

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ РІВНЯ ФІНАНСОВИХ ОБМЕЖЕНЬ КОРПОРАЦІЇ

Розглянуто основні методичні підходи до оцінки рівня фінансових обмежень або рівня фінансової гнучкості корпорації, серед яких метод розрахунку індексу Каплана-Зінгалеса та Вайтседа-Ву. Розраховано індекси для 9 великих українських корпорацій та порівняно із ступенем чутливості їх інвестиційної діяльності до наявного чистого грошового потоку. Запропоновано відкоригувати індекси виміру фінансових обмежень відповідно до особливостей функціонування корпорацій в Україні.

Ключові слова: фінансові обмеження, фінансова гнучкість, концентрація власності, позичковий капітал корпорації, леверидж.

Рассмотрены основные методологические подходы к оценке уровня финансовых ограничений или уровня финансовой гибкости корпорации, среди которых метод расчета индекса Каплана-Зингалеса и Вайтседа-Ву. Рассчитаны индексы для 9 крупных украинских корпораций и проведено сравнение с уровнем чувствительности их инвестиционной деятельности к имеющемуся чистому денежному потоку. Предложено скорректировать индексы измерения финансовых ограничений в соответствии с особенностями функционирования корпораций в Украине.

Ключевые слова: финансовые ограничения, финансовая гибкость, концентрация собственности, заемный капитал корпорации, леверидж.

The basic methodological approaches to assess the level of financial constraints or the level of financial flexibility of the corporation, including the method of calculating the Kaplan-Zingales indexes and a Whited – Wu are investigated in the article. The indexes for 9 major Ukrainian corporations have calculated and compared with the degree of sensitivity of investment to available cash flow. The Whited – Wu index indicated as more appropriate and proposed its adjustment according to the specifics of functioning of corporations in Ukraine.

Key words: financial constraints, financial flexibility, ownership concentration, loan capital, leverage.

Постановка проблеми. На відміну від гіпотези існування ефективного ринку, коли завжди існує можливість залучення позичкового капіталу на вигідних для інвесторів умовах, сучасна економічна ситуація характеризується великою кількістю макро- та мікроекономічних факторів, що прямо або опосередковано обмежують ефективно залучення та використання позичкового капіталу з позиції збільшення ринкової вартості корпорації. Проблема фінансових обмежень викликає активний інтерес економістів-аналітиків протягом останніх тридцяти років, що насамперед пов'язане з підвищенням періодичності настання кризових явищ у світовій економіці. Проблема фінансових обмежень є дзеркальною ситуацією наявності фінансової гнучкості, підтримання якої, відповідно до субоптимальної політики боргового фінансування, дає можливість корпораціям зберегти доступ до зовнішніх джерел фінансування навіть у період рецесії. Тож оцінка рівня фінансових обмежень, із урахуванням особливостей функціонування вітчизняних корпорацій, є актуальним науковим завданням.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Одне з найбільш ранніх досліджень природи фінансових обмежень компаній належить американським науковцям С. Фаззарі та Р. Хаббарду, які розглядали природу фінансових обмежень через наявність та негативний вплив інформаційної асиметрії на ринку капіталу, що не дозволяє, у випадку необхідності, швидко реструктуризувати капітал компанії. Авторами визнається, що асиметричність інформації, а

отже і фінансова обмеженість, в найбільшій мірі характерна для нових фірм, або для фірм з відносно невеликим обсягом сукупних активів, торгівля акціями яких відбувається поза провідних фондових бірж регіону та не є максимально організованою. Що стосується крупних корпорацій, то, завдяки наявності розширеної публічної інформації, з'являється можливість аналізу перспектив їх функціонування та кредитоспроможності, що дозволяє запобігти появі інформаційної асиметрії, повернути інтерес широкого кола інвесторів та кредиторів [1].

Згідно з моделлю Майерса–Майлуфа доступ компанії до ринків позичкового капіталу може бути ускладнений через наявність конфлікту інтересів між менеджерами компанії та її власниками, що спричиняє таку поведінку менеджерів, коли ними цілеспрямовано не ініціюється залучення позичкового капіталу. Можливість настання такої ситуації визначається авторами як «моральний ризик» та розглядається як основний чинник появи фінансових обмежень [2].

