

УДК 336.6:658.144.7

О.Є. Кузьмін, П.Г. Ільчук

Національний університет «Львівська політехніка»,

ЕМІСІЙНА ПОЛІТИКА КОРПОРАЦІЙ: СУТНІСТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ

© Кузьмін О.Є., Ільчук П.Г., 2003

Розглядається місце емісійної політики в системі фінансово-економічного забезпечення корпоративного управління. Дається визначення механізму фінансово-економічного забезпечення корпоративного управління. Розглядається механізм формування емісійної політики корпорації, особливості реалізації емісійних заходів на кожному з її етапів. Аналізується діяльність корпорацій щодо залучення акціонерного капіталу на фондовому ринку та описується механізм реалізації фінансових інструментів, які використовуються для реалізації заходів емісійної політики, а також цілі, які переслідує акціонерне товариство при їх реалізації.

The role of emissive policy in system of financial-economic guaranteeing of corporative management is considered. Gives determination of mechanism of financial-economic guaranteeing of corporative management. Considers a forming mechanism of emissive corporation policy, realization peculiarities of emissive arrangements on each from its stages. Analyses corporations activity as for entangling of incorporated capital on fund market and describes realization mechanism of financial instruments, which use for arrangements realization of emissive policy and also aims, which joint-stock company pursues attached to their realization.

Основною формою організування виробничо-господарської діяльності та використання капіталу в сучасній ринковій економіці є корпорації. На сьогодні і в економічній, і у правовій літературі існує певна невизначеність з поняттям корпорації. Це поняття не є новим: ще А. Сміт у своїй праці “Дослідження про природу та причини багатства народів” застосовував цю категорію в розумінні акціонерної форми підприємництва.

Корпорації насамперед відомі як найпоширеніші та найчисленніші форми утворення суб’єктів господарювання у світовій економіці. Саме діяльність корпорацій є визначальною для розвитку економічних систем провідних країн світу та у міжнародній економіці. Отже, діяльність корпорацій стає основою розвитку економіки України.

Значна кількість суб’єктів господарської діяльності функціонує саме у формі акціонерних товариств (АТ). Так, у США на початку 90-х років ХХ ст. корпорації становили близько 17 % усіх суб’єктів господарювання. В Україні кількість АТ постійно зростає, і сьогодні вже становить понад 35 тис. Вклад вітчизняного корпоративного сектора в промислове виробництво досягає майже 70 %.

В економічно розвинутих країнах світу значна частина населення є акціонерами різноманітних корпорацій. Як відомо з економічної літератури, акціонером у Швеції є кожний другий громадянин, у США та Англії – більше ніж кожний п’ятий, в Японії – кожний сьомий. Унаслідок приватизаційних процесів в Україні, акціонерами в нашій країні

є достатньо велика частина населення – близько 20 млн. громадян, що становить більше 30 % населення [1, с. 10].

При деяких відмінностях у правових базах розвинутих країн корпоративна форма має спільні ознаки. Так, економісти і правники в США в основу поняття “корпорація” покладають правову форму бізнесу, відокремленого від конкретних осіб, які ним володіють. При цьому поняття “корпорація” не стосується підприємств, які утворюються за рахунок об’єднання осіб, а не капіталів. Для участі в товариствах, утворених за рахунок об’єднання капіталів, необхідно зробити майновий внесок, тоді як інші об’єднання передбачають особисту участь в управлінні, представництві, здійсненні функцій з виробничо-господарської діяльності. Корпорація має право юридичної особи і їй найбільше відповідає форма акціонерного товариства [1, с.14 – 15].

Концентрація та централізація капіталу є вихідною базою для формування корпоративних структур. С. Росс дає таке визначення цього поняття: “Корпорація – це бізнес, заснований як окрема юридична особа, що складається з одного чи більше фізичних чи юридичних осіб” [2, с. 31]. Як зазначає професор Мочерний С.В., корпорація – це акціонерна компанія, у якій на основі централізації капіталів і заощаджень найманих працівників здійснюється колективне привласнення результатів виробничої діяльності залежно від величини отриманих на внесені кошти акцій [3, с. 172].

