

### **Нові підходи до визначення вартості джерел фінансування бізнесу**

Стаття присвячена підходам до визначення середньозваженої вартості корпоративного капіталу залежно від індивідуальних характеристик оцінюваного бізнесу. Крім того, в роботі систематизовано основні цілі оцінки середньозваженої вартості корпоративного капіталу та узагальнено відповідні ним аналітичні методики. Оскільки оцінка й управління вартістю корпоративного капіталу є одними з основних завдань фінансового менеджменту, тоді за умов післякризової відбудови вітчизняного фінансового ринку зазначені проблеми набувають особливої актуальності.

**Ключові слова:** середньозважена вартість капіталу, модель CAPM, коефіцієнт відсоткового покриття,  $\beta$ -коефіцієнт, спред корпоративного дефолту, SWOT-аналіз.

### **New approaches to cost determination for corporate financial sources**

The article is dedicated to the problems of definition of the weighted average cost of the corporate capital depending on the individual characteristics of any estimated business. In addition, the author systematizes the main purposes of the valuation of the weighted average cost of the capital and generalizes the analytical techniques which are corresponding to them.

The valuation and management of the corporate capital are the main tasks of financial management. That's why the specified problems are getting an especial urgency in the actual conditions of after-crisis restoration of the national financial market.

**Keywords:** weighted average cost of the capital, the CAPM model, financial ratio,  $\beta$ -ratio, corporate default spread, SWOT-analysis.

**Постановка проблеми.** Економічна теорія наголошує, що одним з основних факторів виробництва є капітал. Капітал підприємства формується з двох джерел – власних і позикових. Кожен з цих видів фінансових джерел має різну вартість, обумовлену такими характеристиками, як термін використання, фінансово-господарський (інвестиційний) ризик виробництва, рівень доходності альтернативних інвестиційних проектів, тощо.

Оцінка вартості корпоративного капіталу пов'язана з визначенням точного рівня відповідних витрат на його обслуговування і з вибором найбільш прийнятних за вартістю й терміном обігу джерел подальшого фінансування. При цьому вибір методу оцінки вартості корпоративного капіталу обумовлений основними цілями такого оцінювання і багато в чому залежить від особливостей досліджуваного бізнесу. В Україні за умов післякризової відбудови національного ринку зазначене питання набуває особливої актуальності.

*Аналіз відповідних досліджень і публікацій.* Питання оцінки вартості корпоративного капіталу вивчається в працях багатьох закордонних науковців. Теорії вартості капіталу отримали потужного імпульсу в середині 50-х років минулого століття, з праць нобелівських лауреатів Міллера М. і Модільяні Ф., які зосередились на дослідженні залежності ринкової ціни підприємства й середньозваженої вартості його капіталу від зміни питомої ваги позикових ресурсів. У результаті вчені дійшли таких висновків:

- ринкова вартість бізнесу не залежить від структури корпоративного капіталу для заданого потоку дивідендів за умови раціональності дій господарюючих суб'єктів і досконалого розвитку фінансового ринку (теорема 1) [11],

- вартість власного капіталу підприємства знаходиться в лінійній залежності від вартості його позикового капіталу і величини фінансового важеля (теорема 2) [12],

- при нарощенні обсягів позикових ресурсів WACC підприємства залишається незмінною (теорема 3) [12]. Крім того, через оподаткування прибутку було доведено прямий зв'язок між ринковою ціною акцій підприємства та обсягами залучених позикових ресурсів (чим вищою є частка позикових ресурсів, тим вища й ціна випущених підприємством акцій).

Особливості оцінки вартості довгострокового капіталу найбільш розкриті в працях іншого нобелівського лауреата – В. Шарпа. Науковцем розроблена CAPM (з англ., capital asset pricing model), що визначає вартість довгострокових активів підприємства на основі безризикової ставки доходності, премії за ризик, ринкової доходності і коефіцієнта ризиковості ( $\beta$ ) [13].

