
ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА

УДК 336.761

О. К. Зоценко, аспірантка

**ТЕОРЕТИЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ РОЛІ ФОНДОВОГО РИНКУ
В СИСТЕМІ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН**

Анотація. У статті розглядаються положення основних економічних шкіл щодо визначення ролі фондового ринку в економіці, а також виявлення позитивних та негативних рис сформованих моделей ефективного фондового ринку на сучасному етапі розвитку економічної теорії. Досліджено теоретичні аспекти розвитку корпоративних відносин, а також психологічні чинники, які впливають на поведінку учасників корпоративного сектору.

Ключові слова: фондовий ринок, теорії корпоративних відносин, фондова біржа, цінні папери, учасники корпоративного сектору.

Е. К. Зоценко, аспірантка

**ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ РОЛИ ФОНДОВОГО РЫНКА
В СИСТЕМЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ**

Аннотация. В статье рассматриваются положения основных экономических школ относительно определения роли фондового рынка в экономике, а также выявление положительных и отрицательных особенностей сложившихся моделей эффективного фондового рынка на современном этапе развития экономической теории. Исследованы теоретические аспекты развития корпоративных отношений, а также факторы, влияющие на поведение участников корпоративного сектора.

Ключевые слова: фондовый рынок, теории корпоративных отношений, фондовая биржа, ценные бумаги, участники корпоративного сектора.

О. К. Zotsenko, postgraduate student

**THE THEORETICAL GROUNDS OF A STOCK MARKET'S ROLE
IN THE SYSTEM OF ECONOMIC RELATIONS**

Abstract. The article concerns the prominent economic schools' guidelines according to the definition of a stock market's role in the economy. It reveals good and bad points of existing models of efficient stock markets within a modern economic theory development. The article studies theoretical aspects of corporate relations and psychological factors that influence on the behavior of a corporate sector participants.

Keywords: stock market, theories of corporate relations, stock exchange, securities, corporate sector participants.

Актуальність теми дослідження. Теоретичні засади відносно ролі фондового ринку в економіці, проголошені представниками різних економічних шкіл, тією або іншою мірою реалізувалися у політиці різних держав і безпосередньо впливали на формування ефективного та високоліквідного фінансового сектору. Тому дослідження поглядів вчених на цю проблему дозволить скористатися напрацьованими матеріалами для того, щоб, враховуючи свою специфіку, створювати вітчизняний ринок цінних паперів за вищими європейськими та світовими стандартами, що вже існують. У зв'язку з цим доцільним є розгляд положень основних економічних теорій щодо визначення ролі ринку цінних паперів в економіці, а також виявлення позитивних і

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА

негативних рис сформованих моделей ефективних фондових ринків на сучасному етапі розвитку економічної теорії.

Постановка проблеми. Фондовий ринок є однією з найважливіших складових сучасної фінансової системи, без ефективного функціонування якої неможливо собі уявити розвиток ринкових відносин.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичне обґрунтування ролі фондового ринку в системі економічних відносин – одна з найактуальніших і найбільш досліджуваних тем у зарубіжній економічній науці. Значний внесок у розвиток економічної теорії цієї проблематики зробили Дж. М. Кейнс (проаналізував систему макроекономічних зв'язків фондового ринку), С. Бредлі, Дж. Тьюлз (найбільш повно описали інститути і принципи функціонування фондового ринку в історичному та сучасному аспекті), Дж. Тобін (лауреат Нобелівської премії 1981 р. за дослідження зв'язку фінансових ринків з процесами споживання, виробництва, зайнятостю і цінами), Фр. Модільяні (лауреат Нобелівської премії 1985 р. за праці з дослідження проблем фінансової політики), Г. Марковіц, М. Міллер, У. Шарп (Нобелівські лауреати 1990 р. за розробку теорії сучасних фінансових ринків, які відіграють вирішальну роль в розподілі ресурсів), Фредерік С. Мишкін (запропонував концепції монетарної теорії, що віддзеркалюють нові явища в сфері грошей і фінансових ринків), М. Скоулз та Р. Мертон (лауреати Нобелівської премії 1997 р. за вклад у розвиток теорії страхування від ризиків на фондовому ринку).

