

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)

**Ефективна
ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний
аграрно-економічний університет



№ 9, 2014

[Назад](#)

[Головна](#)

УДК: 339.92

*О. О. Сініцин,
Аспірант, кафедра міжнародних фінансів,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"*

ФІНАНСОВИЙ ЛЕВЕРИДЖ В УПРАВЛІННІ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ

*О. Sinitsyn,
Postgraduate student, Department of International Finance, Kyiv National Economic University after Vadym Hetman*

FINANCIAL LEVERAGE IN CAPITAL STRUCTURE MANAGEMENT

Стаття присвячена питанням підвищення ефективності структури капіталу корпорацій, дослідженню механізмів управління структурою капіталу на основі фінансового левериджу. У статті розглянуто поняття «фінансовий леверидж» і його вплив на прибуток та структуру капіталу корпорації. Проаналізовано показники фінансового левериджу та їх роль в обґрунтуванні вибору структури капіталу. Детально розглянуто взаємозв'язок структурних елементів капіталу та інструментів фінансового левериджу, що розкриває управлінські можливості для досягнення оптимальної структури капіталу корпорації.

Article inquires into improving capital structure efficiency, studies managing capital structure considering financial leverage. Conception of financial leverage is stated and its influence on profit and capital structure of corporations is developed. Financial leverage characteristics and their role in capital structure decision-making are defined. Interactions between capital structural elements and financial leverage instruments are described to highlight management opportunities to achieve of optimal capital structure.

Key words: *transnational corporation (TNC), capital structure, financial leverage, equity, debt, debt-to-equity ratio.*

Ключові слова: *корпорація, структура капіталу, фінансовий леверидж, власний капітал, позичковий капітал, коефіцієнт автономії.*

Постановка проблеми

Сучасними загальними задачами фінансового менеджменту транснаціональної корпорації (ТНК) є визначення джерел формування капіталу корпорацій, активний пошук шляхів проросту капіталу та фінансування необхідних обсягів витрат, забезпечення ефективного управління капіталом для стабільної і конкурентоспроможної діяльності підприємства.

Проблема формування капіталу має дві складові: перша - ефективне співвідношення часток боргу та власних коштів; друга - вибір найбільш оптимальних фінансових інструментів для залучення капіталу. Формування капіталу відбувається в безперервному процесі адаптації до активних змін глобального світового господарства, пристосування до динамічного законодавства окремих країн, своєчасного реагування на проблеми соціальних та фінансових криз. Разом з тим, рішення про вибір структури капіталу неможливо прийняти ізольовано без урахування показників стратегії фінансування, яка враховує ринкову позицію корпорації, майбутні інвестиційні потреби, прогнозовані грошові потоки, дивідендну політику, потребу у фінансуванні необхідних витрат, очікування акціонерів та інші показники активної діяльності компанії.

Досягнути раціональної структури капіталу можливо за допомогою методів оптимізації на основі показників оцінки структури капіталу, зокрема фінансового левериджу.

Стан дослідження проблеми

Проблеми визначення сутності, змісту і формування капіталу розглядалися у науковому доробку видатних учених минулих століть (Ф. Кене, А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, Дж. Б. Кларк), але саме започаткування теорії формування структури капіталу пов'язують з появою робіт М. Міллера і Ф. Модільяні (1958 р.). Подальшого розвитку теорія формування структури капіталу та його оптимізації на основі показників фінансового левериджу набула у роботах західних фінансистів, таких як Р. Вернон, Дж. Даннінг, Д. Ейтман, М. Кессон, Г. Марковіц, Ф. Модільяні, М. Міллер, М. Портер, А. Рагман, Дж. Сорос, А. Стоунхіл, А. Фрідман.

Фінансовий леверидж як механізм управління структурою капіталу досліджено в працях вітчизняних вчених Л. Антонюк, О. Білоруса, В. Вергуна, З. Луцишин, І. Школи, Ю. Козака, Т. Кальченка, А. Кредісова, Д. Лук'яненко, Ю. Макогона, О. Мозгового, С. Мочерного, А. Наконечного, В. Новицького, Т. Орехової, Є. Панченка, А. Поручника, П. Рогача, О. Терещенка, А. Філіпенка.