Фундаментальних новацій з проблем вартості корпоративних фінансових ресурсів у сучасних російських і вітчизняних наукових працях, на жаль, немає. Це можна пояснити тривалим пануванням системи командної економіки та тривалим міцним ідеологічним впливом на всі сфери діяльності колишнього радянського простору. Особливостям оцінки вартості капіталу в межах концепції вартісно-орієнтованого корпоративного управління присвя-

чені праці Федотової М.О. [8], Власюка В.В. [1], Тертичної Н.В. [6], Мендрула О.Г. [4] і Момот Т.В. [5].

Нажаль, у вищезазначених наукових працях не приділяється уваги систематизації особливостей визначення вартості корпоративного капіталу залежно від різних аналітичних цілей, а також індивідуальних особливостей кожного оцінюваного бізнесу.

Отже, *метою* даної статті є вивчення особливостей оцінки показника середньозваженої вартості корпоративного капіталу (далі – WACC<sup>1</sup>) залежно від аналітичних цілей і характеристик оцінюваного бізнесу, а також дослідження особливостей оцінки ринкової WACC за наявності значної різниці між балансовою і ринковою вартістю акцій підприємства.

**Основні результати дослідження.** Середньозважена вартість капіталу характеризує усереднений розмір корпоративних витрат за користування сукупними фінансовими ресурсами. При цьому

$$WACC = \frac{BK}{\Sigma \text{капітал}} * \text{вартість}_{BK} + \frac{PK}{\Sigma \text{капітал}} * \text{вартість}_{PK} * (1 - ПП) = \frac{BK}{\Sigma \text{капітал}} * \text{вартість}_{BK} + \frac{PKO}{\Sigma \text{капітал}} * \text{вартість}_{PKO} * (1 - ПП),$$

де BK – сума власного капіталу; PK – сума позикового капіталу;  $\Sigma$  капітал – балансовий капітал підприємства; PKO – позиковий капітал, що обслуговується; ПП – чинна ставка податку на прибуток<sup>2</sup>.

В зазначеній формулі пропущене наступне перетворення:

$$\frac{PK}{\Sigma \text{капітал}} * \text{вартість}_{PK} * (1 - ПП) = \frac{PKO}{\Sigma \text{капітал}} * \text{вартість}_{PKO} * (1 - ПП) + \frac{PKB}{\Sigma \text{капітал}} * 0\% * (1 - ПП) = \frac{PKO}{\Sigma \text{капітал}} * \text{вартість}_{PKO} * (1 - ПП),$$

де PKB – сума позикового капіталу, залученого на безоплатній основі (поточні зобов'язання за розрахунками); 0% - вартість PKB.

При визначенні WACC основною проблемою є оцінка вартості корпоративних фінансових джерел (вартість<sub>BK</sub> і вартість<sub>PKO</sub>). Залежно від мети ви-

<sup>1</sup> WACC (з англ., weighted average cost of capital) – середньозважена вартість капіталу.

<sup>2</sup> Згідно зі ст. 5.5.1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.1994 №334/94 «до складу валових витрат відносяться витрати, пов'язані з виплатою або нарахуванням процентів за борговими зобов'язаннями протягом звітного періоду».

значення WACC та інших умов розвитку оцінюваного бізнесу (що розглядатимуться далі) аналітиками може використовуватись фактична поточна вартість фінансових джерел (визначається на основі бухгалтерських форм «Інформація про дивіденди», «Інформація про зобов'язання», тощо), а також потенційна (ринкова) вартість капіталу.

Сутність балансової вартості фінансових джерел не має різних трактувань і окремого уточнення не потребує. Потенційна вартість корпоративного капіталу характеризує поточну вартість залучення коштів на локальному фінансовому ринку (тобто найбільш імовірну для конкретного підприємства вартість фінансових ресурсів, що можуть бути ним залучені на локальному фінансовому ринку). При цьому потенційна (очікувана) вартість власного капіталу відображає доходність, яку інвестори мають отримати від участі в статутному капіталі оцінюваного підприємства; очікувана вартість позикового капіталу відповідає найбільш імовірним сукупним витратам підприємства з обслуговування позикових ресурсів, що можуть бути додатково залучені на локальному фінансовому ринку.

Потенційна вартість власного капіталу визначається на основі CAPM. Модель включає коефіцієнт ризиковості оцінюваного підприємства, який є індикатором всіх умов внутрішнього середовища, а також такі поточні характеристики зовнішнього середовища, як рівень безризикової ставки і розмір суверенної премії за ризик.

