

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)



Дніпропетровський державний
аграрно-економічний університет



№ 6, 2014

[Назад](#)

[Головна](#)

УДК 336.7

О. О. Гончарук,

студент, Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ

КОРПОРАТИВНІ ОБЛІГАЦІЇ У МЕХАНІЗМІ ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

О. О. Honcharuk,

student, Taras Shevchenko National University of Kyiv

CORPORATE BONDS IN THE MECHANISM OF FINANCING OF ENTERPRISES

У статті розглядаються теоретичні аспекти корпоративних облігацій, як джерела фінансування діяльності підприємств. Висвітлено законодавчу базу регулювання випуску облігацій підприємств. Проаналізовано вартість здійснення випуску корпоративних цінних паперів. Визначено сучасний стан ринку корпоративних облігацій в Україні. Виділено основні фактори впливу на перспективність даного інструмента у механізмі фінансування діяльності підприємств. Визначено і оцінено основні позитивні та негативні аспекти при залученні коштів шляхом емісії облігацій.

The article examines some theoretical aspects of corporate bonds as a source of financing for companies. The legislative framework of regulating bonds issue was covered. Analyzed the cost of implementation of corporate debt securities. Determined the current state of corporate bond market in Ukraine. The basic factors influencing the availability of the instrument in the mechanism of financing activity were shown. Determined and assessed the main positive and negative aspects of involving funds by issuing bonds.

Ключові слова: корпоративні облігації, механізм фінансування, ринок цінних паперів, динаміка операцій з облігаціями, вартість емісії, законодавче регулювання, оподаткування, ефективність емісії.

Keywords: corporate bonds, funding mechanism, the stock market, the dynamics of transactions with bonds, the cost of emissions, legislative regulation, taxation, emission efficiency.

Постановка проблеми. Фінансові ресурси підприємств є одним із найважливіших для забезпечення їх діяльності видом ресурсів, але в той же час досить складним для дослідження. Здатність фінансових ресурсів трансформуватись у матеріальні, інтелектуальні, технічні, інноваційні та інші види ресурсів обумовлює їх вагомість у фінансово-господарській роботі підприємства. Обсяг виробництва, його ефективність зумовлюють розмір, склад та структуру фінансових ресурсів підприємства. Так, підвищення частки власних коштів позитивно впливає на фінансову діяльність підприємств. Висока частка залучених коштів ускладнює фінансову діяльність підприємства та потребує додаткових витрат на сплату відсотків за банківські кредити, дивідендів на акції, доходів на облігації, зменшує ліквідність балансу підприємства. Тому в кожному конкретному випадку необхідно детально продумати доцільність залучення додаткових фінансових ресурсів.

Перспективним інструментом залучення фінансових ресурсів є корпоративні облігації або облігації підприємств. У результаті розміщення випуску цього фінансового інструменту додаткові кошти одержують не тільки емітент, але й держава. Бюджет поповнюється надходженнями податків і зборів, пов'язаних як із процесом випуску та обігу облігацій, так і з процесами зростання оподаткованого прибутку, отриманого в результаті розширення обсягу виробництва (торгівлі, надання послуг чи кредитів) за рахунок додаткового залучення ресурсів шляхом емісії корпоративних облігацій.

Аналіз останніх досліджень і постановка завдання. Питанням дослідження механізму фінансування діяльності підприємств шляхом випуску облігацій присвячено багато наукових праць. Серед вчених, що звертались до цієї проблематики варто відзначити Дж. В. Бейли, У. Шарпа, О. Вальнишена, І. Лютого, О. Любіну, В. Міщенко, С. Науменкову, О. Охріменку, Р. Рака, тощо. Незважаючи на це, залишається недостатньо дослідженою проблема оцінки ефективності облігацій, як джерела фінансових ресурсів підприємства.

Мета написання статті – дослідження механізму фінансування діяльності підприємств шляхом емісії облігацій в Україні.