В своїх працях економісти акцентують увагу на оптимальному співвідношенні між власним і позичковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю компанії. Фінансовий леверидж, в свою чергу, характеризує використання запозичених засобів, які впливають на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Разом з тим, багато аспектів формування фінансового левериджу залишаються недостатньо дослідженими.

Аналіз існуючих досліджень свідчить, що на сьогодні не існує єдиного підходу до найбільш ефективного формування капіталу корпорацій на основі показників фінансового левериджу.

Наявність дискусійних питань дає можливість зробити висновок щодо доцільності поглибленого дослідження механізмів управління капіталом, можливостей підвищення їх ефективності, зокрема використовуючи інструменти фінансового левериджу.

На сьогодні економічна теорія не може дати вичерпні відповіді на питання щодо кількісного оцінювання вигід і ризиків на основі фінансового левериджу. Удосконалення вимагають сучасні інструменти оцінки структури капіталу корпорацій, насамперед з урахуванням показників фінансового левериджу.

Метою статті є обґрунтування застосування фінансового левериджу в формуванні ефективної структури капіталу корпорацій. Визначення ролі показників фінансового левериджу в системі управління капіталом.

Виклад основного матеріалу

Прийняття рішень щодо структури капіталу спричиняє необхідність кількісного оцінювання вигід і ризиків, пов'язаних із формуванням фінансового левериджу.

Фінансовий леверидж характеризує використання компаніями позикових коштів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, фінансовий леверидж – це об'єктивний фактор, який виникає із появою позичених засобів у капіталі компанії, і дозволяє отримувати додатковий прибуток на власний капітал. Фінансовий леверидж – прояв можливості впливу на рівень прибутковості корпорації, що дозволяє цілеспрямовано управляти вартістю компанії. Показник, що відображає рівень додаткового прибутку на власний капітал при різній мірі використання позикових засобів, називається ефектом фінансового левериджу.

В літературі відсутнє єдине бачення визначення фінансового левериджу. Одні вчені вважають поняття фінансового левериджу тотожним з поняттям фінансового важеля, адже дослівно леверидж з англійської перекладається як «дія важеля», інші ж розрізняють ці поняття. Думка Момота Т.В., на думку економістів, є найбільш точною: «Фінансовий леверидж означає використання боргів для фінансування інвестицій, а фінансовий важіль – це включення у структуру капіталу боргу, який дає постійний прибуток. Тобто фінансовий важіль не є тотожним поняттям, а виступає як механізм здійснення фінансового левериджу» [15, с.196-197]. За визначенням Джеймса К. Ван Хорна, «фінансовий леверидж – це використання залучених коштів із фіксованим процентом для зростання прибутку власників звичайних акцій» [6].

Також сутність фінансового важеля полягає в тому, щоб посилити вплив зміни прибутку на динаміку фінансової рентабельності, тобто у підвищенні еластичності фінансової рентабельності відносно прибутку. Фінансовий леверидж є механізмом, який характеризує використання компаніями позикових засобів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Ефект дії фінансового важеля проявляється в прирощенні рентабельності власного капіталу за рахунок використання запозиченого капіталу, незважаючи на його платність. Коли компанія бере у борг, вона зобов'язується сплачувати проценти і в майбутньому погасити суму боргу. Ці проценти вираховуються з оподаткованого прибутку і збільшують його величину для інвесторів. Однак чим більше боргів має компанія у структурі капіталу, тим вищий фінансовий ризик. Це означає, що, незалежно від рівня доходу від своїх операцій, компанія повинна сплачувати як основну суму боргу коли настає термін погашення, так і проценти за нього. Попри те, що борги забезпечують фінансовий леверидж, усе ж зростає ризик, що проценти стануть дуже високими стосовно прибутків компанії.

Саме тому є необхідність розрахунку на підприємстві коефіцієнта автономії (коефіцієнт концентрації власного капіталу). Ковальов В.В. характеризує коефіцієнт автономії як частку активів підприємства, які забезпечуються власними засобами. Розрахунок коефіцієнта автономії проводиться за формулою:

$$\text{Коефіцієнт автономії} = \frac{\text{Власний капітал}}{\text{Балансова вартість активів}}$$

Рекомендоване мінімальне значення коефіцієнта автономії орієнтовано оцінюється на рівні 0,5, що характеризує можливість підприємства виконати свої зовнішні зобов'язання за рахунок використання власних активів, його незалежність від позикових джерел [10, с.227]. Відношення власного капіталу до сукупних активів дає змогу регулювати частину залученого капіталу в формуванні структури капіталу підприємства для зменшення ризику неплатоспроможності.