В свою чергу, потенційна вартість позикових ресурсів ураховує такий узагальнюючий показник внутрішнього середовища оцінюваного бізнесу, як спред корпоративного дефолту, а також поточні характеристики локального фінансового ринку - рівень безризикової ставки і спред суверенного дефолту.

Крім того, в моделі WACC існує два підходи до оцінки вартості капіталу з різних джерел походження: в одному випадку використовують ринкові оцінки вартості, в іншому розрахунок базується на балансових оцінках. Такий вибір вартості залежить від цілей оцінки і господарських умов розвитку аналізованого бізнесу.

Виходячи з вищенаведеної сутності фактичної і потенційної вартості корпоративних фінансових джерел розглянемо загальні цілі визначення середньозваженої вартості капіталу, а також основні умови й обмеження, що виникають при її оцінці. Середньозважена вартість капіталу може визначатися з метою:

- *порівняння фактичної вартості корпоративних фінансових джерел з актуальною ціною, за якою вони можуть бути залучені даним підприємством на локальному фінансовому ринку. Основні цілі такого порівняння:*

- пошук найбільш прийнятних шляхів додаткового залучення капіталу (оцінка доцільності розміщення корпоративних цінних паперів серед закритого кола акціонерів або на вільному фінансовому ринку, оцінка та співставлення більш дешевих джерел залучення ресурсів – власних або позикових, пошук ефективних шляхів санації підприємства, та інші варіанти),
- оцінка поточної ефективності фінансового менеджменту, зокрема в аспекті формування фінансових ресурсів (визначення фактично досягнутої економії на залучених коштах порівняно з їх потенційною вартістю на вільному фінансовому ринку),
- управління потенційною вартістю фінансових ресурсів підприємства шляхом впливу на ринкову вартість власних акцій (або депозитарних розписок)<sup>1</sup>. Зміна доходності акцій, згідно CAPM, впливає на результативне значення  $\beta$ -коефіцієнта ризиковості емітента і таким чином змінює потенційну вартість його власних фінансових ресурсів. Корпоративний вплив на вартість позикових ресурсів здійснюється дещо іншим чином: оскільки значення спреду корпоративного дефолту прямо залежить від поточного коефіцієнта відсоткового по-

---

<sup>1</sup> В США близько третини загального обсягу корпоративних позик спрямовується позичальниками на викуп власних акцій з метою підтримки (або навіть підвищення) їх котирувань на відкритому фондовому ринку шляхом обмеження пропозиції [2, с. 42].

криття (тобто  $\frac{\text{ЕВІТ}}{\text{фінансові витрати}}$ )<sup>1</sup>, тоді нарощення ЕВІТ<sup>2</sup> призведе до зниження спреду корпоративного дефолту і, як результат, здешевшення потенційної вартості позикових ресурсів підприємства. Також спостерігається зворотній зв'язок між WACC і вартістю бізнесу, сформульований у Д. Дюраном: «якщо середньозважена вартість капіталу мінімальна, тоді вартість підприємства є максимальною»<sup>3</sup> [10, с. 1],

- *оцінки стану фінансування, а також поточного й перспективного фінансового стану підприємства, та окремих фінансових показників. Наприклад, поточна вартість бізнесу може визначатися на основі формули [3, с. 179]:*

$$\text{вартість бізнесу} = \text{вартість наявних активів} + \text{вартість зростання} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{WACC}} + k * \text{NOPAT} * n * \frac{\text{ROIC} - \text{WACC}}{\text{WACC} (1 + \text{WACC})},$$

де  $k$  – частка NOPAT<sup>4</sup>, інвестована в нові бізнес-проекти,  $n$  – період конкурентної переваги (очікувана кількість років, протягом яких підприємство інвестуватиме кошти в розвиток нових проектів і отримуватиме прогнозований ROIC<sup>5</sup>).