Виклад основного матеріалу. Облігації підприємств — один із способів формування позикового капіталу, основою якого є коротко-, довгострокові банківські кредити, інші боргові цінні папери, їх можуть емітувати не тільки підприємства різних форм власності, а й об'єднання підприємств, акціонерні та інші товариства. За корпоративними облігаціями, як правило, періодично сплачується визначений в умовах випуску процент, який називають купонним. Частіше за такими облігаціями сплачується фіксований процент, який визначається емітентом в умовах емісії. Підприємствам облігації забезпечують залучення коштів на визначений строк та під процент і є досить привабливим фінансовим інструментом. Проте скористатись цим інструментом можуть лише порівняно великі та фінансово стійкі корпорації, які мають високий кредитний рейтинг та відомі на ринках, де вони мають намір розмістити свої облігації [9].

При здійсненні емісії облігацій потрібно керуватись рядом нормативно-правових актів, що регламентують залучення фінансових ресурсів шляхом випуску боргових корпоративних цінних паперів.

Основною нормативно-правовою базою емісії та обігу корпоративних облігацій в Україні є:

- 1) Закон України "Про цінні папери і фондовий ринок" від 23.02.2006 р. № 3480-IV;
- 2) Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI;
- 3) Положення «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу» від 27.12.2013.

Закон "Про цінні папери і фондовий ринок" містить основні моменти здійснення операцій на фондовому ринку, визначає учасників ринку цінних паперів, регламентує правила, за якими повинні діяти сторони, що приймають участь в операціях з цінними паперами з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку.[1]

Податковим кодексом України (надалі – ПКУ) регулюється оподаткування операцій з борговими цінними паперами. Згідно п. 136.1.11. Розділу 3 ПКУ номінальна вартість взятих на облік, але неоплачених (непогашених) цінних паперів, які засвідчують відносини позики, не враховуються при визначенні об'єкта оподаткування. Також, згідно п.139.1.4. витрати на погашення основної суми отриманих позик, кредитів не враховуються у витрати при визначенні оподаткованого прибутку. Відповідно до п.138.10.5. фінансові витрати, до яких належать витрати на нарахування процентів (за користування кредитами та позиками, за випущеними облігаціями та фінансовою орендою) входять до витрат при визначенні оподаткованого прибутку. Прибуток підприємств згідно п. 151.1. оподатковується за ставкою 18%. Прибуток із операцій з продажу-купівлі цінних паперів оподатковується за ставкою 10% від об'єкта оподаткування.

З 01.01.2011 року порядок оподаткування податком на додану вартість операцій з випуску та погашення облігацій регулюється Розділом V ПКУ. На підставі ст. 14.1.244. ПКУ до товарів віднесено матеріальні та нематеріальні активи, у тому числі цінні папери, що використовуються у будь-яких операціях, крім операцій з

їх випуску (емісії) та погашення. Враховуючи зазначене вище, облігації на етапі випуску (емісії) та погашення не визначаються як товари, а тому податком на додану вартість не обладаються.

Згідно п. 213.1.7. Розділу 7 ПКУ 213.1.7. операції з продажу, обміну або інших способів відчуження цінних паперів, де відбувається перехід права власності на цінні папери, та операції з деривативами, крім операцій, що здійснюються на міжбанківському ринку деривативів, а також (213.2.4.) операції між емітентом та платником податку з викупу та повторного продажу за грошові кошти, розміщення, погашення, конвертації емітентом цінних паперів власного випуску, операції щодо здійснення внеску до статутного капіталу, а також операції за участю векселедавця, заставодавця та іншої особи, що видала або урахувала ордерний або борговий цінний папір з видачі, урахування та погашення цінних паперів (п. 213.2.4.) входять в об'єкт оподаткування акцизного податку. Згідно статті 215_1 цього ж розділу ставка акцизу становить 0% на операції на організаціях торгівлі, 0,1 відсотка від суми операції з продажу поза фондовою біржею цінних паперів, що перебувають у біржовому реєстрі, 1,5 відсотка від суми операції з продажу цінних паперів поза фондовою біржею, що не перебувають у біржовому реєстрі. [2]