Теоретичні засади щодо методологічних та організаційних аспектів розвитку фондового ринку викладено у працях таких українських науковців: Л.М. Алексеєнко, В.Л. Андрущенко, В.Д. Базилевич, А.С. Гальчинський, Г.М. Калач, В.В. Корнеєв, В.І. Кравець, Т.П. Куриленко, О.В. Любка, І.О. Лютий, Л.Л. Кістерський, А.І. Кредісов, О.А. Куліш, К.С. Марахов, О.М. Мозговий, А. М. Мороз, С.В. Науменкова, В.М. Опарін, Ю.Є. Петруня, Л.О. Примітка, Н.І. Редіна, О.І. Рогач, В.О. Романишин, М.І. Савлук, В.М. Суторміна, В.М. Федосов, В.М. Шелудько.

Постановка завдання. Метою статті є надання теоретичного обґрунтування ролі фондового ринку в системі економічних відносин.

Виклад основного матеріалу. Фондовий ринок, з точки зору економічної теорії, є похідним від реального сектора. Разом з тим він здатний здійснювати і зворотний вплив як стабілізуючого, так і дестабілізуючого характеру. В розвинутих країнах фондовому ринку відводиться не менш важлива роль у досягненні макроекономічної стабілізації, ніж державному регулюванню чи банківській системі. Слід зазначити, що значну увагу аналізу фондових ринків приділяв Карл Маркс в середині XIX століття. На думку Маркса, титули власності на основний капітал акціонерного товариства, тобто акції, можуть ідеально вступати в обіг, їх можна купувати, обмінювати та продавати, тому вони й перебувають в обігу на міжнародних ринках. Такі титули власності можуть змінювати власників дуже часто, тому, продаючи акції за кордоном, акціонери мають змогу отримувати прибуток. У цілому, Маркс розглядає акції як речі, що не є дійсним капіталом, так як вони не є складовою частиною капіталу і самі по собі не мають вартості, отже, є так званим фіктивним капіталом, хоча водночас вони представляють реальний капітал, що вкладений у функціонування акціонерних товариств. Обсяг дійсного капіталу не зміниться через здійснення операцій купівлі-продажу акцій, вони не вплинуть на його розміри [1, с. 112-116]. При цьому процес купівлі-продажу часто перетворюється на спекулятивну гру і не впливає на реальне інвестування у розвиток корпоративного сектора. На думку Кейнса, таку діяльність можна назвати «перегонами у хитрості», які полягають у тому, щоб швидше передбачити, на чому буде базуватися оцінка цінних паперів, а не в тому, щоб оцінити очікуваний дохід від інвестицій на тривалий період. Причинами такої поведінки вчений називає психологічні особливості індивідів.

Періодом стрімкого розвитку фінансових ринків стало XX сторіччя. На сьогодні обсяги фінансових послуг та операцій на фінансових ринках значно перевищують обсяги промислового виробництва. Це спричинило бурхливий розвиток теорій фінансових ринків. Особливе та одне з найважливіших місць у цих теоріях зайняла проблема ціноутворення на фінансових ринках. Науковців цікавив механізм утворення цін на фінансових ринках, і як результат – розробка методик їх прогнозування.

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА

Однією з перших робіт в галузі ціноутворення стала робота французького математика Луї Башельє «Теорія спекуляцій», написана у 1903 році. Але ця робота не була оцінена сучасниками, і лише в 1960-1970-х роках питання ціноутворення на фінансових ринках посіло вагоме місце в теорії фінансових ринків, чому сприяли розвиток математичних методів та комп'ютерних технологій у світі. Значний вплив мали наукові здобутки американських вчених-економістів Уільяма Шарпа та Гаррі Марковіца, які отримали Нобелівську премію з економіки за дослідження в сфері ціноутворення на фінансових ринках, основані на ефективності цих ринків. У той же час розроблялися альтернативні теорії, які ставили під сумнів питання ефективності фінансових ринків.

У теорії корпоративних фінансів, що розроблялася в 60-70-х роках ХХ ст., велике значення приділялось дослідженню проблем функціонування ринку акцій, його специфіки порівняно до товарних ринків та закономірностей розвитку. Головною його особливістю класики теорії корпоративних фінансів Р. Брейлі та С. Майєрс вважали те, що ринкові курси акцій змінюються випадково та жоден приватний інвестор, фірма чи професійний учасник ринку не можуть вплинути на зміну цін акцій або заздалегідь чітко визначити їх майбутню динаміку. Майже всі основні концепції функціонування фондового ринку були побудовані саме на цій гіпотезі, що лежить у руслі неокласичної традиції [2, с. 312-315].