Крім того, WACC визначається для розрахунку дисконтного множника в моделі оцінки вартості підприємства методом DCF (з англ., discounted cash flow), оцінки коефіцієнта дисконтування очікуваних доходів від інвестицій<sup>6</sup>, розрахунку окупності інвестпроектів та для визначення інших фінансових показників,

- *порівняння фактичної середньозваженої вартості фінансових джерел підприємства з поточним значенням аналогічних показників конкурентів*

<sup>1</sup> Таблицю залежності спреду корпоративного дефолту від загальної капіталізації оцінюваного бізнесу, а також динаміки коефіцієнта відсоткового покриття представлено на Інтернет-адресі міжнародної рейтингової агенції “Standard&Poog’s” [9].

<sup>2</sup> ЕВІТ (з англ., earnings before interest and taxes) – фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування та сплати відсотків.

<sup>3</sup> Зазначена залежність підтверджується формулою:

$$\text{NPV} = \sum \frac{\text{ЕВІТ} * (1 - \text{ПП}) + \text{амортизація}}{(1 + \text{WACC})^n} - \text{початкові інвестиції},$$

де  $n$  – кількість років функціонування бізнес-проекту.

<sup>4</sup> NOPAT (з англ., net operating profit after tax) – чистий операційний прибуток після оподаткування.

<sup>5</sup> ROIC (з англ., return on invested capital) – прибуток на інвестований капітал.

<sup>6</sup> Дисконтування майбутніх грошових потоків за ставкою, що дорівнює WACC, характеризує знецінення майбутніх доходів з точки зору конкретного інвестора і з урахуванням його вимог щодо доходності інвестованого капіталу.

*тив*. Використовується в SWOT-аналізі, тобто для систематизації впливових факторів поточного функціонування бізнесу з метою розробки найбільш ефективної стратегії подальшого господарського розвитку. Крім того, може використовуватись при оцінці інвестиційної привабливості бізнесу з метою корпоративного злиття/поглинання.

Зауважимо, що при оцінці WACC рекомендується дотримуватись *вимог щодо хронологічної відповідності*: оцінка ринкової WACC в певному хронологічному діапазоні (напр., рік) має включати оцінки ринкових власного і позикового капіталу, визначені у відповідних хронологічних діапазонах (річні). Проте, питання відповідності хронологічних діапазонів балансової і ринкової вартості оцінюваного капіталу має дискусійний характер.

Наступним кроком здійснимо систематизацію залежності вибору тієї чи іншої вартості складових корпоративного капіталу в моделі WACC від індивідуальних умов господарського розвитку оцінюваного бізнесу:

1) приналежність оцінюваного бізнесу до фінансово-промислової групи (далі – ФПГ). Подібні підприємства при виникненні у них гострої потреби в додатковому залученні капіталу можуть вдаватися до субординованого запозичення<sup>1</sup> в інших підприємств (або фінансових установ) зі структури ФПГ. Подібним запозиченням притаманні пільгові умови порівняно з іншими кредитами на вільному фінансовому ринку. Аналогічні полегшені умови запозичень притаманні також крупним підприємствам і фінансовим установам, які знаходяться в державній власності й підчас господарської кризи або при реалізації масштабних інвестиційних проектів можуть розраховувати на державну фінансову підтримку на пільгових умовах (напр., рефінансування банків або надання державних гарантій по корпоративних позиках).

---

<sup>1</sup> Субординований борг (з англ., *subordinary debt*) є видом позикового капіталу, який надається позичальнику в формі кредиту або облігаційної позики (для банків – депозиту) терміном не менше 5 років і який не може бути витребуваний кредитором до закінчення терміну дії угоди. Відсотки за такою позикою не можуть перевищувати ставку рефінансування НБУ і не змінюються протягом строку дії угоди.