Положення «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу» вказує основні вимоги до емітента облігацій, які повинні бути виконані. Наводиться перелік документів, що повинні бути подані для здійснення випуску облігацій та порядок емісії:

- 1) Нотаріально завірена копія статуту емітента зі змінами;
- 2) Копії внутрішніх документів, що підтверджують повноваження органу, який прийняв рішення про випуск (якщо є), засвідчені підписом уповноваженої особи та печаткою підприємства;
- 3) Копію свідоцтва про державну реєстрацію підприємства, завірену підписом уповноваженої особи та печаткою підприємства;
- 4) Копії свідоцтв про реєстрацію попередніх випусків акцій, засвідчену підписом уповноваженої особи та печаткою підприємства;
- 5) Копії ліцензій (дозволу) видані емітенту на здійснення певних видів діяльності, завірену підписом уповноваженої особи та печаткою емітента;
- 6) Проміжна фінзвітність емітента: за звітний період, що передувє квартал, в якому подаються документи для реєстрації випуску, завірену підписами та печатками емітента і аудиторів;
- 7) Фінзвітність емітента за три попередні роки, завірену підписами та печатками емітента та аудиторів, аудиторський висновок;
- 8) Довідку банку про оплату кожним з учасників або засновників номінальної вартості цінних паперів, з переліком внесків, і з вказівкою дати і номерів документів, що підтверджують оплату;
- 9) Документи (платіжні доручення) підтверджують сплату внесків учасників або засновників у статутний фонд;

Копія платіжних доручень про оплату державного мита за реєстрацію Інформації про випуск цінних паперів у розмірі 0,1% від суми емісії. [3]
При здійсненні випуску облігацій підприємство несе певні номінальні витрати. Їх розмір різниться в залежності від обраного посередника та обсягу емісії. Так, наприклад, банк «Форум» пропонував ряд супутніх послуг по випуску боргових цінних паперів. Вартість послуг становить від 1,2% від обсягу емісії. В середньому, вартість послуг банків становить від 2,5 до 4,0%. Одноразові накладні витрати становлять у середньому 4—7 % вартості емісії [6]. Враховуючи значний розмір номінальних витрат, зарубіжними науковцями приймається доцільною сума емісії починаючи з 3 млн. євро (10 млн. грн. за оцінками вітчизняних експертів).[5]

Емітентами облігацій повинні враховуватись два типи ризиків при здійсненні випуску:

- 1) Ризик нерозміщення облігаційного випуску;
- 2) Ризик залучення позикового капіталу за вищими ставками.

Ризик нерозміщення виражається в тому, що після здійснення всіх підготовчих операцій та реєстрації боргових цінних паперів попит на облігації з боку інвесторів може виявитись недостатнім. Існує два типи прояву даного ризику:

- 1) Попит на боргові цінні папери виявиться повністю відсутнім – в даному випадку розміщення облігацій не було здійснене, так як емітенту не вдалося залучити фінансові ресурси;
- 2) Попит буде меншим за обсяг емісії – говориться про часткове розміщення облігацій, коли вдалося залучити лише частину запланованих коштів. Перед емітентом постає вибір: відмовитися від розміщення облігацій взагалі або ж здійснити часткове розміщення [5].

Ризик залучення позикового капіталу виникає в момент розміщення облігацій. При розміщенні купонних облігацій здійснюється продаж за їхньою номінальною вартістю, проте має місце «конкурс за ставкою купона», який полягає у тому, що інвестори вказують в заявці ставку купона. За умови, що ставка за облігаціями дорівнює або перевищує вказану інвестором, операція здійснюється, в іншому випадку заявка відхиляється. Виходячи з цього, якщо вказана у заявці ставка буде вищою за ту, за якою емітент розраховував залучити позикові кошти, він несе ризик отримання фінансування за більшою ціною, ніж було очікувано. В такому разі, постає вибір між тим, щоб здійснити часткове розміщення задовольнивши заявки лише певних емітентів або взагалі не здійснювати розміщення.

