

УДК 330.1

Яременко М.І.

кандидат фізико-математичних наук
Міжнародного математичного центру
Національної академії наук України

СТРУКТУРА КАПІТАЛУ, МОДЕЛЬ МОДІЛЬЯНІ-МІЛЛЕРА

THE CAPITAL STRUCTURE, MODIGLIANI-MILLER MODEL

АНОТАЦІЯ

Стаття присвячена дослідженню оптимізації капіталу підприємства за умов економічної кризи за допомогою методу Модільяні-Міллера. Встановлено, що поки рентабельність активів перевищує проценти за користування позичковими коштами і процентна ставка за кредитами є стабільною, рентабельність власного капіталу зростає пропорційно зі зростанням частки заборгованості в структурі капіталу. При використанні як джерела фінансування позичкового капіталу проявляється ефект економії на податках, у результаті чого вартість позичок зменшується. У разі, якщо негативне значення рентабельності власного капіталу перевищує мінус 100%, наприклад становить мінус 110%, це означає, що реальна вартість активів підприємства зменшена на 110% власного капіталу, тобто статутного, додаткового капіталу та інших складових власного капіталу не вистачило для покриття збитків. Таким чином, усіх активів підприємства не вистачає для виконання зобов'язань з погашення позичок. Подібна структура балансу є незадовільною. Застосовуючи засоби фінансового та операційного управління, власники капіталу фірми можуть розподілити збитки так, що більша їх частина припаде на кредиторів.

Ключові слова: оптимізація, капітал, криза, розорення, традиційний, метод, фінансовий, стан.

АННОТАЦИЯ

В статье рассматривается оптимизация капитала предприятия в условиях экономического кризиса, а именно метод Модильяни-Миллера. Установлено, что пока рентабельность активов превышает проценты за пользование заемными средствами и процентная ставка по кредитам является стабильной, рентабельность собственного капитала возрастает пропорционально с ростом доли задолженности в структуре капитала. При использовании в качестве источника финансирования заемного капитала проявляется эффект экономии на налогах, в результате чего стоимость ссуд уменьшается. В случае, если отрицательное значение рентабельности собственного капитала превышает минус 100%, например составляет минус 110%, это означает, что реальная стоимость активов предприятия уменьшена на 110% собственного капитала, т.е. уставного, добавочного капитала и других составляющих собственного капитала не хватило для покрытия убытков. Таким образом, всех активов предприятия не хватает для выполнения обязательств по погашению ссуд. Подобная структура баланса является неудовлетворительной. Применяя средства финансового и операционного управления, владельцы капитала фирмы могут распределить убытки так, что большая их часть придется на кредиторов.

Ключевые слова: оптимизация, капитал, кризис, разорение, традиционный, метод, финансовое, состояние.

ANNOTATION

In the paper the optimization of capital enterprises in the economic crisis, namely the method of Modigliani – Miller. This is especially true because Ukraine is in an economic and financial crisis whose impact on businesses need to level through internal resources and companies with state tax support. It is established that while the return on assets than interest on borrowed funds and the interest rate on loans is stable return on equity increases proportionally with increasing proportion of debt in the capital structure. When used as a source of financing debt capital manifests effect tax savings, resulting in reduced cost loans. If something negative

return on equity exceeds 100% negative example is minus 110%, which means that the real value of assets less the 110% equity is authorized, additional capital and other components of equity is not enough to cover losses. Thus, all assets are not adequate to meet the obligations to repay the loans. This balance sheet structure is unsatisfactory. Using the tools of financial and operational management, the owners of the firm's capital can allocate losses so that most of them will be in the creditors.

Keywords: optimization, capital, crisis, ruin, traditional, method, financial, condition.

Вступ. Поняття «фінансовий капітал», на відміну від поняття «капітал», з'явилося в науковому обігу відносно недавно, на початку ХХ століття, після виходу в 1910 році однойменної книги німецького соціаліста Р. Гільфердинга. Досліджуючи сутність капіталу в нових історичних умовах економічного розвитку провідних країн світу, він дійшов висновку, що промисловість стає дедалі більш залежною від банківського грошового капіталу. Відбувається проникнення банківського капіталу в промисловість, у результаті чого відбувається злиття капіталів. Об'єднання банківського капіталу з промисловим він визначив поняттям «фінансовий капітал».

Структура капіталу являє собою співвідношення власних та позикових фінансових коштів, що використовуються підприємством у процесі своєї господарської діяльності.