Отже, в моделі WACC балансова вартість фінансових ресурсів для вищезазначених підприємств буде суттєво нижчою за поточне середньоринкове значення,

2) підприємство не належить до ФПГ, але представлене на різних фінансових ринках. Тоді при пошуку варіантів мінімізації WACC підприємства необхідне зіставлення вартості залучення капіталу на різних фінансових ринках. Типовими вітчизняними прикладами є агропромисловий холдинг «Астарт-Київ» і будівельна корпорація «TMM Real Estate Development PLC», представлені на світових фондових ринках,

3) сфера оцінюваного бізнесу. В умовах реалізації державних інвестиційних програм підтримки розвитку пріоритетних сфер діяльності, зокрема інноваційної (у т.ч. нетрадиційної енергетики) і сільськогосподарської, вибір вартості позикових ресурсів в моделі WACC таких підприємств може передбачати різні варіанти. Зокрема, згідно Постанови КМУ від 15.06.2000 р. №979 фінансування приватних інноваційних проектів може здійснюватись через залучення пільгових кредитів у ВАТ «Український банк реконструкції та розвитку» (донедавна єдиним власником банку була Державна інноваційна фінансово-кредитна установа<sup>1</sup>), ставка за якими є порівняно низькою<sup>2</sup>.

Отже, якщо інноваційне підприємство має на балансі раніше залучений державний кредит за пільговою ставкою, тоді для визначення потенційної вартості нових запозичень (особливо в межах відкритої кредитної лінії) доцільно використовувати балансову вартість подібних залучених кредитів, а не середньоринкову вартість позикових коштів. Оскільки за світовою практикою: 1) ставка по державних кредитах є пільговою і зазвичай прив'язується до облікової ставки центрального банку, 2) облікова ставка центрального банку є відносно стабільною і змінюється в середньому раз в квартал в невели-

---

<sup>1</sup> Указом Президента «Про оптимізацію системи центральних органів виконавчої влади» від 09.12.2010 №1085/2010 установу було ліквідовано, а його функції передані новоствореному Державному агентству з інвестицій та управління національними проектами України.

<sup>2</sup> Зокрема, згідно Постанови КМУ від 14.03.2007 р. №455 розмір плати позичальника становив не більше 7% річних, з яких передбачалося надходження 6,5% до ДІФКУ, а 0,5% - до державного бюджету.



кому діапазоні, тоді зазначене твердження для оцінки потенційної вартості позикових ресурсів є справедливим.

Зауважимо, що ставка НБУ є більш змінною за ставки LIBOR та EURIBOR (див. рис. 1), проте їх коливання в середньостроковому діапазоні є невеликим і прогнозованим.