Більш пізні дослідження питання фінансових обмежень знаходять своє відображення у працях А. Сафі, який пропонує контролювати вплив інформаційної асиметрії як основної причини фінансових обмежень через непрямі заходи відносно менеджерів корпорації [3]. При цьому А. Сафі вважає індикатором інформаційної асиметрії компанії її вік, Х. Юн – кредитний рейтинг компанії [4], В. Хардін та М. Хіл – балансову вартість активів [5], за якої компанії з меншою сукупністю активів більш схильні до фінансових труднощів, оскільки це маловідомі фірми, які найбільш гостро реагують на такі недосконалості ринку, як асиметричність інформації та агентські конфлікти, та зустрічаються з проблемами під час виходу на ринок капіталів.

М. Кампелло та Дж. Грекхем провели дослідження спектру фінансових обмежень американських компаній в період економічно-фінансової кризи 2008–2009 років. Результати дослідження, що проводилися на основі опитування фінансових директорів із 39 країн США, Європи та Азії, вказали на доцільність комплексного підходу до розгляду фінансових обмежень. Так, авторами було зазначено, що неможливість, або суттєва складність доступу фірм до ринків позичкового капіталу визначається: розміром фірми, формою її власності; показниками прибутковості, типом дивідендної політики, кредитним рейтингом фірми та перспективами подальшого зростання [6]. Впливовість цих факторів ще раз підтверджує правильність визначення групи внутрішніх чинників компаній для індексів Каплана-Зінгалеса та Вайтеда-Ву, що можуть бути застосовані як індикатори у інтегральній оцінці рівня фінансових обмежень. Треба відзначити, що їх придатність може деяким чином відрізнятися для оцінки крупного або малого бізнесу. Так, серед найбільш широких підходів до застосування даної методології можна відмітити дослідження П. Муссо та С. Шиаво, які, крім вищезгаданих чинників, враховують доходність, ліквідність, платоспроможність, частку кредиторської заборгованості у пасивах, покриття грошовим потоком боргу [7]. На відміну від цього, для оцінки фінансових обмежень малих підприємств або підприємців враховують показники їх заощаджень, кредитного циклу, надання кредитів, доступність отримання кредиту, відношення до ризику [8].

Разом із тим, відповідно до останніх досліджень в цьому питанні, досить цікавим є, по-перше, відповідність даної методології до реалій практики формування капіталу вітчизняними корпораціями, по-друге, врахування в оцінці досить важливих чинників доступу до зовнішніх ресурсів – ступеня концентрації власності, належності до холдингу в який входить банк, ступеня забезпечення необоротними активами як потенціалу його використання в якості застави.

Мета статті. Перевірка ефективності застосування методики оцінки фінансових обмежень корпорації при залученні позичкового капіталу, що застосовується в розвинутих країнах, а також її корегування на ті ендогенні чинники, що найбільш повно характеризують особливості функціонування корпорацій в Україні на сучасному етапі.

Виклад основного матеріалу. С. Капланом та Л. Зінгалесом був запропонований індекс кількісного розрахунку фінансових обмежень компаній, що базується на комплексному врахуванні ряду коефіцієнтів упорядкованої регресії, що впливають на фінансовий стан фірми. Для більш фінансово обмежених фірм індекс KZ є вищим ніж для фірм з меншим рівнем фінансової обмеженості. Наведемо формулу розрахунку індексу та проаналізуємо, яким чином кожна з її детермінантів впливає на рівень фінансових обмежень корпорації:

$$KZ\ index = -1,001909CFit + 3,139193TLTDit - 39,36780TDIVit - 1,314759CASHit + 0,2826389Qit,$$

де $CFit$ – відношення чистого грошового потоку корпорації до обсягу її сукупних активів на визначений момент часу; $TLTDit$ – відношення довгострокового позичкового капіталу корпорації до обсягу її сукупного капіталу на визначений момент часу; $TDIVit$ – обсяг дивідендних виплат акціонерам в загальній сумі активів фірми; $CASHit$ – частка ліквідних активів корпорації в обсязі її сукупних активів на визначений момент часу; Qit – коефіцієнт Тобіна, який вказує на ступінь переоцінки чи недооцінки акціонерного капіталу компанії.