Найбільш повне та логічно обґрунтоване пояснення причин змін ринкових цін акцій надане в концепції ефективності фондового ринку, розробленій професором Чиказького університету Юджином Фама на початку 1970-х рр. На його думку, ідеальним типом фондового ринку є той, де ціни забезпечують точну інформацію для розподілу ресурсів. Тобто ринок, на якому фірми приймають рішення про вкладення капіталу у виробництво і де інвестори роблять вибір відносно вигідності інвестицій у фінансові активи різних емітентів, повинен враховувати всю доступну інформацію про ціни цих активів. На вказаному припущенні і заснована концепція ефективності фондового ринку [3, с. 383-390]. Методологічною базою даної концепції стала неокласична теорія і, насамперед, концепція ефективної економіки та ринкової рівноваги Ф. Еджворта та В. Парето. З цих позицій можна розглядати ефективність ринку цінних паперів як неможливість для будь-якого інвестора отримувати надприбутки на фондовому ринку, оскільки зміни цін акцій мають випадковий характер [4, с. 542-543].

Отже, робота Юджина Фама «Ефективні фондові ринки: огляд теоретичних та емпіричних робіт» [3] мала велике значення в розробці та узагальненні теорії ефективності фінансових ринків і стала базою для подальших досліджень.

Окрім концепцій, заснованих на неокласичній методології, існують альтернативні теорії ефективності фондового ринку – інституціоналізм та неоінституціоналізм. Інституціоналісти розуміли ефективність фондових ринків інакше, ніж неокласики та їх послідовники, які розвивали сучасні теорії корпоративних фінансів. Якщо в неокласичній теорії ефективність відносин визначається максимізацією корисності індивіду, можливістю укладання взаємовигідних угод та рівним доступом до інформації, що міститься у ринкових цінах товарів, то інституціоналісти та сучасні неоінституціоналісти вважають, що ефективність процесів взаємодії та вигідність укладання угод залежать від того, як добре працюють інститути – правила регулювання ринку, правові засади економіки тощо. Неокласики вважали, що ефективність ринку забезпечується завдяки контрактам, що дозволяють обом сторонам максимізувати свою корисність у процесі обміну, яка відображається в узгодженій ціні. Інституціоналісти виходили з того, що «ринок не може зробити все», ринкова ефективність є наслідком впливу на ринок (і на процес укладання угод між економічними суб'єктами) політичних та економічних інститутів, за допомогою яких здійснення трансакцій стає більш дешевим. На думку Д. Норта, неокласики приймали ці фактори за дані, у зв'язку з чим проблема ефективно працюючих інститутів у рамках традиційної економічної теорії не розглядалася.

Значний внесок при розгляді теоретичних питань функціонування фондового ринку (ринку акцій, зокрема) вніс Джон Мейнард Кейнс – видатний вчений ХХ століття. Його праця «Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей» принесла йому надзвичайно широку популярність та визнання. Здебільшого, основна увага вченого зосереджується на дослідженні схильності населення до споживання, класичної теорії норми відсотку, теорії цін, основних властивостей відсотка та гро-

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА

шей, природи капіталу тощо. Проте поряд з цим вчений зосереджується на проблемі виникнення корпоративних відносин та особливостях їх розвитку в тогочасних умовах. Зокрема, у XXI главі своєї праці під назвою «Стан довгострокових очікувань» вчений розглядає основні переваги та недоліки корпоративної діяльності, роль фондової біржі у зростанні обсягу інвестицій, основні причини виникнення акціонерних компаній [5, с. 159].