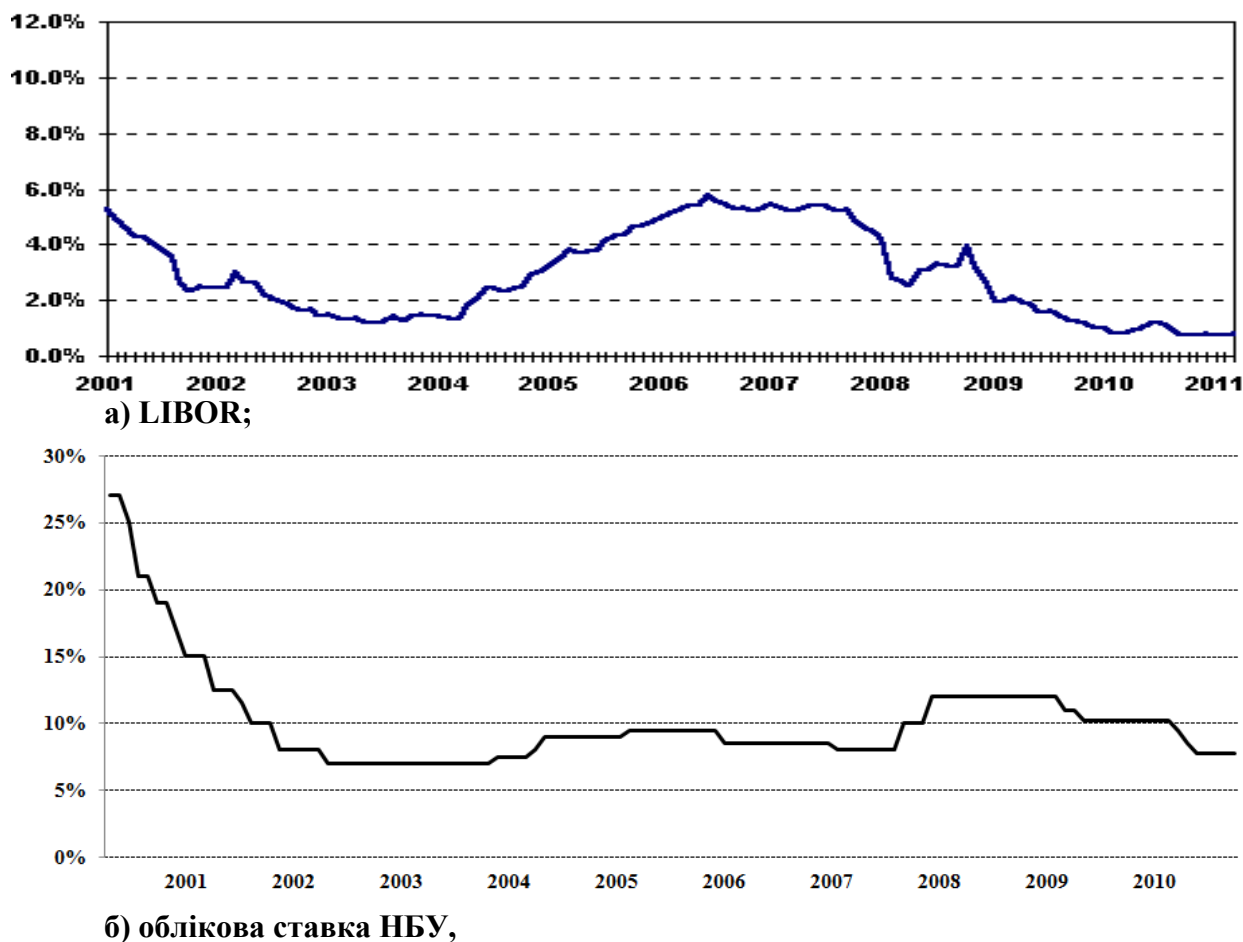


Рис. 1. Щомісячна динаміка облікових ставок протягом 01.01.2001-01.01.2011 рр. (у відсотках річних) [7; 14]

4) якщо позикове фінансування підприємства проводиться в межах кредитної лінії або в рамках раніше укладених фінансових домовленостей з іншими господарюючими суб'єктами (інвесторами або кредиторами), тоді в моделі визначення ринкової WACC доцільно приймати балансову вартість корпоративних позик, раніше залучених на умовах складених домовленостей.

Отже, все вищезазначене дозволяє нам систематизувати у табл. 1 особливості визначення потенційної вартості корпоративних фінансових ресурсів в моделі WACC залежно від цілей оцінки та характеристик підприємства.

Таблиця 1

**Особливості визначення потенційної вартості корпоративних фінансових ресурсів у моделі WACC залежно від цілей і характеристик аналізованого бізнесу**

характеристики оцінюваного бізнесу	вартість власного капіталу		вартість позикового капіталу	
	балансова	ринкова	балансова	ринкова
1	2	3	4	5
1. Підприємство належить до ФПГ.		+	+	+
2. Підприємство знаходиться в державній власності.	+ *	+	+	+
3. Підприємство представлено на різних фінансових ринках.		+ **		+
4. Господарська діяльність підприємства належить до Пріоритетних напрямів економічного розвитку держави.		+	+	+
5. Фінансування бізнесу відбувається в межах угод надання кредитної лінії або овердрафту (контокорентного рахунку).		+	+ ***	+

Джерело: таблицю складено за дослідженнями автора

\* Зазвичай державі належать підприємства, що мають виключне стратегічне значення або виконують низькоприбуткову соціальну діяльність. В такому разі додаткове залучення державними підприємствами власного капіталу на вільному фінансовому ринку (а не за рахунок держави) видається малоімовірним. Тому потенційна вартість власного капіталу такого бізнесу, на нашу думку, може визначатися на основі балансових даних.

\*\* В даному випадку необхідне визначення і співставлення поточної вартості фінансових ресурсів на відповідно декількох ринках.

\*\*\* Якщо потреби в залученні позикових коштів невеликі, тоді в якості потенційної вартості кредитів допускається використання балансової вартості раніше залучених коштів у межах наданої підприємству кредитної лінії або овердрафту.