На відміну від попереднього підходу, чим більш переоціненою є ринкова вартість акцій компанії над її номінальною вартістю, тим нижчий потенціал для подальшого розвитку має компанія, що в результаті збільшує її фінансову обмеженість. Авторами деяких статистичних досліджень [9,10] припускається, що результати, отримані на основі розрахунку індексу KZ, є несумісними з результатами, отриманими завдяки використанню інших підходів до визначення ступенів фінансових обмежень. З метою рішення цієї проблеми Т. Вайтедом та Дж. Ву [11] був запропонований альтернативний індекс визначення фінансових обмежень, що враховує дещо інші фактори та має певні переваги перед індексом KZ. Так, WW індекс виключає з розрахунку Q Тобіна, яке неоднозначно оцінює вплив збільшення ринкової вартості акціонерного капіталу на ступінь фінансових обмежень. Формула розрахунку індексу WW має наступний вигляд:

$$WW\ index = -0,091\ CFit - 0,062\ DIVPOSit + 0,021\ TLTDit - 0,044\ LNTAit + \\ + 0,102\ ISGit - 0,035\ SGit ,$$

де $DIVPOSit$ – наявність дивідендних виплат за визначений період. Змінна приймає значення 1 у випадку, якщо дивідендні виплати здійснювалися та 0, якщо виплат не було; $TLTDit$ – відношення позичкового капіталу корпорації до обсягу її сукупного капіталу на визначений момент часу; $LNTAit$ – натуральний логарифм від обсягу сукупних активів компанії. Відомо, що крупні компанії, у тому числі і корпорації, є більш інформаційно-прозорими, мають менший ступінь волатильності активів, є більш диверсифіковані та випускають значні обсяги цінних паперів, що дозволяє скоротити фіксовані витрати зовнішнього фінансування; $ISGit$ – відношення темпів зростання даної компанії до середнього темпу зростання за галуззю економіки, у якій функціонує компанія; $SGit$ – темп збільшення виручки від реалізації компанії у визначеному періоді часу відносно попереднього. Збільшення виручки від реалізації, як і збільшення грошового потоку, свідчить про підвищення ділової та інвестиційної активності компанії, отже зменшує рівень фінансових її обмежень. В таблиці 1 продемонструємо результати розрахунку зазначених індексів стосовно дев'яти крупних українських корпорацій.

Отже, за індексом KZ, найбільші фінансові обмеження на залучення позичкового капіталу були характерні для ПАТ "«Індустріальна молочна компанія»", причому все більше в докризовий та в посткризовий період. Найменшу фінансову обмеженість, а отже найвищий рівень гнучкості відповідно до методики KZ мало у докризовому 2009 році ПАТ "Одеський припортовий завод". Найнижче значення індексу WW свідчить про нижчий рівень фінансової обмеженості ПАТ "Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь", а найвище – про високу фінансову обмеженість ПАТ "Агрофірма "Мрія" у 2007 році.

Порівняння відповідності ступеня чутливості грошових потоків від операційної діяльності та обсягів інвестицій корпорацій значенням індексів фінансової обмеженості показало, що індекс WW більш активно корелює з чутливістю ЧГОП та обсягами інвестицій досліджуваних корпорацій (на 88,88%), проте як індекс KZ відповідає оцінці чутливості на 55,55%. Таким чином, при подальшій розробці та застосуванні методики оцінки фінансових обмежень корпорацій доцільно використати індекс WW, що більш повно враховує обсяги позичкового капіталу корпорації, а також її темпи зростання.

Таблиця 1. Розрахунок рівня фінансових обмежень корпорацій металургійної промисловості, сільського господарства, хімічної промисловості (розраховано за [22]).

Показник	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Публічне акціонерне товариство "Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча"					
<i>index</i>	288	0,280	0,162	0,374	0,126
<i>WW index</i>	0,645	-0,621	-0,659	-0,611	-0,618
Публічне акціонерне товариство "Металургійний комбінат "Азовсталь"					
<i>index</i>	532	0,281	0,429	0,594	0,678
<i>WW index</i>	,638	-0,629	-0,682	-0,664	-0,672
Публічне акціонерне товариство "Запорізький металургійний комбінат "Запоріжсталь"					
<i>index</i>	0,003	0,139	0,064	0,281	0,474
<i>WW index</i>	0,700	-0,665	-0,705	-0,609	-0,636
Приватне акціонерне товариство "Агрофірма "Мрія"					
<i>index</i>	0,147	0,379	0,020	0,117	0,155
<i>WW index</i>	0,314	-0,360	-0,374	-0,387	-0,453
Приватне акціонерне товариство «Астарта»					
<i>index</i>	0,670	0,506	0,739	0,764	0,366
<i>WW index</i>	,394	-0,479	-0,623	-0,618	-0,694
Приватне акціонерне товариство «Індустріальна молочна компанія»					
<i>index</i>	0,721	0,891	0,697	0,457	0,054
<i>WW index</i>	,403	-0,407	-0,389	-0,439	-0,475
Публічне акціонерне товариство "Концерн Стирол"					
<i>index</i>	0,793	0,252	0,130	0,345	0,470
<i>WW index</i>	,630	-0,616	-0,636	-0,654	-0,612
Публічне акціонерне товариство "Азот"					
<i>KZ index</i>	0,141	-3,442	0,294	0,464	0,119
<i>WW index</i>	0,614	-0,640	-0,630	-0,579	-0,663
Публічне акціонерне товариство "Одеський припортовий завод"					
<i>KZ index</i>	,118	-3,416	-4,856	0,205	-0,086
<i>WW index</i>	,642	-0,611	-0,623	-0,533	-0,577