При усіх відмінностях у правових базах розвинутих країн основна розмежувальна лінія між корпоративним і некорпоративним сектором пролягає у відділенні функцій розпорядження й обмеженій відповідальності. Так, організаційно-правова база Німеччини та Франції до корпоративного сектора відносить АТ та товариства з обмеженою відповідальністю. У США до корпоративного сектора економіки належать тільки корпорації.

В українській правовій базі поняття корпорації істотно відрізняється від загальноприйнятого у світовій практиці. Відповідно до Закону України “Про підприємства в Україні”, корпорації – це договірні об’єднання, створені на основі поєднання виробничих, наукових та комерційних інтересів, з делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників [4]. Суть такої форми об’єднань та повноваження її учасників зрозуміти повністю, виходячи з такого визначення, досить важко. Тому доцільно дотримуватись загальноприйнятого в економічній літературі визначення КУ та його об’єктів, якими є АТ.

Основна відмінність корпорацій від інших форм організування бізнесу полягає у тому, що вона існує незалежно від її власників. Корпорація має право залучати капітал у грошовій формі від свого імені, не покладаючи на своїх акціонерів додаткової відповідальності. Таким чином, основні відмінні ознаки корпорацій – наявність спільного капіталу, розділеного на визначену кількість рівних частин (акцій), а також принцип розмежування відповідальності корпорації та її власників (акціонерів – юридичних та фізичних осіб).

В основу реалізації управління будь-якими фінансово-економічними напрямками діяльності корпорацій покладено систему КУ. КУ поєднує в собі норми законодавства, внутрішні нормативні документи та практику господарювання в державному та

недержавному секторі, що дає можливість реалізовувати доступ ВАТ до фондів фінансового ринку, ефективно здійснювати господарську діяльність і, в такий спосіб, продовжуючи своє функціонування, нагромаджувати курсову вартість корпорації через підвищення вартості акцій і захищаючи при цьому інтереси акціонерів і суспільства в цілому.

Під ефективним корпоративним управлінням розуміється управління, яке дає змогу корпораціям реалізовувати свої потенціальні можливості щодо залучення інвестицій, раціонально використовувати отримані кошти, а також забезпечувати зростання вартості капіталу акціонерів [5, с. 10].

Систему КУ, яка спрямована на розв'язання завдань виключно фінансових та економічних напрямків діяльності, прийнято називати системою фінансово-економічного забезпечення корпорації. Система фінансово-економічного забезпечення корпорації – механізм фінансово-економічного забезпечення КУ – переслідує дві основні цілі, що доповнюють основну ціль КУ:

- 1) максимізацію поточної вартості однієї акції в акціонерному капіталі;
- 2) дотримання ліквідності, тобто здатності корпорації виконувати свої внутрішні та зовнішні фінансові зобов'язання.

Механізм фінансово-економічного забезпечення КУ є системою основних елементів, які регулюють процеси капіталізації як основи створення та розвитку корпорації.

Фінансово-економічне забезпечення управління капіталом вимагає здійснення емісійної політики як механізму залучення капіталу корпорацій із використанням цінних паперів. Саме можливості залучення основного та додаткового капіталу на основі акціонерної форми власності вигідно виокремлюють корпорації серед інших суб'єктів господарської діяльності. Акціонерна форма є найдосконалішою формою мобілізації капіталу, а тому можна стверджувати, що механізм фінансово-економічного забезпечення КУ є найповнішою (за кількістю методів та засобів залучення) та найефективнішою формою залучення фінансових ресурсів.

Варто також зазначити, що корпорації, на відміну від інших суб'єктів господарювання, можуть залучати капітал без створення боргу, а лише в обмін на право власності (та суміжні права, що виникають на основі права власності акціонера). Саме ця особливість корпорацій визначає підвищену увагу до емісійної політики як сукупності методів залучення акціонерного капіталу.