Як свідчить табл. 1, в окремих випадках при оцінці потенційної вартості фінансових ресурсів у моделі WACC допускається одночасне поєднання ринкової і балансової вартості капіталу з різних джерел походження (напр., ринкової вартості власних і балансової – позикових ресурсів).

Крім оцінки вартості складових корпоративного капіталу, в моделі WACC також існують особливості визначення його загальних обсягів. Зокрема, при оцінці WACC за балансовими даними необхідно урахувувати поточну різницю між балансовою і ринковою вартістю акцій (депозитарних розписок). Основними причинами цього є вимоги щодо забезпечення актуалізації і точності оцінки WACC, адже в фінансовому обліку балансова вартість власного капіталу підприємства переглядається не так часто, як ринкова. Наприклад, суттєва зміна ринкової вартості акцій підприємства може відобразитись у балансі (ст. 320, «Додатковий вкладений капітал») лише у випадку продажу власниками підприємства акцій іншому інвестору.

Унаочнимо вищезазначені умови типовою ситуацією:

*структуру балансу підприємства складають власні ресурси – 68%, позиковий капітал, що обслуговується, - 22% та поточні зобов'язання за розрахун-*

ками – 10%. При цьому вартість власного капіталу становить 13,5% річних, а позикового капіталу, що обслуговується, - 13% річних.

Оскільки поточна ринкова вартість акцій підприємства на 18,5% вища за балансову, тоді структура сукупного капіталу за його ринковою вартістю суттєво відрізнятиметься<sup>1</sup>: власний капітал – 80,58%, поточні зобов'язання, що обслуговуються, - 13,35% та поточні зобов'язання за розрахунками – 6,07%.

Отже, зіставимо результати оцінки фактичної вартості фінансових ресурсів у моделі WACC:

- за структурою балансу:

$$WACC_1 = 0,68*13,5\% + 0,22*13\% = 12,04\%,$$

- за ринковою вартістю акцій:

$$WACC_2 = 0,8058*13,5\% + 0,1335*13\% = 12,61\%.$$

Як свідчать розрахунки, фактична WACC, оцінена за структурою балансу, суттєво відрізняється від фактичної WACC, оціненої за ринковою вартістю.

Таким чином, проведене дослідження призвело до наступних **висновків**:

1. Систематизовано основні цілі оцінки і відповідні до них особливості визначення середньозваженої вартості корпоративного капіталу.

2. Припускається можливість одночасного поєднання ринкової і балансової вартості різних складових корпоративного капіталу в процесі визначення потенційної середньозваженої вартості капіталу. Доведено залежність вибору вартості окремих складових корпоративного капіталу від індивідуальних характеристик оцінюваного бізнесу. Узагальнено можливі варіанти подібного вибору.

3. Доведено необхідність урахування різниці між балансовою і ринковою ціною акцій задля уточнення фактичної вартості власного капіталу в моделі фактичної WACC підприємства. Основними доводами цього виступають актуалізація й максимальна коректність аналітичної бази й результатів оцінки.

---

<sup>1</sup> Вказані результати формуються шляхом розв'язання наступного рівняння:  $68\%*1*(1 + 0,185) + 22\%*x + 10\%*x = 100\%$ , де  $x$  – коефіцієнт зміни питомої ваги позикових ресурсів.

### Літературні джерела:

1. Власюк Валерій В'ячеславович. Економічні методи оцінки вартості майна підприємств у процесі приватизації: дис. .... к. екон. наук: 08.06.02 / НАН України. – Л., 1998. – 192 с.
2. Карбовский В.Ф. Краткосрочное инвестирование на рынке акций/ В.Ф. Карбовский. – М.: Едиториал УРСС, 2002. – 128 с.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
4. Мендрул Олександр Гаррійович. Управління вартістю підприємств: теоретичні та практичні аспекти: дисертація д-ра екон. наук: 08.06.01 / Київський національний економічний ун-т. - К., 2003. – 372 с.
5. Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Монографія. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с.
6. Тертична Наталія Володимирівна. Комплексна оцінка вартості підприємства : Дис... канд. екон. наук: 08.06.01 / Східноукраїнський національний ун-т ім. Володимира Даля. — Луганськ, 2005. — 230 с.
7. