управління структурою капіталу підприємств є актуальною та, опираючись на кількість наукових публікацій за останні роки, стає дедалі більш значущою. По-друге, з певною умовністю можна виокремити три основних блоки, яким присвячені дослідження, а саме блок теоретико-методологічного характеру з виокремленням базових теорій структури капіталу, блок, що характеризує залежність структури капіталу та вартості його компонентів, та блок, що характеризує дослідження, зосереджені навколо значення фінансового левериджу та які також певною мірою узгоджуються з дослідженням теорій структури капіталу. По-третє, більшість досліджень проводиться в університетах та наукових установах Сполучених Штатів Америки та Великій Британії, саме дослідники з цих країн є авторами ключових теорій структури капіталу, таких як теорія Міллера-Модільяні, компромісна теорія, теорія ієрархій фінансування та інших.

Зважаючи на вищевикладене, у подальших дослідженнях варто оцінити можливість використання основних засад, вказаних теорій у вітчизняних реаліях управління структурою капіталу підприємств.

Список використаних джерел

1. Ільчук В., Гавриленко Н., Садчикова І. Основні тенденції та перспективи розвитку світового, європейського та українського ринку IPO. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. № 2(6). С. 263–272.
2. Ільчук В., Гавриленко Н., Садчикова І. Ризики залучення фінансового капіталу та шляхи їх мінімізації. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. № 3(7). С. 158–170.
3. Школьник І. О., Малиш Д. О., Козьменко Є. С. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. *Бізнес Інформ*. 2018. № 3. С. 315–322.
4. Azofra V., Rodríguez-Sanz J. A., Velasco P. The role of macroeconomic factors in the capital structure of European firms: How influential is bank debt? *International Review of Economics and Finance*. 2020. Vol. 69. Pp. 494-514. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.06.001>.
5. Erel I., Myers S. C., Read J. A. A theory of risk capital. *Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 118, Issue 3. P. 620–635. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.006>.
6. Graham J. R., Leary M. T., Roberts M. R. A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 118, Issue 3. Pp. 658–683. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.005>.
7. Haddad K., Lofaliei B. Trade-off theory and zero leverage. *Finance Research Letters*. 2019. Vol. 31. Pp. 165–170. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.011>.
8. Lutz F. A. The structure of interest rates. *Quarterly Journal of Economics*. 1940. Vol. 55, Issue 1. Pp. 36–63. DOI: <https://doi.org/10.2307/1881665>.
9. Miller M. H. Debt and Taxes. *The Journal of Finance*. 1977. Vol. XXXII, No. 2. Pp. 261–275. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>.
10. Miller M. H. The M&M propositions 40 years later. *European Financial Management*. 1998. Vol. 4, No. 2. Pp. 113–120. DOI: <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00059>.
11. Miller M. H., Scholes M. S. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*. 1978. Vol. 6, Issue 4. Pp. 333–364. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(78\)90009-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90009-0).
12. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1963. Vol. 53. Pp. 433–443.

13. Myers S. C. Financial architecture. *European Financial Management*. 1999. Vol. 5, Issue 2. Pp. 133–141.
14. Myers S. C. Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*. July. 2002. 41 p.
15. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13, Issue 2. Pp. 187–221.
16. Myers S. C. Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15, No. 2. Pp. 81–102. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>.
17. Solomon E. The Theory of Financial Management and “Leverage and the Cost of Capital”. *Journal of Finance*, 1963. Vol. XVIII, Issue 2. Pp. 273–279.
18. Vickers D. Elasticity of Capital Supply, Monopsonistic Discrimination, and Optimum Capital Structure. *The Journal of Finance*. 1967. Vol. XXII, Issue 1. Pp. 1–9. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1967.tb01649.x>.

References

1. Ilchuk, V., Gavrylenko, N., Sadchykova, I. (2016). Osnovni tendentsii ta perspektyvy rozvytku svitovoho, yevropeiskoho ta ukrainskoho rynku IRO. [Key trends and prospects of the world, European and Ukrainian market IPO]. *Problemy i perspektyvy ekonomiky ta upravlinnia – Problems and prospects of economic and management*, 2(6), pp. 263–272.
2. Ilchuk, V., Gavrylenko, N., Sadchykova, I. (2016). Ryzkyky zaluchennia finansovoho kapitalu ta shliakhy yikh minimizatsii. [Risks of attraction of financial capital and ways of their minimization]. *Problemy i perspektyvy ekonomiky ta upravlinnia – Problems and prospects of economic and management*, 3(7), pp. 158–170.
3. Shkolnyk, I. O., Malysh, D. O., Kozmenko, Ye. S. (2018). Struktura kapitalu pidpriemstva: systematyzatsiia teoretychnykh pidkhodiv u konteksti finansovoi arkhitektury pidpriemstva. [The Structure of the Enterprise Capital: a Systematization of Theoretical Approaches in the Context of Financial Architecture of Enterprise]. *Biznes Inform – Business-Inform*, (3), pp. 315–322.
4. Azofra, V., Rodríguez-Sanz, J. A., Velasco, P. (2020). The role of macroeconomic factors in the capital structure of European firms: How influential is bank debt? *International Review of Economics and Finance*, 69, pp. 494–514. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.06.001>.
5. Erel, I., Myers, S. C., Read, J. A. (2015). A theory of risk capital. *Journal of Financial Economics*, 118(3), pp. 620–635. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.006>.
6. Graham, J. R., Leary, M. T., Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), pp. 658–683. <https://doi.org/doi:10.1016/j.jfineco.2014.08.005>.
7. Haddad, K., Lotfaliei, B. (2019). Trade-off theory and zero leverage. *Finance Research Letters*, 31, pp. 165–170. <https://doi.org/doi:10.1016/j.frl.2019.04.011>.
8. Lutz, F. A. (1940). The structure of interest rates. *Quarterly Journal of Economics*, 55(1), pp. 36–63. <https://doi.org/doi:10.2307/1881665>.
9. Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, XXXII(2), pp. 261–275. <https://doi.org/doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>.
10. Miller, M. H. (1998). The M&M propositions 40 years later. *European Financial Management*, 4(2), pp. 113–120. <https://doi.org/doi:10.1111/1468-036X.00059>.
11. Miller, M. H., Scholes, M. S. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), pp. 333–364. [https://doi.org/doi:10.1016/0304-405X\(78\)90009-0](https://doi.org/doi:10.1016/0304-405X(78)90009-0).
12. Modigliani, F., Miller, M. (1963). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 53, pp. 433–443.
13. Myers, S. C. (1999). Financial architecture. *European Financial Management*, 5(2), pp. 133–141.
14. Myers, S. C. (July, 2002). *Financing of corporations. Handbook of the Economics of Finance*.
15. Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–221.
16. Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 81–102. <https://doi.org/doi:10.1257/jep.15.2.81>.

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

17. Solomon, E. (1963). The Theory of Financial Management and Leverage and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, XVIII(2), 273–279.

18. Vickers, D. (1967). Elasticity of Capital Supply, Monopsonistic Discrimination, and Optimum Capital Structure. *The Journal of Finance*, XXII(1), pp. 1–9. <https://doi.org/doi:10.1111/j.1540-6261.1967.tb01649.x>.

Фролов Сергій Михайлович – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри державних, місцевих та корпоративних фінансів, Університет митної справи та фінансів (вул. Володимира Вернадського, 2/4, м. Дніпро, 49000, Україна).

Фролов Сергей Михайлович – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой государственных, местных и корпоративных финансов, Университет таможенного дела и финансов (ул. Владимира Вернадского, 2/4, г. Днепр, 49000, Украина).

Frolov Sergiy – Doctor of Economics, Professor, Head of Department of State, Local and Corporate Finance, University of Customs and Finance (2/4 Volodymyr Vernadskyi Str., 49000 Dnipro, Ukraine).

E-mail: sfrolov@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9374-7274>

ResearcherID: C-1635-2018

Дзюба Вікторія Віталіївна – аспірантка кафедри державних, місцевих та корпоративних фінансів, Університет митної справи та фінансів (вул. Володимира Вернадського, 2/4, м. Дніпро, 49000, Україна).

Дзюба Виктория Витальевна – аспірантка кафедри государственных, местных и корпоративных финансов, Университет таможенного дела и финансов (ул. Владимира Вернадского, 2/4, г. Днепр, 49000, Украина).

Dziuba Viktoriia – PhD student of Department of State, Local and Corporate Finance, University of Customs and Finance (2/4 Volodymyr Vernadskyi Str., 49000 Dnipro, Ukraine).

E-mail: dziyuba_vita@ukr.net

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6856-9741>

Орлов Владимир Владимирович – кандидат економічних наук, доцент, Національне агентство України з питань виявлення, розшуку та управління активами, одержаними від корупційних та інших злочинів (вул. Чернышевського, 11, м. Дніпро, 49000, Україна).

Орлов Владимир Владимирович – кандидат экономических наук, доцент, Национальное агентство Украины по вопросам выявления, розыска и управления активами, полученными от коррупционных и других преступлений (ул. Чернышевского, 11, г. Днепр, 49000, Украина).

Orlov Volodymyr – PhD in Economics, Associate Professor, National Agency of Ukraine for Detection, Search and Management of Assets Obtained from Corruption and Other Crimes (11 Chernyshevskoho Str., 49000 Dnipro, Ukraine).

E-mail: ovv0601@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2052-6654>