Відношення власного капіталу до сукупних активів дає змогу регулювати частину залученого капіталу в формуванні структури капіталу компанії для зменшення ризику неплатоспроможності. Якщо в період загального спаду економічної активності компанія згортає свою діяльність, знижуються її прибутки, що збільшує імовірність несплати процентів за позиковий капітал. На думку Верланова В.В., переваги фінансового левериджу треба зіставляти із фінансовим ризиком неплатоспроможності, який зростає. Настає момент, коли приріст витрат на проценти за позику перевищує "виграш" компанії від фінансового важеля [7 с.156]. Отже, фінансовий леверидж — це «палиця з двома кінцями»: він вигідний у період економічного піднесення, але завдає збитків у період спаду економічної активності.

Показник, який відображає рівень отримання додаткового прибутку на власний капітал за рахунок різної частини використання позикових засобів, називається ефектом фінансового левериджу. Ефект фінансового левериджу, на думку Бланка, визначається за допомогою прирощення чистої рентабельності коштів, отриманих за рахунок використання кредиту. Цей показник визначається за формулою [2, с.264]:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{СПр}) * (\text{КВРА} - \text{ВКр}) * \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}}$$

де **ЕФЛ** – ефект фінансового левериджу, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %;

СПр – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

КВРА – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

ВКр – середній розмір відсотків за кредит, що сплачуються компаніям за використання позикового капіталу, %;

ПК – середня сума використовуваного компаніям позикового капіталу;

ВК – середня сума власного капіталу компанії.

У формулі можна виділити три основні складові:

1. Податковий коректор фінансового левериджу $(1 - \text{СПр})$, який показує в якій мірі проявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2. Диференціал фінансового левериджу $(\text{КВРА} - \text{ВКр})$, який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит.

3. Коефіцієнт фінансового левериджу $\left(\frac{\text{ПК}}{\text{ВК}}\right)$, який характеризує суму позикового капіталу, використовуваного компаніям, з розрахунку на одиницю власного капіталу.

Податковий коректор $(1 - \text{СПр})$ показує, як саме виявляється **ЕФЛ** у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку. Не зважаючи на те, що даний показник практично не залежить від діяльності компанії (тому що ставка податку на прибуток встановлюється законодавством), компанія може вплинути на показник у таких випадках:

- якщо за різними видами діяльності компанії встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;
- якщо за окремими видами діяльності компанія використовує податкові пільги щодо прибутку;
- якщо окремі дочірні фірми компанії здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;
- якщо окремі дочірні фірми компанії здійснюють свою діяльність у державах з більш низьким рівнем оподаткування прибутку [10, с. 231].

У цих випадках, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а відповідно і на склад прибутку за рівнем його оподаткування), можна, знизивши середню ставку оподаткування прибутку, підвищити вплив податкового коректора фінансового левериджу на його ефект.

Диференціал фінансового левериджу $(\text{КВРА} - \text{ВКр})$ характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром

відсотка за кредит. Саме ця складова показує, чи приносять залучені кредити прибуток або збитки на власний капітал.

Додатковий прибуток виявлятиметься тільки у разі позитивного значення диференціала. Такий ефект виявлятиметься тільки в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, що генерується активами компанії, перевищує середній розмір відсотка за використовуваний кредит. При негативному значенні диференціала фінансового левериджу використання компаніями позичкового капіталу дає негативний ефект, тобто спричиняє втрати.

Це пов'язано з тим, що і коефіцієнт валової рентабельності активів (КВРА), і середня відсоткова ставка за кредит (**ВКр**) є відносними показниками. Перший показує скільки гривень валового прибутку генерує кожна гривня активів компанії. Другий - скільки гривень процентів виплачує компанія за кожен гривню позикових коштів у формі банківських кредитів. Якщо КВРА більше, ніж **ВКр** – кредити генерують прибуток на власний капітал; якщо КВРА менше, ніж **ВКр** – навпаки: використання кредитів приносить збитки на власний капітал. Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левериджу, тим вище, за інших рівних умов, буде його ефект. У разі негативного значення диференціала залучені кредити, замість додаткового прибутку, генеруватимуть збитки. Річ у тім, що в цьому випадку, в принципі обслуговування кредитів буде проводитися за рахунок власного прибутку. Враховуючи вищевикладене, найдоцільніше, при негативному диференціалі, залучати нові кредити в тому випадку, якщо вони збільшують валову рентабельність активів до позитивного значення диференціала. Це не означає, що не можна залучати кредити при негативному значенні диференціалу. Проте, необхідно мати на увазі, що замість додаткового прибутку вони генеруватимуть, можливо невеликі, але збитки.

В цілому, залучення нових кредитів при негативному значенні диференціалу, має сенс лише в тому випадку, коли нові залучені кредити підвищать КВРА (шляхом підвищення валового прибутку компанії, за рахунок використання кредиту). У всіх випадках негативного або незначного позитивного значення диференціала (при вже наявних запозиченнях) слід вживати заходи по збільшенню коефіцієнта валової рентабельності активів за рахунок збільшення валового прибутку та зниження суми активів.

У зв'язку з тим, що показник диференціала фінансового левериджу має високу динамічність, це вимагає постійного моніторингу у процесі управління ефектом фінансового левериджу. Такий динамізм обумовлений дією ряду чинників. Передусім, в період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (в першу чергу, скорочення об'єму пропозиції на ринку вільного капіталу) вартість позикових засобів може різко зрости, перевищивши рівень валового прибутку, генерованого активами компанії. Крім того, зниження фінансової стійкості компанії в процесі підвищення частки використовуваного позичкового капіталу призводить до збільшення ризику її банкрутства, що змушує кредиторів збільшувати рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням включення в неї премії за додатковий фінансовий ризик. При певному рівні цього ризику (а відповідно і рівні загальної ставки відсотка за кредит) диференціал фінансового левериджу може бути зведений до нуля. При якомусь використанні позичкового капіталу не дасть приросту рентабельності власного капіталу) і навіть мати від'ємну величину (при якій рентабельність власного капіталу знизиться, оскільки частина чистого прибутку, генерованого власним капіталом, йтиме на обслуговування використовуваного позичкового капіталу по високих ставках відсотка) [16, с. 435].

В період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується об'єм реалізації продукції, а відповідно і розмір валового прибутку компанії від операційної діяльності. В цих умовах, від'ємна величина диференціала фінансового левериджу може сформуватися навіть при незмінних ставках відсотка за кредит за рахунок зниження коефіцієнта валової рентабельності активів.

З вищесказаного можна зробити висновок, що формування від'ємного значення диференціала фінансового левериджу завжди призводить до зниження коефіцієнту рентабельності власного капіталу. В такому випадку використання компаніями позичкового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левериджу є тим важелем, який мультиплікує позитивний або негативний ефект, що отримується за рахунок відповідного значення його диференціала. При позитивному значенні диференціала будь-який приріст коефіцієнта фінансового левериджу викликати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні диференціала приріст коефіцієнта фінансового левериджу призводитиме до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Знання механізму дії фінансового левериджу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу компанії.

Широта практичного застосування механізму фінансового левериджу також обумовлюється тим, що цей показник можна розрахувати не тільки в цілому, за всім обсягом позичкового капіталу, але і в розрізі кожного з його джерел (короткостроковими, довгостроковими кредитами та ін.).

Необхідно відзначити, що західні економісти вважають оптимальним значення фінансового левериджу на рівні 30-50%. На їх думку, якщо кредит приносить менше 30% додаткового прибутку, то залучення таких кредитів не є оптимальним рішенням. В той же час при значенні більше 50% - у компанії підвищуються фінансові ризики [14].

Отже, дослідження поняття фінансового левериджу як механізму управління структурою капіталу дало змогу зробити такі **висновки**:

1. Механізм фінансового левериджу є ефективним інструментом оптимізації структури капіталу.
2. Фінансовий леверидж показує, у скільки разів темпи зміни чистого прибутку підприємства перевищують темпи приросту його операційного прибутку. Ефект фінансового важеля показує, на скільки відсотків підвищується рентабельність власного капіталу підприємства за рахунок залучення позикового капіталу. Нарощення рентабельності власного капіталу може мати місце лише у випадку, коли економічна рентабельність використання всього інвестованого капіталу більша від середнього рівня фінансових витрат, пов'язаних із залученням позикових коштів.
3. За допомогою фінансового левериджа менеджери можуть впливати на діяльність компанії. Фінансові важелі управління та фінансові коефіцієнти тісно пов'язані між собою. Фінансовий леверидж характеризує пасив балансу, відображаючи проблеми структури капіталу.
4. При суттєвому розкіді величини процентних ставок необхідно використовувати середньозважену процентну ставку за всіма кредитами, що значно підвищує точність розрахунків.
5. При розрахунку ЕФЛ необхідно враховувати збільшення КВРА за рахунок додаткового прибутку, отриманого від використання цих кредитів. Таким чином, проведення розрахунків ЕФЛ може дозволити суттєво оптимізувати структуру капіталу та отримати ефект від використання кредитів.

Список використаної літератури.

1. Базилінська О. Я. Фінансовий аналіз: теорія та практика: навч. посіб. [для студ. вищ. навч. закл.] / О. Я. Базилінська. - К.: Центр учбової літератури, 2009. - 328 с.
2. Бланк И. А. Управление формированием капитала [Текст]//И.А. Бланк – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. – 512с.
3. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: [учеб. пособ.] / И. А. Бланк. - К.: Ника-Центр, Эльга, 2001. - 528 с.
4. Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы. - СПб.: Питер, 2002. - 544 с.
5. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент: 10-е изд. // Ю.Бригхэм, М Эрхардт. –СПб.: 2009. — 960 с.
6. Ван Хорн, Джеймс, К., Вахович, мл., Джон, М. Основы финансового менеджмента, 12-е издание: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д.Вильямс», 2006
7. Верланов Ю.Ю. Финансовый менеджмент: навчально-методичний посібник [Текст]// Ю.Ю. Верланов – Миколаїв: МДГУ ім. Петра Могили, 2006. – 344 с.
8. Головки, Т. В. Стратегічний аналіз : навч.-метод. посіб. / Т. В. Головки, С. В. Сагова; за ред. М. В. Кужельного. – К. : КНЕУ, 2002. – 198 с.
9. Давыдова, Г. В. Методика количественной оценки риска банкротства предприятий / Г. В. Давыдова, А. Ю. Беликов // Упр. риском. – 1999. – № 3.
10. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью [Текст]// В. В. Ковалев - М.: Проспект, 2007. - 336 с.
11. Крамаренко, Г. О. Финансовый анализ : підручник / Г.О. Крамаренко, О.Є. Чорна. – К. : Центр навч. л-ри, 2008. – 392 с.
12. Момот Т.В. Финансовый менеджмент: навчальний посібник[Текст]//Т.В. Момот, В.О. Безугла, Ю.О. Тараруєв, М.В. Кадничанский, І.Г. Чалий/ за ред. Момот Т.В. – К.:Центр учбової літератури, 2011.-712 с.
13. Назарова Г. В. Фінансовий леверидж в оптимізації структури капіталу акціонерного товариства / Г. В. Назарова, В. Лаптев // Економіка розвитку. - 2006. - № 1 (37). -С.58-60.
14. Наумова, Н. В. Эффективное управление капиталом и источниками его покрытия на промышленных предприятиях региона / Н. В. Наумова, Б. И. Герасимов, Л. В. Пархоменко. – Тамбов : ТГТУ, 2004. – 104 с.
15. Подольська, В. О. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / В. О. Подольська, О.В. Яріш. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 488 с.
16. Савицкая Г.В. Экономический анализ: 11-е издание с исправлениями и дополнениями [Текст]//Г.В.Савицкая – М.: Новое знание, 2005 – 651 с.