Огляд аналітичної літератури [12, 13, 14] дозволив визначити, що рівень фінансових обмежень корпорації достатньо тісно корелює з особливостями структури власності. Серед зарубіжних аналітиків існує декілька точок зору з приводу того, як високий рівень концентрації власності корпорації впливає на її фінансовий стан. Так, досліджуючи ефективні ринки, Г. Демседс та Б. Виллалонга [15] вказували на відсутність серйозного впливу ступеня концентрації власності на ефективність діяльності компанії. Інші автори, такі як Р.Мокк, А.Шлейфер та Р.Вишній [16], відмічають позитивний, але немонотонний вплив високої концентрації власності на ефективність діяльності компанії, у той час як Ф.Фама та К. Дженсен [17], а також М. Баркарт та Д. Громб [18] говорять про негативний вплив високої концентрації власності. Російські автори І. Івашковська та А. Степанова зазначають позитивний вплив високої концентрації капіталу у акціонерів на Q Тобіна, а також те, що в Росії та в країнах Східної Європи має місце значний вплив структури власності на ефективність діяльності компаній ніж у більш розвинутих країнах [19].

Згідно з теоріями суперечностей інтересів (теорія агентських витрат, теорія корпоративного контролю та моніторингу витрат та теорія стейкхолдерів) значні агентські витрати компанії виникають як при розпиленій структурі акціонерного капіталу, так і при його концентрації.

Так, в умовах розпиленої структури власності (високої частки інсайдерської власності) ефективність системи внутрішнього контролю є обмеженою, оскільки акціонери намагаються перекласти функції контролю на менеджерів компанії. Внаслідок цього менеджери отримують значну свободу дій та можуть використовувати їх у власних інтересах. Іншими словами, при збільшенні частки інсайдерської власності дії менеджерів можна назвати «окопуванням», яке передбачає зменшення боргового навантаження, навіть якщо це суперечить політиці максимізації вартості корпорації. Знижуючи фінансовий леверидж, вони, по-перше, уникають прийняття на себе ризиків збитків компанії, по-друге, уникають дисциплінуючого впливу боргу над вільними грошовими потоками [17]. Таким чином, через навмисне заниження фінансового левериджу виникає конфлікт інтересів менеджерів та акціонерів компанії, що є чинником збільшення агентських витрат.

Внаслідок концентрації акціонерного капіталу збільшується зростання витрат залучення капіталу в результаті падіння ліквідності акцій та зменшуються можливості інвесторів диверсифікувати свої вкладення. Крім того, концентрація власності перешкоджає додатковому моніторингу менеджерів з боку фондового ринку, доступному при більшому розпиленні акціонерного капіталу та пов'язаний з цим високої ліквідності акцій. М. Олдрідж та А. Олівейра за допомогою емпіричного аналізу бразильських компаній встановили факт негативно-го впливу концентрації акціонерного капіталу на рентабельність активів компаній, що пов'язується з експропріацією малих акціонерів крупними [18]. Конфлікт мажоритаріїв та міноритаріїв за своєю природою є реакцією акціонерів-мажоритаріїв на незахищеність прав інвесторів на державному рівні. При цьому, емпіричні дослідження доводять, що концентрація власності в більшій мірі припускає використання боргу, ніж ситуація з розпиленням власності. Причиною тому є зацікавленість інвесторів у збільшенні вартості корпорації.

Погоджуючись з авторами [16, 17, 18], ми вважаємо, що зазначені агентські конфлікти можна частково вирішити шляхом помірною збільшення обсягів боргового навантаження і встановлення фінансового левериджу на такому рівні, щоб обсяг боргу, по-перше, не призводив до зниження інвестицій, по-друге, не спричиняв додаткових конфліктів між акціонерами та кредиторами. Отже, позичковий капітал є об'єктивно доцільним джерелом фінансування інвестицій в умовах інформаційної асиметрії та агентських конфліктів, а збільшення боргового навантаження корпорацій має такі позитивні риси, як дисциплінування менеджменту в процесі прийняття управлінських рішень і встановлення додаткового моніторингу та контролю з боку кредиторів.

Оскільки для України характерна досить висока концентрація власності у акціонерів-мажоритаріїв, доцільно прийняти за граничний рівень концентрації капіталу значення 20%. В рамках методики оцінки фінансових обмежень цей показник буде є проксі, яке дорівнює 0 за наявності у компанії акціонерів з пакетом акцій більше 20%, та 1 – у випадку відсутності таких інвесторів.

До того ж, об'єднання товариств у холдинги має синергетичний ефект з точки зору помноження економіко-фінансового потенціалу усіх учасників холдингу. Серед переваг входження до холдингової групи відмітимо наступні: можливість здійснення узгодженої фінансової, інвестиційної та кредитної політики; значна централізація капіталу, яка в залежності від економічної кон'юнктури може «перетікати» з однієї сфери підприємницької діяльності в іншу; обмежений ризик відповідальності головного товариства за боргами дочірнього. Отже, факт входження до холдингової структури є наступним детермінантом у методиці оцінки фінансових обмежень. Змінна приймає значення 0 у разі входження компанії до холдингу та 1 – у випадку відособленого ведення господарської діяльності.

Також у випадку, якщо холдинг, до якого відноситься дана компанія, має у складі учасників комерційний банк, значно знижується фінансова обмеженість учасників холдингу. Отримуючи змогу залучати кредити під нижчі відсотки, компанії вдається уникнути процентного ризику та фінансувати інвестиційні проекти на більш вигідних умовах. Таким чином, зменшується середньозважена вартість капіталу та зростає реальна вартість корпорації.

Суттєвий вплив на спроможність компанії залучати позичковий капітал має частка необоротних активів в структурі її балансу, що виступають в якості закладного майна в процесі отримання позики. Згідно з даними Державної служби статистики України [21] частка необоротних активів промислових компаній за залишковою вартістю на кінець 2011 року в середньому складає 47,57%. Для сільськогосподарських фірм цей відсоток складає 38,05%. У зв'язку з цим, для компаній, що мають частку необоротних активів вище за середню, наступною змінною при оцінці фінансових обмежень буде 0, у той час як для фірм з меншою за середнє значення долю необоротних активів – значення 1.

Таким чином, результатом побудови методики оцінки фінансових обмежень корпорацій при залученні позичкового капіталу буде інтегрована формула розрахунку індексу фінансової обмеженості, що базується на врахуванні індексу Вайтеда-Бу (WW) та інших, визначених вище факторів:

$$I\phi o_{it} = WWindex_{it} + 0,4KB_{it} + 0,3X_{it} + 0,2B_{it} + 0,1HA_{it},$$

де $I\phi o_{it}$ – індекс фінансової обмеженості корпорації на певний момент часу;
 $WWindex_{it}$ – індекс Вайтеда-Бу, розрахований для корпорації на визначений момент часу;
 KB_{it} – показник рівня концентрації власності; X_{it} – показник входження до холдингової структури; B_{it} – показник, що встановлює факт наявності банку в корпоративній структурі господарювання; HA_{it} – показник частки необоротних активів в структурі балансу компанії.

Висновки. Розглянувши сутність та природу фінансових обмежень компаній, з якими вони зустрічаються в процесі використання різних форм фінансового капіталу, ми прийшли до висновку, що важливо вчасно оцінити рівень фінансових обмежень компанії. Проведення емпіричного аналізу індексів фінансових обмежень, що були запропоновані іноземними науковцями, виявило досить високу кореляційну залежність одного з індексів та результатів аналізу чутливості обсягів інвестицій та чистого грошового потоку корпорацій. Накопичені знання у сфері корпоративного фінансового менеджменту дозволили виділити інші економічні показники, що прямо або опосередковано впливають на спроможність сучасних компаній залучати позичкові кошти.

Отже, методика оцінки фінансових обмежень корпорацій при залученні позичкового капіталу спрямована на аналіз комплексу фінансово-економічних факторів, що впливають на здатність компанії залучати та використовувати позичковий капітал на вигідних умовах, знижувати вартість користування позичковим капіталом, переключатися у разі необхідності з власного капіталу на позичковий, зменшувати агентські витрати у разі збільшення боргового навантаження.

Література

1. Financing Constraints and Corporate Investment: [Електронний ресурс] / S. Fazzari, R. Hubbard, B. Petersen // Brookings Paper on Economic Activity. – 2005. – №1. – p. 141–195. – Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/>
2. Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have: [Ел. ресурс] / S.C.Myers, N. Majluf // Journal Of Financial Economics. – 1984. – №6. – p. 187–221. – Режим доступу: <http://dspace.mit.edu/>
3. Sufi A. Bank lines of credit in corporate finance: An empirical analysis / A. Sufi // Review of Financial Studies. – 2009. – №22. – p. 1057–1088.
4. Yun H. The choice of corporate liquidity and corporate governance/ H. Yun // Review of Financial Studies. – 2009. – №22 (4). – p. 1447–1475.

5. Hardin W. The determinants of REIT cash holdings / W.G. Hardin, M.J. Higheld, M.D. Hill, G.W. Kelly // *Journal of Real Estate Finance and Economics*. – 2009. – p. 39–57.
6. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis: [Ел. ресурс] / M. Campello, J. R. Grahamb, C. R. Harvey // *Journal of Financial Economics*. – 2010. – №3. – p.470–487.
7. Musso P. The Impact of Financial Constraints on Firms Survival and Growth: [Електронний ресурс] / Musso P., Stefano S // Working paper. – 2007. – №37. – Режим доступу: <http://ofce.nexenservices.com/pdf/dtravail/>
8. Boermans M. Firm Performance under Financial Constraints and Risks: Recent Evidence from Micro Finance Clients in Tanzania: [Ел. ресурс] / Martijn Adriaan Boermans, Daan Willebrands // Working Paper – 2012. – Режим доступу: <http://www.rug.nl>.
9. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups / T. Hoshi, A. Kashyap, D. Scharfstein// *Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – № 106. – p. 33–60. [edu/dscharfstein/Articles/Corporate_Structure_Liquidity_and_Investment.pdf](http://dscharfstein/Articles/Corporate_Structure_Liquidity_and_Investment.pdf).
10. Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines / W. Chan // *Journal of Financial Economics*. – 2003. – №70. – p.223–260.
11. Financial Constraints Risk/ M. Toni, Wu Guojun // *Journal of Business and Economic Statistics*. – 2003. – №16. – p. 532–559.
12. Trading volume and serial correlation in stock returns / J. Campbell, S. Grossman, J. Wang // *Quarterly Journal of Economics*. – 1993. – №108. – p. 905–940.
13. A model of investor sentiment: [Електронний ресурс] / N. Barberis, A. Shleifer, R.Vishny // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – №49. – p. 307–343.
14. Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing: [Ел.ресурс] / Ch. Calomiris, G.R. Hubbard // NBER Working Paper. – 1998. – №97. – Режим доступу: <http://www.jstor.org/>
15. Ownership structure and corporate performance: [Ел. ресурс] / H. Demsetz, B. Villalonga // *Journal of Corporate Finance*. – 2001. – №7. – p. 209–233. – Режим доступу: <http://www.cb.cityu.edu.hk/>
16. Management Ownership And Market Valuation: An Empirical Analysis / R. Morck, A.Shleifer, R. Vishny// *Journal Of Financial Economics*. – 1988. – №20. – p. 293–316.
17. Agency Problems and Residual Claims / F. Fama C. Jensen Michael// *Journal of Law and Economics*. – 1983. – №2. – p. 327–349.
18. Minority Blocks and Takeover Premia / M. Burkart, D. Gromb, F. Panunzi // Finance Working Paper. – 2005. – № 96. – Режим доступу: <http://denis.gromb.pagesperso-orange.fr/>
19. Ivashkovskaya, I., Stepanova, A. Does Strategic Corporate Performance Depend on Corporate Financial Architecture? Empirical Study of European, Russian and Other Emerging Market's Firms // I. Ivashkovskaya, A.Stepanova // *Journal of Management and Governance*, 2010. - P. 1–14.
20. Aldrighi M. The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence from Brazil / M. Aldrighi, A. Oliveira/ SSRN Working Paper. – 2007. – p. 1–18.
21. Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua/>
22. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>