Під емісійною політикою корпорацій найчастіше розуміють принципові рішення та заходи, що визначають напрямки та механізми залучення капіталу із використанням корпоративних емісійних цінних паперів з метою залучення капіталу на фінансовому ринку. Отже, **емісійна політика корпорації** – це частина фінансово-економічного механізму забезпечення діяльності корпорацій у сфері залучення фінансових ресурсів, що полягає у здійсненні емісії необхідного обсягу та розміщенні на фондовому ринку корпоративних цінних паперів. Основною ціллю емісійної політики корпорації є залучення на фінансовому ринку необхідних фінансових ресурсів у мінімально можливі терміни. Специфічною

ознакою емісійної політики корпорацій є проведення операцій на первинному ринку цінних паперів та виконання усіх вимог, пов'язаних з цією діяльністю.

Потрібно зазначити, що згідно з українським законодавством (стаття 1 розділу 1 Положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію» № 07-01/98) поняття емісії досить широке, і під емісією розуміється сукупність дій емітента щодо здійснення підписки на акції або продажу облігацій (інших цінних паперів) [6]. А тому загальноприйняте визначення поняття емісійної політики гармонійно поєднується із законодавчим визначенням емісії в Україні.

Можливості повноцінної реалізації заходів емісійної політики корпорації поставлені у пряму залежність від розвитку фондового ринку. Розвиток фондового ринку будь-якої країни характеризує глибину і масштаби розвитку національної економіки держави, ступінь удосконалення різноманітних ринкових механізмів і регуляторів.

Ринок цінних паперів є однією із складових ринкової економіки, через механізми якого мобілізуються інвестиційні ресурси з метою сприяння економічному зростанню, інноваційного розвитку та освоєнню нових технологій. На відміну від інших ринків, ринок цінних паперів характеризується високим рівнем інституційно-правового регулювання та державного контролю.

Успішне розв'язання фінансових проблем діяльності корпорації, підтримання рівня платоспроможності можливе за умов віднайдення таких ринкових джерел фінансування, які замінять традиційні джерела. Такими джерелами фінансування є емісія корпоративних цінних паперів.

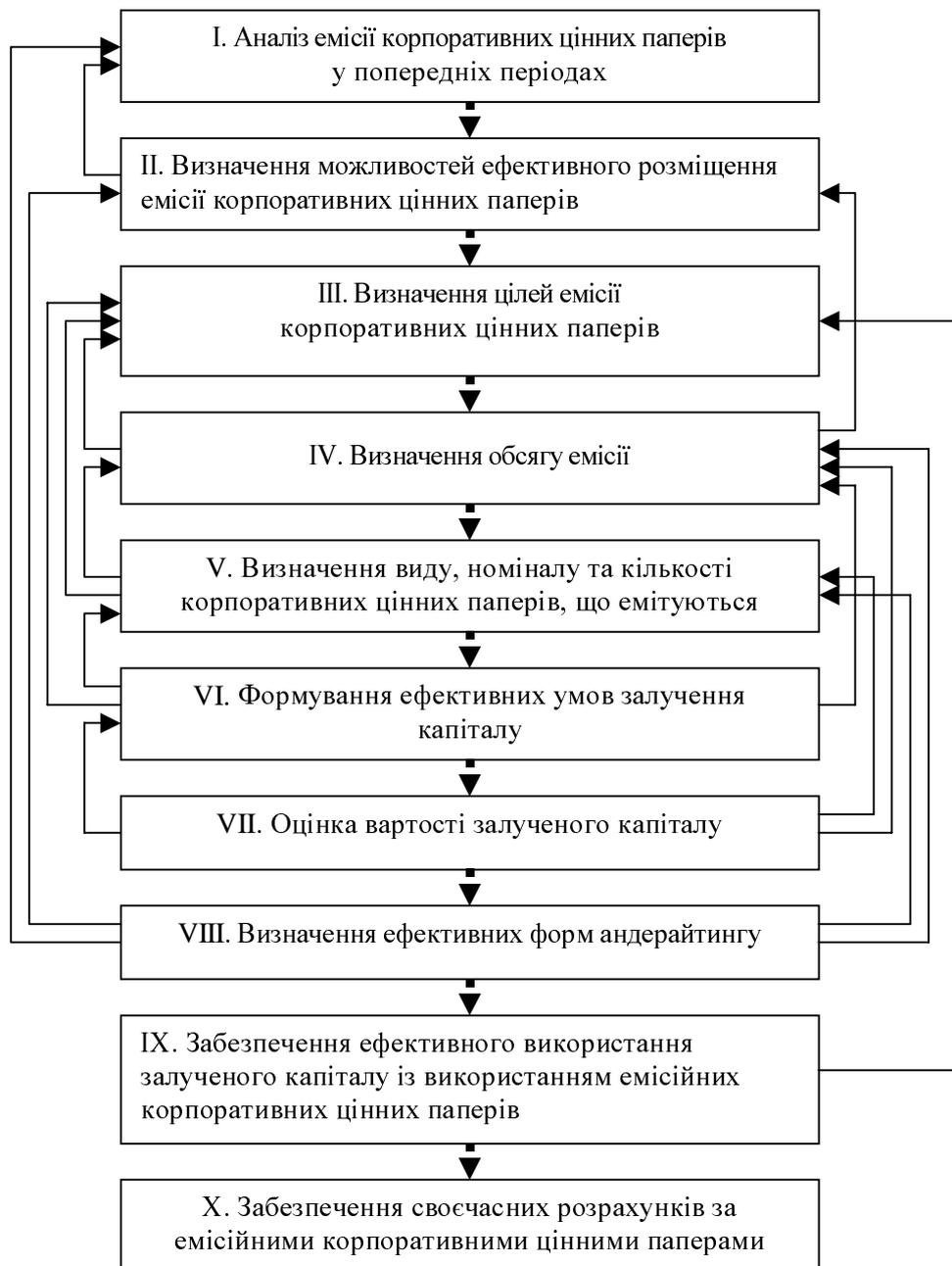
Залучення фінансових ресурсів АТ проводиться як з внутрішніх, так і з зовнішніх джерел. Однак зовнішні джерела фінансування корпорацій завжди мають пріоритет. За їх рахунок корпорації отримують більше 90 % капіталу.

