

ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ФІНАНСОВОЇ РІВНОВАГИ ТА СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В СИСТЕМІ РЕАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВА В ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ

Анотація

В статті представлено дослідження принципів та напрямків взаємозв'язку, взаємообумовленості фінансової рівноваги та структури капіталу в процесі фінансової діяльності вітчизняних підприємств в умовах трансформації економіки. Особлива увага приділяється умовам оптимального фінансування суб'єктів господарювання та їх реалізації на основі розрахунку кредитоемності і визначення джерел її заповнення.

Ключові слова: фінансова рівновага, функціональна фінансова рівновага, структура капіталу, рентабельність, ліквідність, фінансова незалежність, фінансова політика підприємства, фактори, правила фінансування підприємства, кредитоемність.

І. Вступ. Ефективне досягнення цілей економічного розвитку суб'єктів господарювання базується на оптимальному управлінні фінансовими ресурсами. Традиційна теорія фінансів, перш за все, пропонує дві основні концепції фінансування фірми: концепцію безпеки та концепцію рентабельності [1]. Перша стосується здатності фірми в кожний момент забезпечувати ліквідними коштами свої боргові зобов'язання, і, таким чином, підтримувати незалежність та безпеку. Друга розглядає важливість наявності коштів у формі прибутку як засобу реалізації розвитку фірми. Реалізація цих концепцій пов'язана з фінансовою політикою фірми, яка представляє розробку та впровадження фінансових рішень щодо максимізації прибутку, добробуту власників, вартості підприємства. Таким чином, спираючись на сучасні тенденції розвитку теорії і практики фінансування господарської діяльності, важливо відзначити, що основними компонентами фінансової політики фірми в умовах ринкової економіки є: ідентифікація та рівновага потреб і наявності фінансових ресурсів; оптимізація доходності, вартості та ризику; арбітраж та вибір між на-

явними альтернативами формування та використання фінансових ресурсів фірми. В сукупності це ще раз доводить важливість, значимість розгляду стану фінансової рівноваги підприємства, яка характеризується таким станом, коли підтримується функціональна рівновага між джерелами та їх використанням, враховуючи стабільність перших і призначення других, та необхідності забезпечення відповідної політики управління нею в межах визначених цілей: безпека, яка визначається як незалежність або автономність фірми; рентабельність (прибутковість); економічний ріст (розвиток). Особливої уваги дана проблема заслуговує для організації фінансування вітчизняних підприємств, у зв'язку з тим, що саме дана проблема в багатьох випадках виступає перешкодою стабільного розвитку суб'єктів господарювання в період трансформації вітчизняної економіки, саме проблеми платоспроможності, ліквідності, кредитоспроможності, автономності, які є основними характеристиками фінансової рівноваги, вимагають негайного та комплексного вирішення для зниження різноманітних фінансових ризиків, ризиків банкрутства. Все це обумовлює важливість теоретичного та практичного обґрунтування методологічних підходів до формування адекватної фінансової політики підприємств та підкреслює особливу актуальність даної проблеми в умовах становлення ринкових відносин в Україні.

Дослідження визначених питань починаються з 60-тих років 20 століття. Значний вклад внесли такі економісти — науковці Ю. Брігхем, С. Брейлі, М. Дженсен, Л. Зінгалес, Б. Колас, Ф. Модільяні, М. Міллер, У. Меклінг, С. Майерс, Дж. К. Ван Хорн, І. Балабанов, В. Ковальов, В. Родіонова, М. Федотова, О. Шеремет та інші. Серед вітчизняних можна відзначити В. Андрущенко, І. Бланка, О. Кондрат'єва, А. Марченко, С. Терещенко, В. Плису, І. Ушакову, Т. Унковську та інших.

ІІ. Постановка завдання. Важливе значення для фінансової політики, політики забезпечення фінансової рівноваги має структура капіталу, яка визначається співвідношенням власного та запозиченого капіталу. Як в умовах розвиненої, так і трансформаційної економік, система та структура фінансування діяльності окремої фірми не є постійною, але в цілому вона повинна забезпечувати достатні умови фінансової рівноваги і сприяти сталому розвитку підприємства в цілому. Важливість проблеми структури капіталу в даному контексті визначається необхідністю її оптимізації, що вимагає встановлення такого співвідношення власного та запозиченого капіталу,

* старший викладач кафедри теоретичної економіки, Одеський національний університет ім. І. І. Мечникова.

яке забезпечує найбільш ефективну пропорційність між фінансовою рентабельністю та фінансовими ризиками, що дозволяє максимізувати ринкову вартість підприємства. Важливість даного питання для вітчизняних підприємств пов'язана, в більшості випадків, з необхідністю залучення додаткового фінансування для подальшого розвитку. При цьому важливим є врахування впливу системи зовнішніх і внутрішніх факторів, які здатні корегувати оптимальність (ефективність) структури капіталу підприємства і фінансової рівноваги. Це обумовлює мету дослідження, представленого в даній статті — виявлення та оцінка факторів, основних вимог, резервів оптимізації структури капіталу та фінансової рівноваги вітчизняних підприємств в умовах формування ринкових відносин.

III. Результати. Розподілення факторів на зовнішні (екзогенні або об'єктивні) та внутрішні (ендогенні або суб'єктивні) базується на особливостях впливу зовнішнього і внутрішнього середовища на фінансово-господарську діяльність. Зовнішні фактори в основному виступають як обмеження фінансового росту фірми, хоча іноді вони здатні надавати і додаткові можливості залучення фінансових ресурсів. Наприклад, стимулююча економічна політика держави, кон'юнктура, структура, рівень розвитку фінансового ринку, галузеві особливості щодо терміновості операційного циклу, фондоемності, капіталоемності та інші. Всю сукупність зовнішніх факторів пропонується розділити на загальноекономічні, ринкові та інші. Загальноекономічні включають макроекономічні чинники економічного середовища, а для фірм, що працюють на зовнішніх ринках — мегаекономічні. Серед загальноекономічних чинників значної уваги потребують: динаміка національного виробництва і національного доходу, тенденції зміни платіжного обороту, темпи інфляції, інвестиційний клімат, економічна політика держави щодо реалізації грошово-кредитної і бюджетно-податкової політики, забезпечення економічної безпеки, рівень стабільності регулюючого законодавства. Для фірм, які здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, важливим, крім вище перерахованого, представляється валютна політика держави, стабільність міжнародних валютно-фінансових відносин, світових фінансових ринків. Ринкові зовнішні фактори передбачають кон'юнктуру товарного ринку, кон'юнктуру та рівень розвитку інфраструктури фінансового ринку, галузеві особливості. Необхідно при цьому зауважити, що в умовах трансформаційної економіки вплив зовнішніх факторів посилюється.

Внутрішні фактори формування структури капіталу заслуговують особливої уваги. Це пов'язано з тим, що саме вони піддаються керівництву з боку підприємств, і таким чином, можуть впливати на оптимізацію фінансової політики щодо реалізації конкретних цілей. Базуючись на тому, що фінансові ресурси можуть використовуватися для забезпечення поточної, інвестиційної діяльності, суб'єктивні фактори можна поділити на три групи: операційні фактори, інвестиційні і фінансові. До першої групи можна віднести наступні: стадія життєвого циклу і розмір підприємства, рівень прибутковості операційної діяльності і динаміка рівня прибутку, структура витрат і операційний леверідж та інші. До другої групи належать амортизаційна політика, структура інвестиційного, фондового портфелю, обсяг та рівень концентрації власного капіталу. Серед основних факторів третьої групи уваги потребують фінансова стратегія, структура та розмір активів, структура та розмір капіталу і фінансовий леверідж, співвідношення короткострокових, довгострокових активів та пасивів, вартість капіталу, політика і система розподілу прибутку, дивідендна політика. Одночасно, можна визначити групу організаційних факторів, які включають відносини кредиторів до підприємства, відносини між менеджерами і власниками, власниками і кредиторами та інші. До цієї групи можна віднести і систему менеджменту на підприємстві, як в цілому, так і по окремим напрямкам діяльності.

Важливими щодо підтримання фінансової рівноваги є внутрішні фактори. Розглянемо основні з них.

Про те, що розмір фірми впливає на співвідношення власних та залучених фінансових ресурсів зазначалось вище. Великі фірми мають більше можливостей для залучення і використання зовнішнього фінансування. Крім того, вони можуть підвищувати долю запозиченого фінансування, використовуючи податкові переваги, і тим самим, сигналізуючи ринку про свою успішну діяльність, забезпечувати достатній рівень фінансової сталості за рахунок диверсифікації діяльності. З цим фактором можна пов'язати і організаційно — правову форму фірми, яка також надає додаткові можливості або обмежує розширення фінансування.

Розвиток кожної фірми здійснюється по конкретним стадіям життєвого циклу, кожна з яких характеризується різним рівнем потреби в капіталі і фінансової залежності. Підприємства, які знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку мають конкурентноздатну продукцію, зростаючий попит, що призводить до зростання потре-

би в додаткових фінансових коштах, особливо із зовнішніх джерел. Але в той же час, для таких підприємств характерний більш високий рівень фінансових ризиків, на що звертають увагу кредитори. На більш пізніх стадіях рівень фінансової залежності зростає, але потреба зменшується у зв'язку з тим, що підприємство виходить на сталий рівень функціонування і отримує сталий рівень прибутку, який і може бути рефінансований у розвиток підприємства. Одночасно зростає рівень зносу позаоборотних активів, що може призвести до потреби значного обсягу фінансування на модернізацію, реконструкцію виробництва. Якщо визначити основні тенденції змін характеристик фінансової рівноваги по фазам життєвого циклу, то можна відмітити, що на першій фазі — фазі дитинства, прибуток відсутній, ліквідність недостатня, заборгованість зростає; на другій фазі — фазі юності, прибуток починає зростати, ліквідність знаходиться у рівновазі, заборгованість середня, що відповідає достатньому рівню платоспроможності та кредитоспроможності; на третій фазі — фазі зрілості, прибуток досягає максимуму, ліквідність надлишкова, заборгованість відсутня, і на останній фазі — фазі старості, прибуток зменшується, ліквідність урівноважена, заборгованість відсутня. Враховуючи дані тенденції та задачі економічного розвитку на даний момент, підприємство повинно сформувати відповідну фінансову політику, ранжуючі вищезгадані пріоритети: безпека — прибутковість — розвиток.

Рівень і динаміка прибутку підприємства, який визначає не тільки рівень самофінансування, а і формує кредитний рейтинг. Ця характеристика використовується не завжди у зв'язку з тим, що власники віддають перевагу реінвестуванню отриманого прибутку у власну фірму, що одночасно знижує і вагу залученого капіталу. Разом з цим, існують дослідження, що підтверджують висновок відносно того, що зростання самофінансування є фактором, що надає можливість збільшити обсяг залучення коштів для фінансування інвестицій.

Даний фактор визначає реалізацію основних напрямків фінансової політики — забезпечення рентабельності та зростання, що в умовах ринкової економіки набуває особливої актуальності. В цілому система розподілення прибутку залежить від багатьох чинників, наприклад, рівня концентрації власності. Наявність великих власників обумовлює бажання зберегти фінансовий контроль над управлінням підприємства, що буде обмежувати залучення додаткового власного капіталу із зовнішніх джерел і стимулювати реінвестицію

прибутку, участь запозиченого капіталу. В той же час, наявність значної кількості невеликих власників, здатність до збільшення фінансування яких обмежена, обумовлює фінансування за рахунок досить різноманітних джерел. Важливо відзначити, що значний вплив на реалізацію даного фактору буде здійснювати стан розвитку та мобільність фінансового ринку.

Крім прибутку обсяг самофінансування залежить від амортизації. Тому вибір методу амортизації позаоборотних активів може або сприяти розширенню фінансування господарської діяльності, або обмежувати його. В останній час практично в усіх країнах з розвинутою ринковою економікою проводиться політика інтенсифікації амортизаційних списань підприємств, що приводить до росту обсягів і норм валового самофінансування, а, таким чином, одночасно забезпечує розширення зовнішніх джерел фінансового зростання. Крім того, використання прискореної амортизації надає фіскальні переваги оподаткування прибутку, що значно збільшує привабливість амортизаційної політики у відновленні постійного капіталу.

Значної уваги при виборі джерела фінансування господарської діяльності потребує оцінка структури витрат з точки зору виокремлення фіксованих і змінних витрат. Як правило, по перше, постійні витрати повинні фінансуватися за рахунок довгострокового фінансування, в той час, як змінні за рахунок короткострокового. По друге, структура витрат визначає рівень операційного леверіджу який, в свою чергу, допомагає виявити можливості підприємства змінити рівень і динаміку прибутку, а значить, рівень самофінансування. Разом з цим, особливої уваги серед факторів структури капіталу щодо підтримання фінансової рівноваги вимагає оцінка співвідношення структури активів та пасивів. Саме їх оцінка та співставлення визначає функціональну фінансову рівновагу, яка не просто оцінює збалансованість між джерелами фінансування та їх використанням, а і враховує їх функціональне призначення на основі визнання економічного функціонування підприємства. Такий підхід заслуговує особливої уваги великих підприємств промисловості, транспорту, зв'язку, будівництва, для яких характерно відносно довгий операційний цикл, наявність зростання власних позаоборотних активів та потреби в оборотному капіталі. Структура активів заслуговує уваги з боку таких характеристик як термін використання (період обороту, оборотність) та ліквідність. Це, в свою чергу, визначає потребу в фінансуванні, тоб то загальний обсяг фінансових ресурсів,

необхідних для безперервного процесу виробництва, відтворення, та структури щодо терміну фінансування тих чи інших активів. Встановлення оптимальної пропорції між компонентами активів і пасивів забезпечить мінімальні витрати на обслуговування капіталу, максимальну фінансову рентабельність, мінімальні фінансові ризики, що і є основою оптимальної структури капіталу і фінансової політики підприємства в загалі. При цьому важливо відзначити таку характеристику як фінансовий леверідж. Він представляє собою співвідношення запозиченого та власного капіталу, а важіль фінансового леверіджу демонструє здатність зростання рентабельності власного капіталу при збільшенні ваги заборгованості в загальній структурі джерел. Більшість західних та вітчизняних економістів вважає, що оптимально ефект фінансового леверіджу має дорівнювати $1/3$ – $1/2$ економічної рентабельності. При цьому він здатний компенсувати податкові вилучення і забезпечити віддачу власного капіталу. Розрахунки залежності фінансового леверіджу та фінансової рентабельності демонструють, що у випадку, коли різниця між економічною рентабельністю та вартістю запозичених коштів є позитивною, леверідж грає сприятливу роль, у тому розумінні, що зростання коефіцієнту заборгованості збільшує рентабельність власного капіталу. В протилежному випадку, зростання цього коефіцієнту призводить до зростання вартості власного та загального капіталу і, таким чином, зменшує його рентабельність.

Наступним важливим фактором структури капіталу виступає структура інвестиційного і фондового портфелів. Такі їх характеристики як ліквідність, якість, прибутковість, рівень ризику впливають на загальний рівень ліквідності, а значить, і кредитоспроможності, фінансову безпеку. Можна зазначити, що вплив цього фактору визначається долею та структурою фінансових операцій в загальному обсягу операцій фірми в процесі їх діяльності. Разом з цим необхідно зауважити, що саме формування інвестиційного і фондового портфелів пов'язано з диверсифікацією діяльності, яка посилюється з ростом господарчого суб'єкту. Тому вплив цього фактору взагалі необхідно розглядати в сукупності з факторами розміру і стадіями життєвого циклу конкретної фірми.

Важливо відзначити, що оцінка впливу факторів ефективності структури капіталу повинна враховувати три основних правила фінансування підприємства: правило мінімальної фінансової рівноваги, правило максимальної заборгованості, правило максимального

фінансування. Правило мінімальної фінансової рівноваги визначає необхідність існування рівноваги між терміном джерел фінансування і терміном обороту капіталу. Правило максимальної заборгованості визначає оптимальну структуру фінансування і, таким чином, максимально можливий обсяг залучення додаткових джерел. Воно вводить два основних обмеження. По-перше, сума довгострокової та середньострокової заборгованості не повинна перевищувати обсягу власного капіталу, або не повинна складати 50% фіксованого капіталу, що також визначається як правило 50/50. По-друге, сума довгострокового та середньострокового фінансування не повинна перевищувати більш ніж в три рази обсягу середньорічного самофінансування. Правило максимального фінансування визначає, що кожна операція інвестування не повинна виходити за межі встановленої суми загальних плануючих інвестицій. Воно також враховує суму використаних кредитів, і визначає, що залучаємий капітал може складати 50-75% від загальних пасивів підприємства. На основі цих правил теорія та практика фінансування підприємств розвинених країн сформувала правило "три третіх ($3/3$)" [2], яке встановлює конкретні пропорції між формами капіталу та їх використанням (див. Рис. 1).

Власний капітал	ВК	↑ 1/3 ↓	↑ 2/3 ↓	↑ 1/3 ↓	↑ 1/2 ↓
Постійна (фіксована) фінансова заборгованість	ФК	↑ 1/3 ↓	↑ 2/3 ↓	↑ 1/2 ↓	↑ 1/2 ↓
Змінна фінансова заборгованість	ЗК	↑ 1/3 ↓	↑ 1/3 ↓	↑ 2/3 ↓	↑ 1/2 ↓

Рис. 1. Правило $3/3$

Враховуючи вищенаведені пропорції оптимального співвідношення джерел формування пасивів, можна визначити кредитоспроможність підприємства, яка представляє собою обсяг можливого запо-

зичення додаткових фінансових ресурсів, рівень яких не загрожує фінансовій рівновазі в довгостроковій перспективі. Крім того, з визначених вище правил, можна оцінити як загальну так і середню — та довгострокову кредитоемність.

Результати розрахунків кредитоемності підприємств вітчизняної економіки в 2002- 2003 роках представлені в таблицях 1, 2.

Таблиця 1
Кредитоемність галузей економіки України на кінець 2002 року [3]

галузь діяльності	загальний капітал	коефіцієнт левіриджу	загальна кредитоемність	кредитоемність середньострокова і довгострокова
усього	916283,4	0,96	488647,8	423353,5
сільське господарство	55729,1	0,57	51082,6	31799,7
промисловість	375069,3	0,92	211890,6	178279,7
будівництво	27661,5	0,90	16001,1	13498,9
торгівля	156323,7	8,93	-109102,8	5106,5
готелі та ресторани	3837,3	0,63	3241,5	1925,3
транспорт і зв'язок	87866,9	0,39	101973,1	58585,4

Таблиця 2
Кредитоемність галузей економіки України на кінець 2003 року [3]

галузь діяльності	загальний капітал	коефіцієнт левіриджу	загальна кредитоемність	кредитоемність середньострокова і довгострокова
усього	1096855	1,14	440335,6	450709,1
сільське господарство	59233,5	0,72	43833,3	29340,9
промисловість	421773,2	1,06	193161,4	181209,6
будівництво	34606	1,28	10870,1	13444,3
торгівля	227272	9,89	-164650,6	6725,9
готелі та ресторани	4749,8	0,76	3334,3	2095,5
транспорт і зв'язок	99927,7	0,42	111587,9	63857,3

Представлені дані свідчать про досить значний резерв кредитоемності вітчизняних підприємств, особливо середньо — та довгострокової. Разом з цим, оцінка структури українських підприємств в цілому по економіці демонструє наявність 46,7% власного капіталу і

53,3% залученого [3]. Слід відзначити, що в останні роки доля власного капіталу скоротилась (на початок 2002 року — 52,4%, на початок 2003 року — 51,1%), що є результатом зростання участі банківського кредитування, облігаційних кредитів. Негативно впливає на якість структури капіталу в даному випадку значний рівень небанківської короткострокової кредиторської заборгованості, який складає 76% від загального обсягу запозичених фінансових ресурсів. Однак, важливо відзначити, що загальний показник відносно завищений за рахунок включення в розрахунки торгівлі, де рівень власного фінансування складає лише 9,2%. Що стосується інших видів діяльності, то для промисловості власний капітал складає 48,6%, будівництва — 43,8%, транспорту, зв'язку — 70,7% [3]. Разом з цим, представлені дані свідчать про появлення негативної тенденції перевищення обсягу середньо- та довгострокової кредитоемності над загальною. Це є результатом незадовільної структури заборгованості та незадовільної структури активів і пасивів та їх співвідношення. Такі тенденції не відповідають правилам фінансування підприємств, що не забезпечує достатніх умов фінансової рівноваги, не дивлячись на те, що вага запозиченого фінансування в загальному капіталі в цілому відповідає вимогам. Ортодоксальна теорія фінансування фірми визначає оптимальну вагу в 50%. Разом з цим, тенденції світової економіки допускають 50 — 60% [4]. Збільшення запозиченого капіталу, враховуючи фактори, які були визначені вище, допускається при здатності підприємства підтримувати достатній рівень ліквідності, платоспроможності, оборотності активів та пасивів. Тому, такі тенденції допускаються для торгівлі, хоча розрахунки демонструють значну перевагу нормативів, і не допускаються для будівництва, особливо, враховуючи вагу власного капіталу (43,8%) та вагу довгострокових кредитів в загальній заборгованості — 8,8%.

Звичайно, далі виникає питання щодо забезпечення покриття кредитоемності вітчизняних підприємств. Основними джерелами в даному випадку можуть бути кредити банків та емісія облігацій. Враховуючи середню вартість банківського кредиту в 17% та рівень операційної рентабельності для прибуткових підприємств по економіці в цілому — 7%, торгівлі — 11%, транспорту та зв'язку — 19%, можна зробити висновок, що в загальні запозичення капіталу призводить до зростання витрат по фінансуванню підприємств (ефект фінансового левіриджу), що значно скорочує використання кредитів банків для фінансового зростання в умовах трансформаційної еко-

номії, яка, крім того, супроводжується, як правило, кризовими явищами. Більш привабливим може вважатися емісія облігацій, доходність яких складає 10 — 12% при прогнозі потенційних емітентів та експертів подальшої її зниження на 2 — 3%. Але при наявності значної кількості переваг облігаційної позики, спостерігається і значна кількість обмежень, пов'язаних з забезпеченням умов розвитку фінансового ринку, обороту на ньому цих цінних паперів. Разом з цим, важливо відзначити, що рівень кредитоемності можна значно розширити за рахунок збільшення обсягів самофінансування, тобто за рахунок амортизаційних відрахувань та реінвестиції прибутку. На жаль, потенціал даних джерел поки є обмеженим у зв'язку з високим рівнем зносу позаоборотних активів та низьким рівнем рентабельності значної кількості вітчизняних підприємств.

Важливо відзначити, що дані тенденції розраховані для економіки, галузей в цілому. Звичайно для більш успішних підприємств ситуація є більш привабливою, що підтверджується розширенням участі банківського кредитування та розвитком облігацій на протязі останніх років.

IV. Висновки. Таким чином, основою ефективної фінансової політики фірми є збалансування між фінансовою незалежністю, прибутковістю, ростом. Це базується на фінансовій рівновазі та оптимальній структурі капіталу, які в сукупності забезпечують стійкий розвиток в довгостроковій перспективі. Особливо важливим представляється дана проблема для вітчизняних підприємств, які в даний час, з одного боку, обмежені у можливостях фінансового росту, а, з іншого, вимагають розширення фінансування для сприяння розвитку в період становлення ринкових відносин на усіх рівнях господарювання. Одною з основних характеристик оцінки фірм в даному випадку повинна бути кредитоемність, оцінка якої для вітчизняних підприємств дозволяє визначити резерви можливостей запозичення фінансових ресурсів. Але одночасно спостерігається зростання заборгованості в загальній структурі капіталу та дисбаланс в деяких випадках балансу між структурою активів і пасивів, що порушує довгострокову рівновагу суб'єктів господарювання.

Рекомендації щодо подальшого їх функціонування можна поділити на декілька груп. По-перше, самі підприємства повинні зрозуміти важливість обґрунтування рішень відносно джерел фінансування розвитку на основі врахування факторів доходності та ризику, а, також, фактору часу. По-друге, держава повинна створити приваб-

ливі інституційні умови щодо розвитку ринкових відносин між суб'єктами господарювання, сприяти зниженню витрат по зовнішньому фінансуванню, в тому числі використовуючи відповідні механізми економічної політики, активізуючи розвиток прозорого фінансового ринку. По-третє, фінансово-кредитна система повинна зосередитися саме на реальному інвестуванні господарської діяльності, що в подальшому буде сприяти зростанню капіталізації фінансового ринку.

Література

1. A. Krier, E. Y. Rio, C. Vailhen Gestion de l'entreprise. — Part 2. — Paris: RUF, 1971. — P. 10.
2. C. Pierrat La politique financiere de l'entreprise. — Paris, 1996. — P. 52-55.
3. Розраховано на основі офіційних даних: Фінанси України. — К.: Державний комітет статистики України, 2004.
4. Энгов Р., Радыгин А., Мау В. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. — М.: ИЭПП АНХ РАН, 1998. — С. 4.