Досліджуючи коливання обсягів інвестицій, вчений робить висновок про те, що вагомим чинником зростання інвестиційних надходжень є функціонування фондових бірж. На думку вченого, фондові біржі дозволяють переоцінювати інвестиції, відповідно, полегшують інвестиційну діяльність для суб'єктів господарювання. Фондова біржа надає можливість переоцінити щоденні інвестиційні вклади, що, у свою чергу, сприяє тому, що окремі особи мають змогу переглядати доцільність своєї участі у тому чи іншому товаристві. За словами Кейнса: «щоденні переоцінки на фондовій біржі, хоча й спрямовані, передусім, на те, щоб сприяти переходу уже здійснених вкладень від однієї особи до іншої, все ж незмінно здійснюють остаточний вплив на рівень поточних вкладень» [5, с. 159]. Для суб'єктів господарювання більш вигідним є розміщення акцій на фондовій біржі та отримання негайного прибутку, ніж вкладання коштів у новий проект. Таким чином, деякі категорії інвестицій регулюються, швидше, середніми очікуваннями тих, хто прагне розмістити акції на біржі, а не розрахунками підприємців. Курси акцій також значною мірою визначаються саме очікуваннями господарюючих суб'єктів, а не реальними змінами стану акціонерної компанії.

У своїй праці «Трактат про гроші» Кейнс зазначає, що якщо «акції компанії ціняться дуже високо, так що вона здатна мобілізувати більш крупний капітал шляхом випуску більшої кількості акцій, то це матиме такий же результат, як би компанія могла позичати за низькою нормою відсотка». Високий курс наявних акцій призводить до зростання граничної ефективності капіталу і є тотожним падінню норми відсотка.

До основних чинників, які впливають на обсяги інвестиційних вкладень, вчений відносить відсутність достатнього рівня знань власників акцій щодо оцінки діяльності акціонерних компаній чи вартості цінних паперів. Передусім, це відбувається внаслідок відокремлення управлінських функцій від власності на капітал. Внаслідок цього потенційні власники акцій не можуть чітко визначити реальний стан справ. Наступним чинником впливу є щоденні коливання прибутку від поточних вкладень капіталу, які відзначаються нестійким характером та плінністю. Зокрема, курси акцій часто залежать не лише від економічних, але й від політичних, кліматичних та інших чинників. Як приклад, вчений наводить ситуацію, коли акції американських компаній, що виготовляли лід, зростали в ціні влітку і, відповідно, ціна на них знижувалася, коли наставав зимовий період. Внаслідок цього у споживачів складається масова психологічна оцінка поточних подій, яка часто піддається різким коливанням та змінам.

Ще одним фактором впливу на розвиток інвестиційних вкладень є поведінка потенційних інвесторів та гравців фондової біржі. Здавалось би, що діяльність освічених та далекоглядних учасників економічних відносин призведе до нейтралізації непередбачуваності звичайних суб'єктів господарювання, проте дане твердження не справджується повною мірою. Насправді, основною метою цих учасників є не довгострокове прогнозування очікуваного доходу від інвестицій за весь період їх експлуатації, а передбачення змін в курсах акцій раніше, ніж це зроблять інші учасники біржі. Передусім, їх цікавить не реальна вартість об'єкта вкладання інвестицій, зокрема, акціонерного товариства, а те, яким чином ринок цінних паперів буде оцінювати вартість акцій, наприклад, через рік. На думку вченого, така поведінка є не результатом негативних схильностей індивідів, а наслідком організаційної структури ринку інвестицій. Зокрема, для учасника біржі не вигідно вкладати 25 одиниць капіталу у цінні папери, якщо дохід від них буде 30 одиниць наступного дня, але через кілька місяців ринок оцінить їх у 20 одиниць. Відповідно, інвестор повинен враховувати всі можливі чинники коливань курсів цінних паперів. Як правило, досвідчені інвестори знають перелік факторів, які здатні змінити масові очікування.

Досліджуючи деякі аспекти розвитку корпоративних відносин, вчений також висвітлював основні переваги та недоліки корпоративної діяльності. Як зазначалося вище, Кейнс був не єдиним вченим-економістом, який аналізував це питання. Негативні та позитивні сторони діяльності акціонерних компаній були об'єктом дослідження Адама Сміта, Джона Міля, Карла Маркса, Альфреда

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА

Маршала, Торстейна Веблена та інших, проте дослідження Кейнсом даного питання висвітлюється у вітчизняній літературі недостатньо. Для більш досконалого сприйняття проблеми варто згрупувати її основні положення в окрему таблицю (табл. 1).