Залучення необхідного капіталу для отримання доходу може здійснюватись різними економічними методами, кількість яких з розвитком фінансового ринку та ринку цінних паперів постійно збільшується. Однак акціонування є одним з найефективніших та найпоширеніших.

Графічна модель формування емісійної політики корпорації відображена на рисунку. Розглянемо кожний етап окремо.

1. Аналіз емісії корпоративних цінних паперів у попередніх періодах

Метою цього етапу є визначення обсягів та форм залучення капіталу корпорацією у попередніх періодах та ефективності його використання. Окремо на цьому етапі досліджується емісія боргових корпоративних цінних паперів, динаміка залучення позикового капіталу та інвестиційних вкладень, ймовірність росту ефекту фінансового лівериджу із залученням додаткового капіталу.



Умовні позначення:

- ▶ – інформаційні канали, на основі яких здійснюється прийняття управлінських рішень щодо формування конкретних заходів на різних етапах емісійної політики корпорації;
- ▶ – основні канали прийняття управлінських рішень щодо формування етапів емісійної політики корпорації.

Структурно-логічна схема формування емісійної політики корпорації

2. Визначення можливостей ефективного розміщення емісії корпоративних цінних паперів

Цей етап включає:

- всебічний попередній аналіз кон'юнктури фондового ринку. Результатом проведення такого аналізу буде визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на нову емісію корпоративних цінних паперів, визначення груп потенційних акціонерів та оцінка потенціалу поглинання емітованих цінних паперів;

- оцінка інвестиційної привабливості власних корпоративних цінних паперів порівняно з аналогічними видами цінних паперів, що обертаються на ринку.

Можливості ефективного розміщення цінних паперів проводиться з урахуванням результатів першого етапу, вже існуючого досвіду емісії цінних паперів, досвіду працівників корпорації стосовно проведення емісії.

Важливим результатом цього етапу формування емісійної політики корпорації повинен стати висновок щодо визначення найбільш привабливого виду корпоративних емісійних цінних паперів відповідно до загальної мети емісії.

3. Визначення цілей емісії корпоративних цінних паперів

Окрім загальної мети емісійної політики корпорації, що полягає у залученні на фінансовому ринку необхідних фінансових ресурсів у мінімально можливих термінах та задоволенні потреби корпорації в придбанні необхідних активів і оптимізації структури капіталу з позиції забезпечення умов ефективного його використання, будь-яка емісія корпоративних цінних паперів передбачає використання залучених фінансових ресурсів з певною метою. Такими цілями емісійної політики можуть бути:

1. Формування структури власності:

а) формування статутного фонду корпорації;

б) покращання структури капіталу (нарощування частки власного капіталу (статутного фонду) та скорочення залученого з метою підвищення фінансової стійкості корпорації).