Структура капіталу, що використовується підприємством, визначає багато сторін не тільки фінансової, але й операційної та інвестиційної його діяльності, здійснює активний вплив на кінцеві результати цієї діяльності.

Постановка проблеми. Вивчити та розвинути методи оптимізації структури капіталу підприємства з використанням підходів Модільяні-Міллера в сучасних умовах. Застосувати результати дослідження на модельних прикладах.

Актуальність теми. Основною проблемою, що виникає при визначенні оптимальної структури капіталу, є необхідність урахування великої кількості факторів, які можуть впливати на оптимальність (ефективність) такої структури. Суть проблеми полягає в тому, що рішення про оцінку інвестиційного проекту (або фірми в цілому) здійснюється в різних умовах, у тому числі при різних схемах фінансування – може використовуватися як власний, так і позиковий капітал.

Огляд сучасних досліджень. Питання оптимальності структури капіталу часто піднімалися в академічній літературі (найбільш повні огляди існуючих моделей і методів наведені в роботах Harris & Raviv, 1991 і Myers, 2001). Але існує й інша можливість – структура капіталу не впливає на вартість компанії і, зокрема, на ефективність інвестиційного проекту. Модільяні і Міллер (Modigliani & Miller, 1958) показали, що вибір співвідношення між власним і позиковим капіталом не впливає ні на вартість компанії, ні на вартість капіталу. Більш детального розгляду даного питання присвячена друга частина даної роботи.

Модільяні і Міллер припускали, що компанії знаходяться в одному класі ризикових компаній і, отже, не передбачалася коригування, що враховує відмінності в систематичному ризику. Можливість об'єднання моделі оцінки довгострокових активів і моделі Модільяні-Міллера для більш точної оцінки ефективності інвестиційного проекту представлена в третій частині роботи. Там же розглядається випадок, який послаблює одне з припущень моделі – безризикова позикових коштів для кредитора.

Теорія структури капіталу. У роботі 1991 Харріс і Равів (Harris, Raviv) описали досить велику кількість робіт, які на той момент вивчали теорію структури капіталу. Вибір структури капіталу подразделявся за чотирма категоріями, що показує бажання: відобразити конфлікт інтересів серед різних груп, що мають вимоги на ресурси фірми, включаючи менеджерів (агентський підхід), відобразити можливість використання приватної інформації ринку капіталу або зменшення ефекту несприятливого відбору, відобразити можливість впливу на характер продуктів, що випускаються або конкуренцію на продуктовому ринку, відобразити результат корпоративного управління.

Майерс (Myers, 2001), у свою чергу, поділяє різні теорії вибору оптимальної структури капіталу на практиці за трьома напрямками: теорія компромісу, яка розглядає вибір оптимальної структури капіталу як компроміс між вигодами і втратами позикового фінансування. Теорія Модільяні-Міллера. У своїй моделі Модільяні і Міллер (Modigliani & Miller, 1958, 1963) або явно, або неявно припускали виконання наступних умов (Copeland & Weston, 1992): на ринку капіталу відсутні транзакційні витрати, індивідууми можуть займати і кредитувати за безризиковою ставкою відсотка, немає витрат банкрутства, компанії оперують тільки двома видами зобов'язань – безризиковими позиковими і (ризиковими) власними коштами, компанії знаходяться в одному класі ризикових компаній, податки на корпорації – єдиний вид оподаткування, всі грошові потоки являють собою перпетуїтета, інсайдери та аутсайдери мають однаковою інформацією, керівники (менеджери) компанії максимізують власний капітал компанії.

Справа в тому, що даний варіант призводить до змінної по кроках нормі дисконту – у міру реалізації проекту і погашення позики взятого на початку здійснення інвестиційного проекту WACC буде збільшуватися, тоді як ризик проекту і для компанії, і для її акціонерів повинен зменшуватися, і, таким чином, дане визначення не узгоджується із загальноприйнятою економічною теорією. Графічно отримані вирази для вартості власного капіталу та середньозваженої вартості капіталу представлені на рис.1.