Таблиця 1

Переваги та недоліки акціонерної форми господарювання за Дж. М. Кейнсом

Переваги	Недоліки
1) Відокремлення управлінських функцій від власності на капітал у деяких випадках сприяє вкладанню інвестицій у розвиток акціонерного товариства.	1) За умов розвитку акціонерних компаній зростає кількість осіб, які є активними учасниками корпоративних відносин, проте не володіють належною інформацією ні про галузь, в якій працює товариство, ні про його реальне становище та цінні папери.
2) Здатність здійснювати широкомасштабні проекти внаслідок можливості розміщувати акції на фондовій біржі та отримувати прибуток.	2) Невідповідність між ціною на акції та реальним станом акціонерних компаній.
3) За умови, коли акції компанії котируються по високій ціні і вона здатна залучити додатковий капітал шляхом випуску нових акцій, це має такий самий ефект, якби фірма мала можливість запозичити кошти за умов низької норми відсотку.	3) Ціна на акції складається під впливом масової психології необізнаних індивідів і, відповідно, піддається раптовим та частим змінам. Останні не мають суттєвого значення для очікуваних доходів товариства.

Джерело: складено автором на основі [5, с. 159 - 162]

Як зазначалось вище, Кейнс стверджує, що завдяки ринку цінних паперів учасники корпоративних відносин мають можливість оцінити віддачу від своїх інвестицій у акціонерне товариство. В цілому, зазначений перелік переваг та недоліків вже висвітлювався у класичній економічній літературі, проте аналіз взаємозв'язку ціни на акції та психологічних очікувань індивідів, а також залежності інвестицій у цінні папери та ставки відсотку є вагомим науковим внеском у теорію розвитку корпоративних відносин. У своїй праці вчений висловлює думку щодо недоречності концепції ліквідних цінних паперів. Він стверджував, що «жоден з принципів ортодоксальної економічної науки, без сумніву, не є більш антисоціальним, ніж фетиш ліквідності - доктрина згідно з якою найкращим для інвестиційних інститутів є концентрація своїх ресурсів в «ліквідних» цінних паперах. При цьому не враховується, що для суспільства в цілому не існує такого поняття, як «ліквідність вкладеного капіталу». Фактичною метою більшості кваліфікованих інвесторів є "бажання перехитрити натовп та сплавити фальшиву монету ближньому» [5, с. 163]. Суть зазначеної думки полягає в тому, що діяльність інвесторів на ринку цінних паперів, здебільшого, спрямована на отримання поточного прибутку шляхом передбачення майбутнього курсу акцій та прагнення продати не вигідні цінні папери іншим учасникам ринку.

Досліджуючи причини зміни курсу акцій, вчений зазначає на те, що різке їх падіння може бути викликано зміною настроїв учасників корпоративних відносин. Для означення діяльності гравців біржі, основною метою якої є передбачення змін у ціні на акції, Кейнс вводить термін «спекуляція». Вплив спекуляцій на американські інвестиційні ринки є, на його думку, величезним. При цьому поведінка учасників біржі залежить також і від ментальних особливостей, зокрема, англійці досить часто розміщують кошти заради отримання інвестицій. Американці, розміщуючи фінансові ресурси на ринку, пов'язують свої надії не стільки з потенційним доходом, скільки з позитивними змінами у психологічних очікуваннях суб'єктів господарювання, на основі яких формується ринкова оцінка. На думку вченого, фондові біржі не завжди виконують свою основну роль, а саме підвищення обсягів реальних інвестицій у корпоративний сектор. Лондонська фондова біржа є більш ефективною у цьому відношенні, оскільки доступ до неї середньостатистичного англійця обмежується рядом правил. Зокрема, до них належать: високі комісійні ставки маклерів, різниця між ціною купівлі та продажу акцій, оподаткування операцій з цінними паперами. Введення високого державного податку на всі види угод з купівлі-продажу цінних паперів міг би бути дуже корисними для того, щоб знизити рівень спекуляції. В цілому, невтручання держави в економічні процеси, на думку Кейнса, є неправильною теорією [6, с. 24].

ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА

Вивчаючи асиметрію інформації на фондовому ринку, американський економіст-неокейнсіанець Дж. Стігліц намагається спростувати гіпотезу ефективних ринків. За цією неокласичною гіпотезою, ціни на фондовому ринку повністю відображають усю існуючу інформацію. Наприклад, якщо фірма втрачає у вартості через дію певного негативного фактора, про це відразу дізнаються усі торговці завдяки падінню котирувань на акції фірми.

Стігліц з колегою Гроссманом зауважують: «Якби ринкову інформацію було можливо так легко дістати за допомогою аналізу цін на акції, у торговців відпала б потреба витратити гроші на збір інформації, яка впливає на ціни». Ця теза закріпилася в економічній науці як «парадокс Стігліца-Гроссмана», що доводить обмеженість інформації, яку відображають ціни на фондовому ринку. Цінова система, що розглядається неокласиками як досконалий механізм передачі інформації про вартість цінних паперів, за Стігліцем, є дефективною. Відтак, в учасників фондового ринку виникає бажання знаходити переоцінені та недооцінені активи, що часто сприяє наближенню ринкових цін до так званих «рівноважних».

З іншого боку, існують торговці, які, розкрутивши курси певних активів, заробляють на штучному ажіотажі, максимально використовуючи інформаційну недосконалість цінової системи та віру частини торговців у гіпотезу ефективності ринку. У підсумку, спад цін на «перегріті» активи стає неминучим, хоча для цього може знадобитися немало часу. Момент краху залежатиме не стільки від реальної динаміки вартості активу, скільки від інформаційних «проривів», коли те, що відоме обраним, пошириться серед мас.

Висновок. Підсумовуючі вищевикладене та враховуючи дослідження наукових поглядів економістів XIX–XX ст. на розвиток корпоративних відносин, виявлено основні особливості функціонування ринків цінних паперів, висвітлено переваги та недоліки акціонерної форми господарювання, розкрито основні положення авторської концепції вчених-економістів щодо діяльності учасників фондової біржі. Одним з найбільш цікавих питань є дослідження взаємозв'язку інвестування у цінні папери та норми відсоткової ставки, а також психологічних чинників, які впливають на поведінку учасників корпоративних відносин. Варто зазначити, що аналіз переваг та недоліків функціонування фондових бірж, здійснений Кейнсом, міг би стати вагомими внеском у дослідженні діяльності вітчизняних ринків цінних паперів.

Література

1. Маркс К. Капитал. Критика политической экономики / К. Маркс. - М.: Издательство политической литературы. - Т.1., Кн. 1: Процесс производства капитала. - 1963. - 907 с.
2. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. - 2-е русск. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.) - М.: Олимп-Бизнес, 2008. - 1008 с.
3. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work / E. Fama // Journal of Finance. - 1970. - Vol. 25, issue 2. - Pp. 383-417.
4. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. - М.: Дело, 1995. - 627 с.
5. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж.М. Кейнс. - М.: Гелиос Арв, 2002. - 352 с.
6. Аникин А.В. Юность науки Жизнь и идеи мыслителей-экономистов до Маркса / А.В. Аникин. - М.: Издательство политической литературы, 1975. - 51 с.

References

1. Marx K. *Das Kapital. Band I, Kritik der politischen Ökonomie. Buch I: Der Produktionsprozeß des Kapitals*. 4 Aufl. Hamburg, Verlag von Otto Meissner, 1890. (Russ. ed.: Marks K. *Kapital. Kritika politicheskoy ekonomii. T.1, Kn. 1: Protsess proizvodstva kapitala*. Moscow, Izdatelstvo politicheskoy literatury Publ., 1963. 907 p.)
2. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 7th ed. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin, 2003. 1071 p. (Russ. ed.: Breyli R., Mayiers S. *Printsipy korporativnykh finansov*. 2-e russk. izd. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2008. 1008 p.)
3. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work. *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, issue 2, pp. 383-417.
4. Blaug M. *Economic Theory in Retrospect*. 4th edition. Cambridge: Cambridge University Press, 1985. (Russ. ed.: Blaug M. *Ekonomicheskaya mysl v retrospektive*. Moscow, Delo Publ., 1995. 627 p.)
5. Keynes, John M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan Cambridge University Press, 1936 (Russ. ed.: Keins Dzh.M. *Obshchaya teoriya zanyatosty, protsenta i deneg*. Moscow, GeliOS ARV Publ., 2002. 352 p.)
6. Anikin A.V. *Yunost nauki. Zhizn i idei mysliteley-ekonomistov do Marksa* [The Youth of Science. Life and Ideas of economists and philisophers before Marks]. Moscow, Izdatelstvo politicheskoy literatury Publ., 1975. 51 p.

Надійшла 14.12.2012