2. Додаткове залучення фінансових ресурсів:

а) здійснення реальних інвестицій (здійснення капітальних вкладень, відкриття нових структурних підрозділів корпорації, дочірніх структур, диверсифікація виробництва);

б) планування поглинання або участі у приватизації інших підприємств;

в) підвищення рівня кредитоспроможності та ефекту фінансового лівериджу;

г) інші цілі, що вимагають швидкої акумуляції капіталу.

Залучення фінансових ресурсів покликано усунути коротко-, середньо- та довготривалі дефіцити коштів корпорації, причинами яких можуть бути:

а) коливання у видатках;

б) періодична неритмічність у виробництві, реалізації продукції;

в) розбіжності щодо потреб у коштах і термінах їх надходжень;

г) форс-мажорні обставини.

На цьому (та на наступних) етапі формування емісійної політики необхідно враховувати, що досягнення багатьох цілей, причинами виникнення яких є короткотривалі дефіцити, неможливе за рахунок використання емісії акцій, що розширює можливості використання інших видів корпоративних емісійних цінних паперів для досягнення таких цілей.

4. Визначення обсягу емісії

Визначення обсягу емісії здійснюється відповідно до цілей (3 етап) та можливостей ефективного розміщення емісії (2 етап). Таким чином, існує два основні чинники, що визначають обсяги емісії корпоративних цінних паперів:

1) вплив зі сторони зовнішнього середовища (ємність ринку, величина попиту на окремі види корпоративних цінних паперів, платоспроможність цільових груп потенційних інвесторів);

2) вплив зі сторони корпорації (реальна потреба у фінансових ресурсах, законодавче обмеження обсягів емісії окремих видів корпоративних цінних паперів, рівень фінансової стійкості корпорації та максимальне значення ефекту фінансового лівериджу).

5. Визначення виду, номіналу та кількості корпоративних цінних паперів, що емітуються

Вибір виду корпоративних цінних паперів, що емітуються, здійснюється відповідно до цілі емісії (встановлюється на 3 етапі), а також обсягу фінансових ресурсів, у яких існує потреба (4 етап). Якщо ціллю емісії є нарощування чи формування статутного фонду, то єдиним фінансовим інструментом можуть бути акції (та похідні цінні папери). Однак для реалізації цієї цілі необхідно визначити вид (або види) акцій, можливості використання похідних цінних паперів, що дасть можливість збільшити суму залученого капіталу або зробити доступнішими акції та привабливішими умови їх придбання для потенційних акціонерів.

Якщо метою емісії є реалізація певного інвестиційного проекту, тоді доцільно розглянути умови використання всіх емісійних цінних паперів (боргових та неборгових). В окремих випадках необхідно розглянути умови емісії конвертованих корпоративних облігацій, погашення яких здійснюється акціями корпорації.

6. Формування ефективних умов залучення капіталу

До найважливіших умов залучення капіталу із використанням корпоративних цінних паперів відносяться:

1) термін обороту цінних паперів.

Цей етап включає оптимізацію терміну обороту цінних паперів з метою максимального збігу із терміном реалізації інвестиційного проекту, для реалізації якого здійснюється емісія;

2) визначення планового рівня дивідендів чи відсотків за користування (при використанні боргових цінних паперів).

7. Оцінка вартості залученого капіталу

Ця оцінка здійснюється за двома параметрами:

а) рівень дивідендів чи відсотків за користування;

б) рівень витрат, пов'язаних з емісією та розміщенням корпоративних цінних паперів.

Ця оцінка проводиться з урахуванням умов залучення капіталу (6 етап), виду та кількості емітованих цінних паперів (5 етап) та обсягу емісії (4 етап).

8. Визначення ефективних форм андеррайтингу

Для швидкого та ефективного розміщення емітованих цінних паперів необхідно визначити доцільність використання фінансових посередників (андеррайтерів). У разі прийняття позитивного рішення необхідно визначити ціну початкового продажу, розмір комісійної винагороди, забезпечити регулювання обсягів продажу емітованих цінних паперів залежно від термінів, на які існує необхідність у фінансових ресурсах [7, с. 519].

Окрім того, для визначення ефективних форм андеррайтингу враховуються існуючий досвід використання андеррайтингу (1 етап), дослідження можливостей ефективного розміщення цінних паперів, проведене на 2 етапі, вид, кількість цінних паперів (встановлюється на 5 етапі) та загальний обсяг емісії (4 етап).

9. Забезпечення ефективного використання залученого капіталу із використанням емісійних корпоративних цінних паперів

Критеріями ефективності використання залученого капіталу із використанням емісійних корпоративних цінних паперів повинні виступати показники рентабельності та обороту залученого капіталу. Використання залученого капіталу із використанням емісійних корпоративних цінних паперів проводиться відповідно до цілей емісії, розроблених на 3 етапі.

10. Забезпечення своєчасних розрахунків за емісійними корпоративними цінними паперами

Реалізація заходів емісійної політики повинна ставити за мету підвищення інвестиційної привабливості корпорації (її цінних паперів) шляхом максимізації вартості акцій та дивідендів за ними, а також повних та своєчасних виплат за іншими корпоративними цінними паперами. Заходи корпоративної емісійної політики не повинні призводити до втрати довіри потенційних акціонерів та інших груп інвесторів до корпорації та зниження інвестиційної привабливості її цінних паперів. З цією метою можуть створюватись резервні фонди за окремими найбільш ризиковими інвестиційними проектами, фінансування яких здійснюється шляхом емісії боргових цінних паперів. Платежі за обслуговуванням корпоративних емісійних боргових цінних паперів повинні включатись в платіжний календар корпорації і жорстко контролюватись у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності.

До методів реалізації емісійної політики корпорацій належать:

1) **акціонування** (залучення основного акціонерного капіталу при створенні).

При інвестуванні в акції АТ важливим є той факт, що згідно з українським законодавством, до валового доходу емітента, який є об'єктом оподаткування, відповідно до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств", не включаються суми коштів або вартості майна, які надходять платнику податку (емітенту) як прямі інвестиції або реінвестиції у корпоративні права. Прямою інвестицією вважається господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного фонду юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою (тобто купівля акцій безпосередньо у емітента або уповноважених ним андеррайтерів). Таким чином, наявний факт законодавчого стимулювання розвитку первинного фондового ринку та операцій, пов'язаних з інвестуванням у корпоративні акції.

В Україні актуальність передачі акцій власної емісії зростає з реалізацією положення Закону України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом”, що передбачає у плані санації (у тому числі і досудової) та за умови укладення мирової угоди компенсацію витрат санатора і погашення боргу перед кредиторами передачею їх частки в акціонерному капіталі АТ. Можливості і механізми придбання акцій корпорацій, особливо привабливих в інвестиційному відношенні, в обмін на погашення заборгованості завжди були у центрі уваги;

2) **додаткова емісія акцій** (залучення додаткового акціонерного капіталу).

Залучення додаткового акціонерного капіталу завжди пов’язане з можливістю зміни структури власності корпорації, а, отже, повинно відбуватись із дотриманням усіх принципів КУ та забезпеченням дотримання прав чинних акціонерів.

Використання додаткової емісії акцій – надзвичайно ефективний механізм фінансування інвестиційних проектів, фінансування яких з традиційних фінансових джерел є утрудненим, зокрема для окремої корпорації. Існують різні механізми фінансування інвестиційних проектів із використанням додаткової емісії:

1. Продаж акцій, оплата яких необхідна для реалізації інвестиційного проекту.
2. Додаткова емісія, кошти якої використовуються як статутний фонд для підприємства, що реалізує певний інвестиційний проект разом з інвестором.
3. Продаж акцій з фіксацією зобов’язань інвестора викупити акції через певний період з обумовленою ціною.
4. Використання додаткової емісії акцій як додаткового фінансового забезпечення кредитної лінії, яка відкривається інвестором (або його банком) для фінансування проекту.
5. Передача акцій додаткової емісії в управління інвестору для організації зовнішнього фінансування інвестиційного проекту;

3) **залучення додаткового капіталу за допомогою відмінних від акцій корпоративних фінансових інструментів.**

Відповідно до українського законодавства, до емісійних корпоративних цінних паперів, які виступають фінансовими інструментами реалізації емісійної політики корпорацій, належать:

- 1) акції;
- 2) облігації;
- 3) векселі;
- 4) ощадні сертифікати;
- 5) похідні цінні папери.

Емісійна політика будь-якої корпорації повинна ґрунтуватись на дотриманні багатьох принципів:

1. Врахування перспектив розвитку господарської діяльності корпорації.
2. Забезпечення відповідності обсягу капіталу, що залучається, обсягові активів корпорації, що формуються.
3. Забезпечення оптимальності структури капіталу з позицій ефективного його функціонування.
4. Забезпечення мінімізації затрат по формуванню капіталу з різних джерел.
5. Забезпечення високоефективного використання капіталу в процесі формування його господарської діяльності.

Однак активна реалізація емісійної політики корпорації не повинна суперечити основній меті КУ – управління корпорацією в інтересах акціонерів та суперечити чинним принципам КУ. Зокрема недопустимим є порушення таких принципів, дотримання яких прямо пов'язане з реалізацією заходів емісійної політики корпорації, а їх недотримання досить часто має місце в сучасній практиці КУ в Україні:

1. Система КУ повинна захищати права акціонерів.
2. Рівноцінне відношення до акціонерів.
3. Розкриття інформації та прозорість.

Яскравим прикладом порушення принципів КУ внаслідок реалізації певних заходів емісійної політики корпорації може бути ситуація з АТ “Дніпрошина”, яка склалась у 2001 р. Мало місце розміщення додаткової емісії акцій за вартістю, нижчою від ринкової, не серед акціонерів АТ, які мають переважне право на їх придбання, а серед наближених до керівництва осіб, що призвело до зменшення часток чинних акціонерів у статутному фонді та втрати можливості контролювати діяльність корпорації. Отже, порушення принципів КУ призвело до ущемлення прав акціонерів, погіршення інвестиційної привабливості та втрати довіри до корпоративних механізмів контролю.

Фінансові ресурси є лише одним з багатьох важливих елементів, необхідних для реалізації ефективної системи КУ та створення конкурентоспроможної компанії, однак їх, без сумніву, можна вважати ключовим елементом, хоча доступ до фінансових ресурсів не є самодостатньою умовою створення конкурентоспроможної компанії. Повноцінне забезпечення фінансовими ресурсами дає змогу підвищувати здатність корпорації приймати ризики, пов'язані з її довготривалим розвитком: реалізацію нових проєктів, проведення наукових досліджень, збільшення частки ринку.

Доступ через корпоративні цінні папери до фінансових ресурсів потрібно використовувати активніше, оскільки економіка України все ще залишається здебільшого дефіцитною (за майновими правами на перспективні об'єкти власності, нерухомість тощо) [8, с.136]. Окрім того, корпоративна форма фінансово-господарської діяльності дає можливість використовувати найширший спектр фінансових інструментів (використання похідних цінних паперів) для залучення основного та додаткового капіталу.

1. Євтушевський В.А. *Основи корпоративного управління: Навч. посібник.* – К., 2002.
2. Росс С., Вестерфильд Р., Джордан Б. *Основи корпоративних фінансов.* – М., 2000.
3. *Економічний словник-довідник / За ред. С.В. Мочерного.* – К., 1995.
4. Закон України “Про підприємства в Україні” № 887-ХІІ від 27 березня 1991 року.
5. Чечетов М., Мендрул О. *Корпоративне управління в умовах економічної трансформації // Економіка України – 2001.* – № 4 – С. 10.
6. Положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію» № 07 – 01/98 від 12 лютого 1998 року.
7. Бланк И.А. *Основи фінансового менеджмента. Т. 1.* – К., 1999.
8. Алексєєнко Л.М. *Фінансова стратегія виходу підприємств на ринок цінних паперів // Фінанси України.* – 2001. – №1. – С. 136.