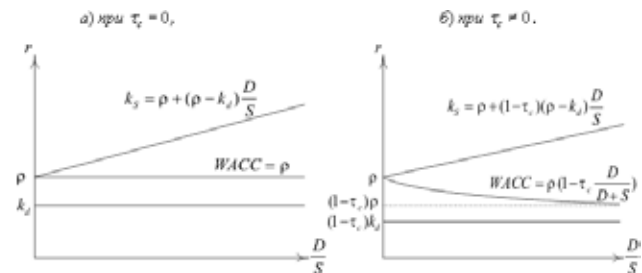


Рис. 1. Вартість капіталу в залежності від ставлення власного і позикового капіталу

$$k'_d = R_f + (\rho - R_f)N(-d_1) \frac{D+S}{D}, \quad d_1 = \frac{\ln(D+S/D) + R_f T}{\sigma \sqrt{T}} + \frac{1}{2} \sigma \sqrt{T}.$$

Урахування ризиків. Оскільки, процентні ставки за позиковими коштами завжди менше вартості власних коштів. Це, поряд з непрозорою звітністю, змушує кредиторів зосередитися на кредитуванні підприємств, на які у них є можливість впливу. Саме можливість виведення всіх працюючих активів власниками до формування конкурентної маси і, таким чином, більший вплив на грошові потоки за інвестиційним проектом призводить до необхідності дисконтування вільного грошового потоку для акціонерів за меншою процентною ставкою, ніж грошовий потік, пов'язаний із податковим захистом.

Оптимізація структури капіталу – це таке співвідношення використання власних і позикових коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності і коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства. При оптимальній структурі максимізується ринкова вартість підприємства. Етапи оптимізації структури капіталу:

1. Аналіз капіталу підприємства. Основною метою цього аналізу є виявлення тенденцій динаміки обсягу і складу капіталу у передплановому періоді та їх впливу на фінансову стійкість і ефективність використання капіталу.

На першій стадії аналізу розглядається динаміка загального обсягу та основних складових елементів капіталу в зіставленні з динамікою обсягу виробництва і реалізації продукції; визначається співвідношення власного і позикового капіталу і його тенденції; у складі позикового капіталу вивчається співвідношення довго- і короткострокових фінансових зобов'язань; визначається розмір прострочених фінансових зобов'язань і з'ясовуються причини прострочення.

На другій стадії аналізу розглядається система коефіцієнтів фінансової стійкості підприємства, обумовлена структурою його капіталу. У процесі проведення такого аналізу розраховуються і вивчаються в динаміці такі коефіцієнти:

а) коефіцієнт автономії. Він дозволяє визначити в якій мірі використовуються підприємством активи сформовані за рахунок власного капіталу, тобто долю чистих активів підприємства у загальній їх сумі;

б) коефіцієнт фінансового левериджу (коефіцієнт фінансування). Він дозволяє встановити яка сума позикових коштів залучена підприємством на одиницю власного капіталу;

в) коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності. Він характеризує відношення суми власного і довгострокового позикового капіталу до загальної суми коштів, що використовуються підприємством і дозволяє виявити фінансових потенціал майбутнього розвитку підприємства;

г) коефіцієнт співвідношення довгострокової і короткострокової заборгованості. Він дозволяє визначити суму залучення довгострокових фінансових кредитів у розрахунку на одиницю короткострокового позикового капіталу, тобто характеризує політику фінансування активів підприємства за рахунок позикових коштів. Аналіз фінансової стійкості підприємства дозволяє оцінити ступінь стабільності його фінансового розвитку і рівень фінансових ризиків, що генерують загрозу його банкрутства.

На третій стадії аналізу оцінюється ефективність використання капіталу в цілому та окремих його елементів. У процесі проведення такого аналізу розраховуються і розглядаються в динаміці такі основні показники:

а) період обігу капіталу. Він характеризує число днів, протягом яких здійснюється один обіг власних і позикових коштів, а також капіталу в цілому. Чим менше період обігу капіталу, тим вище при інших рівних умовах ефективність його використання на підприємстві, так як кожен обіг капіталу генерує певну додаткову суму прибутку;

б) коефіцієнт рентабельності усього використовуваного капіталу. За своїм чисельним значенням він відповідає коефіцієнту рентабельності сукупних активів, тобто характеризує рівень економічної рентабельності;

в) коефіцієнт рентабельності власного капіталу. Цей показник, що характеризує досягнутий рівень фінансової рентабельності підприємства, є одним з найбільш важливих, так як він служить одним із критеріїв формування оптимальної структури капіталу;

г) капіталовіддача. Цей показник характеризує обсяг реалізації продукції, що припадає на одиницю капіталу, тобто в певній мірі служить вимірником ефективності операційної діяльності підприємства;

д) капіталомісткість реалізації продукції. Показує, який обсяг капіталу задіяний для за-

безпечення випуску одиниці продукції і є базовим для моделювання потреби в капіталі у наступному періоді з урахуванням галузевих особливостей операційної діяльності.