До не врегульованих питань на ринку облігацій можна віднести наступні:

1) Поточні макроекономічні тенденції, поряд із запровадженням змін у державному регулюванні, зумовлюють збереження високого рівня закритості ринку цінних паперів. За даними Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України (надалі – АРІФРУ) у 2013 році із понад 20 тис. емітентів цінних паперів свої річні звіти опублікувало близько 7900 емітентів, в той час як у минулому році цей показник становив близько 8900. Даний факт є підставою для застосування Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (надалі – НКЦПФР) штрафних санкцій за нерозкриття інформації, проте більшість емітентів, які опублікували свої річні звіти, з високою ймовірністю є фактивними, тому єдиним дієвим заходом може виявитись лише скасування обігу випущених ними цінних паперів;

2) Результати первинного ринку корпоративних облігацій вказують на наявність структурних скосів в бік інфраструктурної сфери (управління, телекомунікації, транспорт, технічна діяльність), більшість підприємств якої перебувають у державній власності та є природними монополістами. Частка випусків, яка припадає на вказані види діяльності, за підсумками 2013 року склала 45,3% від загального обсягу емісій. На випуски компаній фінансового сектору припадало 37,50% (в тому числі 18% - випуски комерційних банків), на випуски в сфері будівництва та операцій з нерухомістю – 11,73%; частка інших секторів була незначною. Дані показники говорять про непопулярність та невідповідність облігацій, як інструментів залучення для підприємств. Нерозвиненість фондового ринку, непрозорість законодавства та значний відсоток витрат по випуску призводять до того, що привабливість боргових цінних паперів в якості фінансування діяльності виникає лише при значних обсягах емісії, яку здатні здійснити лише декілька вітчизняних підприємств.

3) кредитний рейтинг може бути досить дієвим регуляторним інструментом, що дозволяє відокремити ринкові випуски від неринкових та спростити процес прийняття інвестиційних рішень. Незважаючи на це, велика кількість емітентів корпоративних облігацій не тільки не використовують кредитний рейтинг як інструмент підтвердження кредитоспроможності боргового інструмента з метою підвищення довіри з боку інвесторів, але й свідомо йде на порушення законодавства. Зі здійснених у 2013 році випусків корпоративних облігацій, які повинні були отримати рейтингову оцінку, кредитний рейтинг підтримується з 44% (за обсягом випусків, або 40% за кількістю випусків). Це свідчить про високий ступінь непрозорості вітчизняного ринку облігацій підприємств та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою реалізації інвестиційних проектів чи поповнення оборотних коштів, а для реалізації певних фінансових схем.

4) Низька ліквідність корпоративних боргових зобов'язань пояснюється їх нижчою порівняно з ОВДП інвестиційною привабливістю. Комерційні банки, у портфелях яких станом на кінець 2013 року перебувало державних облігацій загальною вартістю близько 81 млрд. грн., використовують ОВДП як інструмент ліквідної застави при операціях РЕПО та в якості резервів під валютні депозити [7].

Протягом 2013 року українські фінансові ринки діяли в умовах девальваційних очікувань (які значно посилювались наприкінці року у зв'язку з нестабільною політичною ситуацією) та адміністративних методів регулювання валютного ринку. В умовах скорочення основних показників реального сектору економіки, який є досить чутливим до кон'юнктури зовнішніх ринків сировини, та за відсутності вагомих передумов для покращення ділового клімату в найближчій перспективі, фондовий ринок України, як індикатор тенденцій розвитку реального сектору економіки, зміщує акценти з пайових інструментів на інструменти з фіксованою доходністю.

Динаміка структури корпоративних облігацій за секторами виглядає наступним чином (табл. 1):

Таблиця 1.
Структура емісії облігацій підприємств у розрізі секторів 2011-2013 рр., млрд. грн.

Рік	Облігації підприємств	Облігації комерційних банків
2011	21,7	13,9
2012	48,73	10,77

2013	36,72	8,04
------	-------	------

Джерело: побудовано авторами на основі [8]

Облігації, емітовані підприємствами, займають основну частку в обсязі первинних випусків корпоративних боргових цінних паперів. Відсоткове відношення проілюстроване на рисунку 1:

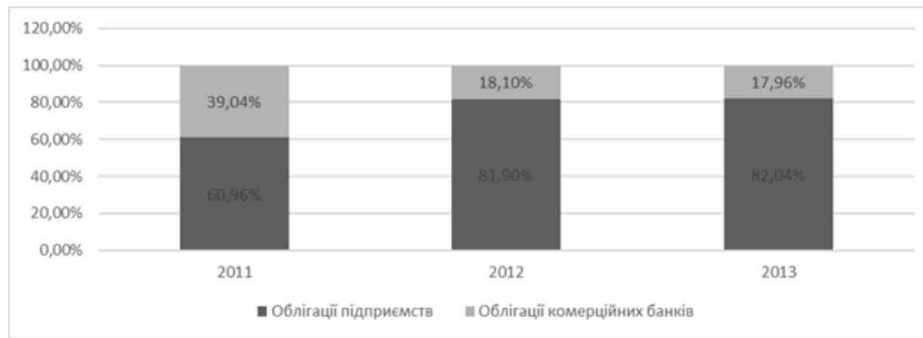


Рис. 1. Структура первинного випуску корпоративних облігацій 2011-2013 рр.

Джерело: складено авторами на основі даних [8]

Динаміка останніх 10 років демонструє тенденцію до збільшення частки облігацій підприємств в загальному обсязі емісії корпоративних облігацій. Останнім часом комерційні банки починають використовувати облігації не лише, як застава засіб, а й як джерело фінансування. Проте висока ризиковість, відносна висока вартість та невідність емісії малих обсягів стримує розвиток даного інструменту. Основну долю облігацій підприємств випускають підприємства державного сектору для покриття внутрішнього дефіциту бюджету.

Середній обсяг випуску облігацій на одного емітента демонструє негативну тенденцію (рис. 2). Це може пояснюватись впливом негативних факторів економічного та політичного середовища, що спричиняють високу ризиковість операцій з облігаціями. Через високу вартість розміщення облігацій підприємство може не покрити витрати на утримання боргу за рахунок приросту чистого прибутку, що негативно відобразиться на його ліквідності та кредитному рейтингу. Нерозвиненість фондового ринку заважає швидкому та ефективному розміщенню корпоративних облігацій та не забезпечує повну відкритість операцій з ними, що також чинить вплив на попит інвесторів на даний інструмент інвестування.

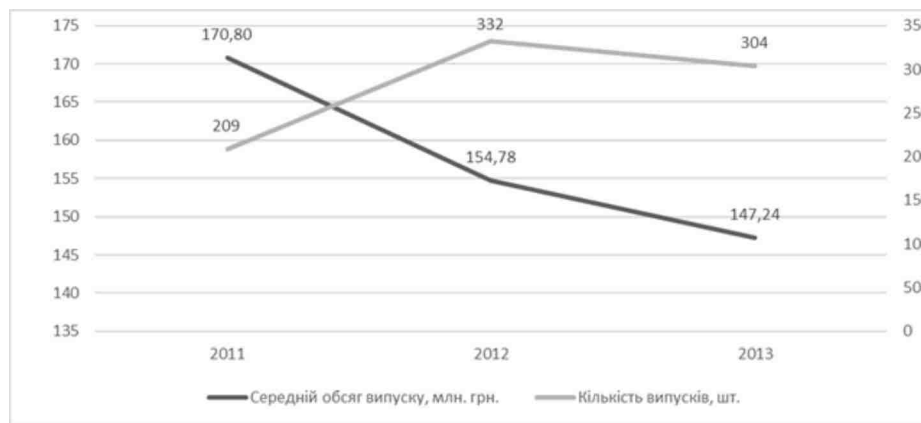


Рис. 2. Динаміка середнього обсягу випуску та кількості випусків корпоративних облігацій 2011-2013рр.

Джерело: побудовано авторами на основі [8]

Таким чином, в поточних ринкових умовах здійснювати значні за обсягом емісії здатні лише державні інфраструктурні підприємства та найбільші комерційні банки, проте, наведені випуски за умовами розміщення є непублічними. В цілому, частка приватних випусків у загальному обсязі емісій корпоративних облігацій складає близько 64%. Це, в свою чергу, свідчить про те, що на даному етапі великі емісії можуть знайти платоспроможний попит лише при наявності вузького кола зацікавлених інвесторів, в той час як розміщення на відкритому ринку може і не відбутись.

Висновки. Отже, корпоративні облігації є одним із найбільш перспективних джерел фінансування діяльності підприємств. Досвід зарубіжних країн доводить значимість даного інструмента, як основного у виборі підприємством способу залучення додаткових фінансових ресурсів. Корпоративні облігації дозволяють розподілити заборгованість між широким колом інвесторів. Також, строки та обсяги, під які залучаються облігації підприємств, є значно більшими, ніж при комерційному кредитуванні. В проспекті емісії облігацій не так суворо прописується цільове використання коштів, отриманих в позику, що дозволяє залучати додаткові ресурси для нарощення потенціалу підприємства. Також, позитивна історія погашення процентів за облігаціями дозволяє підвищити кредитний рейтинг компанії, що відкриває доступ до нових джерел фінансування за меншою вартістю.

Недоліками даного інструменту можна виділити невідність вартість залучення ресурсів при малих обсягах емісії, довготривалий процес випуску і розміщення, зниження ліквідності підприємства. Сучасний стан ринку корпоративних облігацій в Україні ілюструє нам його високу перспективність, проте виокремлюється декілька факторів, які гальмують розвиток даного джерела фінансування. Слабка розвиненість фондового ринку обмежує доступ до кола інвесторів підприємствам та підвищує витрати на розміщення облігацій. Висока вартість емісії призводить до того, що емісію облігацій може здійснити лише декілька вітчизняних підприємств, так як решта не зможе перекрити відсоток на утримання за рахунок приросту прибутку. Значний рівень непрозорості ринку підвищує ризиковість операцій з цінними паперами, що також впливає на їх привабливість, як інструменту фінансування.

Шляхами розв'язання даніх проблем може слугувати посилення державного регулювання операцій з цінними паперами, підвищення рівня контролю за якістю емітованих корпоративних облігацій, забезпечення відкритості ринку цінних паперів та зниження вартості емісії, аби відкрити доступ до випуску облігацій підприємствам середнього розміру.

Список використаних джерел.

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»: від 23.02.2006 № 3480-IV: за станом на 15 червня 2005р. [електронний ресурс] // - Верховна Рада України: [сайт]. Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page>
2. Податковий кодекс України. Кодекс України, Закон, Кодекс від 02.12.2010 № 2755-VI: за станом на 15 червня 2014р. [електронний ресурс] // - Верховна Рада України: [сайт]. Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>
3. Положення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, облігацій міжнародних фінансових організацій та їх обігу» від 27.12.2013.: за станом на 15 червня 2014р. [електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. - Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14>