17. Стоянова Е. А. Финансовый менеджмент: теория и практика: [учеб.] / Е. А. Стоянова. - М.: Ин-т фин. менеджмента, 2007. - 656 с.
18. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. — М.: Дело, 2000. — С. 146—147.
19. Яремко, І. Й. Управління капіталом компанії: економічний і фінансовий інструментарій: монографія / І. Й. Яремко. – Л. : Каменяр, 2006. – 176 с.

References.

1. Bazilins'ka, O. Ya. (2009), *Finansovyy analiz: teoriia ta praktyka* [Financial Analysis Theory and Practice], Tsentr uchbovoi literatury, Kyiv, Ukraine.
2. Blank, Y. A. (2002), *Upravlyenne formirovanyem kapitala* [Managing Capital Formation], Nyka-Tsentr, Yel'ha, Kyiv, Ukraine.
3. Blank, Y. A. (2001), *Fynansov'ij menedzhment* [Financial Management], Nyka-Tsentr, Zl'ha, Kyiv, Ukraine.
4. Bocharov, V.V. and Leon'ev, V.E. (2002), *Korporativnye fynansy* [Corporate Finance], Pyter, Spb., Russia.
5. Brykhkem, Yu. and Erhardt, M. (2009), *Fynansovyy menedzhment* [Financial Management], 10th ed., SPb., Russia.
6. Van Khorn, Dzhejms K. Vakhovych ml., Dzhon, M. (2006), *Osnovy fynansovoho menedzhmenta* [Basics of Financial Management], 12th ed., Y.D.Vyl'iams, Moscow, Russia.
7. Verlanov, Yu.Yu. (2006), *Finansovyy menedzhment* [Financial Management], MDHU im. Petra Mohyly, Mykolaiv, Ukraine.
8. Holovko, T. V. Sahova, S. V. (2002), *Stratehichnyy analiz* [Strategic Analysis], KNEU, Kyiv, Ukraine.
9. Davydova, H. V. Belykov, A. Yu. (1999), "Method quantitative of valuing bankruptcy risk", *Upr. ryskom*, vol. 3.
10. Kovalev, V. V. (2007), *Fynansovyy analiz: Upravlyenne denezhnymy potokamy, prybyl'iu y rentabel'nost'iu* [Financial Analysis: Managing Cash Flows, Earnings and Profitability], Prospekt, Moscow, Russia.
11. Kramarenko, H. O. Chorna, O.Ye. (2008), *Finansovyy analiz* [Financial Analysis], Tsentr navch., Kyiv, Ukraine.
12. Momot, T.V. Bezuhla, V.O. Tararuiiev, Yu. O. Kadnychans'kyj, M.V. Chalyj, I.H. (2011), *Finansovyy menedzhment* [Financial Management], Tsentr uchbovoi literatury, Kyiv, Ukraine.
13. Nazarova, H. V. Laptev, V. (2006), "Financial Leverage in Optimizing Capital Structure of a Joint-Stock Company", *Ekonomika rozvytku*, vol. 1 (37), pp. 58-60.
14. Naumova, N. V. (2004), *Effektyvnoe upravlyenne kapitalom y ystochnykamy eho pokrytyia na promyshlennykh predpriyatiakh rehyona* [Effective management of capital and on industrial of the region], THTU, Tambov, Russia.
15. Podol's'ka, V. O. Yarish, O.V. (2007), *Finansovyy analiz* [Financial Analysis], Tsentr navch., Kyiv, Ukraine.
16. Savytskaia, H.V. (2005), *Ekonomycheskyy analiz* [Economic Analysis], 11th ed., Novoe znanye, Moscow, Russia.
17. Stoianova, E. A (2007), *Fynansov'ij menedzhment: teoriya y praktyka* [Financial Management: Theory and Practice], Yn-t fyn. menedzhmenta, Moscow, Russia.
18. Uolsh, K. (2000), *Kliuchevye pokazately menedzhmenta* [Key Management Indicators], Delo, Moscow, Russia.
19. Yaremko, I. J. (2006), *Upravlinnia kapitalom kompanii: ekonomichnyj i finansovyy instrumentarij* [Managing Capital: Economic and Financial instruments], Kameniar, Lviv, Ukraine.

Стаття надійшла до редакції 12.09.2014 р.



ТОВ "ДКС Центр"