2. Оцінка основних факторів, які визначають формування структури капіталу. Практика показує, що не існує єдиних рецептів ефективного співвідношення власного і позиченого капіталу не тільки для однотипних підприємств, але і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку і при різній кон'юктурі товарного і фінансового ринків. Разом з цим існує низка об'єктивних та суб'єктивних факторів, урахування яких дозволяє цілеспрямовано формувати структуру капіталу, забезпечуючи умови найбільш ефективного його використання на кожному конкретному підприємстві. Основними із цих факторів є:

– галузеві особливості операційної діяльності підприємства. Характер цих особливостей визначає структуру активів підприємства, їх ліквідність. Підприємства з високим рівнем фондомісткості виробництва продукції і високої частини необоротних активів мають, переважно, більш низький кредитний рейтинг і вимушені орієнтуватися у своїй діяльності на використання власного капіталу. Крім того, характер галузевих особливостей визначає різну тривалість операційного циклу, позичений капітал може бути використаний підприємством більшою мірою;

– стадія життєвого циклу підприємства. Підприємства, які перебувають на ранніх стадіях свого життєвого циклу і мають конкурентоспроможну продукцію, можуть залучати для свого розвитку більшу частку позиченого капіталу. Проте для таких підприємств вартість цього капіталу може бути вищою від середньоринкової, тому у них рівень фінансових ризиків більш високий, що враховується їх кредиторами. У цей же час підприємства, які перебувають на стадії зрілості, більшою мірою повинні використовувати власний капітал;

– кон'юнктура товарного ринку. Чим стабільніша кон'юнктура цього ринку, а відповідно, стабільний попит на продукцію підприємства, тим вищим і безпечнішим є використання позиченого капіталу. І навпаки – в умовах несприятливої кон'юнктури і скорочення обсягу реалізації продукції використання позиченого капіталу прискорено генерує зниження рівня прибутку і ризик втрати платоспроможності; за такого стану речей необхідно оперативно знижувати коефіцієнт фінансового левериджу за рахунок зниження обсягу використання позиченого капіталу;

– кон'юнктура фінансового ринку. Залежно від стану цієї кон'юнктури знижується вартість позиченого капіталу. При суттєвому зростанні цієї вартості диференціал фінансового левериджу може досягнути негативного значення (при якому використання позиченого капіталу призведе до різкого зниження рівня фінансової рен-

табельності, а в деяких випадках – і до збиткової операційної діяльності). У свою чергу, при суттєвому зниженні цієї вартості різко знижується ефективність використання довгострокового позиченого капіталу. Також кон'юнктура фінансового ринку дає вплив на вартість залучення власного капіталу із зовнішніх джерел – при зростанні рівня позичкового відсотка зростають і вимоги інвесторів до норми прибутку на вкладений капітал;

– рівень рентабельності операційної діяльності. При високому значенні цього показника кредитний рейтинг підприємства зростає і воно розширює потенціал можливого використання позиченого капіталу. Однак у практичних умовах цей потенціал часом залишається незатребуваним у зв'язку з тим, що при високому рівні рентабельності підприємство має можливість задовольняти додаткову потребу в капіталі за отриманого прибутку. У цьому випадку власники надають перевагу інвестуванню отриманого прибутку у власне підприємство, яке забезпечує високий рівень віддачі капіталу, що знижує питому вагу використання позичених коштів;

– коефіцієнт операційного левериджу. Ріст прибутку підприємства забезпечується спільним проявом ефекту операційного та фінансового левериджу. Тому підприємства із зростаючим обсягом реалізації продукції, які мають низький коефіцієнт операційного левериджу, можуть набагато збільшувати коефіцієнт фінансового левериджу, тобто використовувати велику частину позичених коштів у загальній сумі капіталу;

– ставлення кредиторів до підприємства. Як правило, кредитори при оцінці кредиторного рейтингу підприємства керуються своїми критеріями, які іноді не співпадають із критеріями оцінки власної кредитоспроможності підприємством;