4. Акціонерно-комерційний банк соціального розвитку «Укрсоцбанк». Пам'ятка емітенту корпоративних облігацій. [електронний ресурс] // Офіційний сайт Укрсоцбанку [сайт] - Режим доступу: <http://www.unicredit.ua/files/corp.pdf>
5. Дж.Фабочи. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. // М., Альпина Бизнес Букс / 2007. – 133 с.
6. Корпоративні облігації як перспективний спосіб залучення інвестицій. Марія Іорганова. Стаття. [Електронний ресурс] //. – режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Ecan/2011_9_2/pdf/iorgacheva.PDF
7. Національне рейтингове агентство «Рюрік»: Аналітичний огляд ринку облігацій України за 2010-2013 роки. [електронний ресурс] // офіційний сайт агентства «Рюрік» [сайт] - Режим доступу: <http://rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>
8. Офіційний сайт НКЦПФР. Звіти НКЦПФР за 2010-2013 роки [Електронний ресурс] // офіційний сайт НКЦПФР[сайт] – Режим доступу: <http://www.nssms.gov.ua>.
9. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку. Монографія. / Лютий І.О., Грищенко Т.В., Любкіна О.В. та інші / - К.: Центр учбової літератури, 2008. – 78 с.
10. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. / Терещенко О. О. — К.: КНЕУ, 2003. — 287-290 с.
11. Eugene F.Fama, Kenneth R.French Size, value, and momentum in international stock returns // Journal of Financial Economics.- 2012.- p.457-472
12. R.H.Smith Capital structure // [Електронний ресурс]. — Режим доступу <http://www.rhsmith.umd.edu/faculty/gphillips/courses/Bmgt640/Capstr.pdf>

References.

1. The Verkhovna Rada of Ukraine (2006), The law of Ukraine “On securities and stock market”, , available at: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page> (Accessed 15 June 2014)
2. The Verkhovna Rada of Ukraine (2010), The tax code of Ukraine, available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>, (Accessed 15 June 2014)
3. Statment of the National Securities And Stock Market Commission (2013), “On procedure for issuance of corporate bonds, bonds of international financial institutions and its circulation”, available at: Rezhyim dostupu: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0171-14> (Accessed 15 June 2014)
4. Joint Stock Commercial Bank for Social Development "Ukrsootsbank", “Memo to the issuer of corporate bonds”, available at: <http://www.unicredit.ua/files/corp.pdf> (Accessed 10 June 2014)
5. Dzh.Fabotsy (2007). *Rynok oblyhatsyy: - Analiz y stratehyy* [Bond Market: Analysis and Strategy], Moscow, Russian Federation, p133.,
6. Mariia Iorhachova (2011), *Korporatyvni oblihatsii iak perspektyvnyj sposib zaluchennia investytsij* [Corporate bonds as a promising way to attract investment], available at: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Ecan/2011_9_2/pdf/iorgacheva.PDF, (Accessed 10 June 2014)
7. National rating agency «Riurik» (2013), *Analitichnyy ohliad rynku oblihatsij Ukrainy za 2010-2013 roky*. [Analytical review of the market for Ukraine for 2010-2013 years], available at: <http://rurik.com.ua/our-research/branch-reviews/1188>, (Accessed 10 June 2014)
8. Official website NSSMC. Reports NSSMC for 2010-2013 years, available at: <http://www.nssmc.gov.ua>. (Accessed 10 June 2014)
9. Liutyj I.O., Hryshchenko T.V., Liubkina O.V. ta inshi (2008), *Rynok borhovykh tsinnykh paperiv v Ukraini: superechnosti ta tendentsii rozvytku*. Monohrafiia [Market debt securities in Ukraine: contradictions and trends in], Kyiv, Ukraine, p. 78-84,
10. ITereschenko O. O. (2003), *Finansova diial'nist' sub'iektiv hospodariuvannia* [Financial sector entities], Kyiv, Ukraine, p. 287-290.,
11. Eugene F.Fama, Kenneth R.French (2012), Size, value, and momentum in international stock returns // Journal of Financial Economics, p.457-472
12. R.H.Smith (2009), Capital structure , available at: <http://www.rhsmith.umd.edu/faculty/gphillips/courses/Bmgt640/Capstr.pdf>

Стаття надійшла до редакції 20.06.2014 р.



ТОВ "ДКС Центр"