– рівень оподаткування прибутку. В умовах низьких ставок податку на прибуток або використання підприємством податкових пільг з прибутку різниця у вартості власного та залученого із зовнішніх джерел капіталу знижується. Це пов'язано з тим, що ефект податкового коректора при використанні позичених коштів зменшується. У цих умовах більш прийнятним є формування капіталу із зовнішніх джерел за рахунок емісії акцій (залучення додаткового пайового капіталу). У цей же час при високій ставці оподаткування прибутку суттєво підвищується ефективність залучення позиченого капіталу;

– фінансовий менталітет власників і менеджерів підприємства. Неприйняття високих рівнів ризиків формує консервативний підхід власників і менеджерів до фінансування розвитку підприємства, при якому його основу складає власний капітал. І навпаки, прагнення отримати високий прибуток на власний капітал, незважаючи на високий рівень ризиків,

формує агресивний підхід до фінансування розвитку підприємства, при якому позичений капітал використовується у максимально можливому розмірі;

– рівень концентрації власного капіталу. Для того щоб зберегти фінансовий контроль за управлінням підприємством (контрольний пакет акцій або контрольний обсяг пайового внеску), власникам підприємства не хочеться залучати додатковий власний капітал із зовнішніх джерел, навіть не дивлячись на сприятливі для цього передумови. З урахуванням цих факторів управління структурою капіталу на підприємстві зводиться до двох основних напрямів: 1) встановлення оптимальних рівнів для певного підприємства використання власного та залученого капіталів; 2) забезпечення залучення на підприємство необхідних видів та обсягів капіталу для досягнення розрахункових показників його структури.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності. Для проведення таких оптимізаційних розрахунків використовується механізм фінансового левериджу.

4. Оптимізація капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Процес цієї оптимізації базується на попередній оцінці вартості власного та залученого капіталу при різних умовах його залучення і здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу.

5. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Цей метод оптимізації структури капіталу пов'язаний з процесом диференційного вибору фінансування різних складових частин активів підприємства. З цією метою всі активи підприємства поділяють на три групи: а) необоротні активи; б) постійна частина оборотних активів; в) змінна частина оборотних активів.

Існує три принципових підходи для фінансування різних груп активів підприємства, а саме: 1) консервативний підхід; 2) компромісний підхід; 3) агресивний підхід.

Залежно від свого ставлення до фінансових ризиків власники або менеджери підприємства обирають один із вищеперерахованих варіантів фінансування активів. Формування показника цільової структури капіталу. Граничні межі максимально рентабельної та мінімально ризикованої структури капіталу дозволяють визначити поле вибору конкретних його значень на певний період. У процесі його вибору враховуються раніше розглянуті фактори, які характеризують індивідуальні особливості діяльності певного підприємства.

6. Формування показника цільової структури капіталу. Щоб уникнути недооцінки інвестиційного проекту, в даному випадку необхідно прогнозувати величини вартостей власних і позикових коштів і, можливо, приймати розраховану на їх основі норму дисконту змінної в часі.

Приклад 1. У результаті здійснення інвестицій з власним капіталом 5 000 000 грн підприємство одержало певний прибуток. Рентабельність інвестицій становить 20%. Ставка податку на прибуток (s) = 18%. У разі, якщо частина інвестицій профінансована за рахунок кредиту, за користування яким слід сплачувати 10% річних (відносяться на валові витрати), одержимо такі варіанти рентабельності власного капіталу:

Коефіцієнт фінансового левериджу $K_{\text{фв}}$ визначають співвідношенням боргового до власного капіталу. Якщо відома ($R_a = \text{ROI}$) – рентабельність активів підприємства (відношення чистого прибутку до вартості активів); обсяг власного капіталу (ВК) та сума кредиту (ПК), то прибуток (П) від здійснення інвестицій можна розрахувати за такою формулою: $\text{П} = R_a \cdot \text{Ч}(\text{ВК} + \text{ПК})$. Але для підприємства ПАТ «Укртелеком»: від’ємна. Дослідження показників прибутковості власного капіталу ПАТ «Укртелекому» у 2009 – 2014 роках засвідчує, що рівень загального показника прибутковості у порівнянні з початком періоду дослідження, 2009 роком, у наступні роки суттєво не змінився – від -0.065 (2009 рік) до 0.026 (2014 рік).

В загальному, дану величину можна виразити також підсумовуванням прибутку після сплати процентів за кредит і суми процентів. Це можна записати у такому вигляді: $\text{П} = R_v \times \text{ВК} + P_c \times \text{ПК}$, де $R_v = \text{ROE}$ – рентабельність власного капіталу; P_c – ставка процента за кредит.

Отже, отримаємо таку рівність: $R_a \times (\text{ВК} + \text{ПК}) = R_v \times \text{ВК} + P_c \times \text{ПК}$.

За інших рівних умов і у разі зростання частки позичок та обсягів процентних платежів розмір податку на прибуток підприємства зменшуватиметься. Економія на податку на прибуток (E_s) виникає в результаті зменшення об’єкта оподаткування на суму процентних платежів і дорівнює різниці між сумою податкових платежів за відсутності позичок та за їх наявності: $E_s = P_c \times S / 100$. **Отже, економія на податку на прибуток (E_s) тим більша чим більша ставка податку на прибуток і ставка проценту за кредит.** Якщо ставка процента за кредит не залежить від рівня заборгованості і залишається стабільною, то між коефіцієнтом заборгованості та рентабельністю власного капіталу існує лінійна залежність (теорема Міллера-Модильяні): **чим більше позичкових ресурсів у структурі джерел фінансування, тим вища рентабельність, причому одним із чинників зростання рентабельності власного капіталу є економія на податкових платежах.**

Висновки. Підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позичкового капіталу, якщо рентабельність активів перевищує проценти за кредит, називається ефектом фінансового важеля. Він характеризує ефект фінансування діяльності та підвищення рентабельності власного капіталу за рахунок збільшення частки позичкового капіталу.

Зрозуміло, якщо різниця ($R_a - P_c$) позитивна, то будь-яке збільшення коефіцієнта заборгованості вестиме до зростання рентабельності власного капіталу. Доти, доки капіталодавці (як кредиторі, так і власники) не вимагають підвищення плати за користування капіталом,

Таблиця 1

Розрахунок основних показників у випадку прикладу 1

Показники	Варіант 1	Варіант 2	Варіант 3	Варіант 4
1. Загальний обсяг інвестицій	5000 000	6000 000	8000 000	10000 000
2. Позичковий капітал	–	1000 000	3000 000	5000 000
3. Власний капітал	5000000	5000000	5000000	5000000
4. Коефіцієнт фінансового левериджу	0	0,2	0,600	1
5. Прибуток перед сплатою процентів за кредит	1 000 000	1 200 000	1 600 000	2 000 000
6. Проценти за кредит (10%)	–	100 000	300 000	500 000
7. Прибуток після сплати процентів за кредит	1 000 000	1 100 000	1 300 000	1 500 000
8. Податок на прибуток (18 %)	180 000	198 000	234 000	270 000
9. Чистий прибуток	820 000	902 000	1 066 000	1 230 000
10. Рентабельність власного капіталу, %	16,4	18,0	21,3	24,6
11. Зростання чистого прибутку за рахунок ефекту економії на податках, $P_c \times S / 100$		18 000	54 000	90 000
12. Вартість позичкового капіталу з урахуванням оподаткування (ряд. 6 – ряд. 11)		82 000	246 000	410 000

Таблиця 2

Рентабельність підприємства ПАТ «Укртелеком»

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Рентабельність власного капіталу	-0.065	-0.04	-0.03	-0.02	-0.07	0.026
Рентабельність активів підприємства (R_a)	-0.036	-0.021	-0.024	-0.013	-0.040	0.026

ціну останнього підприємство може знижувати за рахунок збільшення заборгованості. Однак підвищення частки позичок у структурі капіталу підвищує ризик, а отже, кредитори вимагатимуть підвищених процентних ставок за кредитами, що отримує підприємство. Це, у свою чергу, знижує згадану різницю, а отже, зменшується ефект фінансового левериджу.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Copeland T., Weston F. (1992) «Financial Theory and Corporate Policy» Addison-Wesley Publishing Comp., Inc.
2. Majluf N., Myers S. (1984) «Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have» *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
3. Modigliani F., Miller M. (1958) «The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment» *American Economic Review*, Vol. 48, No. 4, pp. 261-297.
4. Modigliani F., Miller M. (1963) «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction» *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 147-175.
5. Modigliani F., Miller M. (1966) «Some estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954–1957» *American Economic Review*, pp. 261-297.
6. Myers S. (1974) «Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: Implications for Capital Budgeting» *Journal of Finance*, Vol. 29, No. 1.
7. Myers S. (1984) «The capital structure puzzle» *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.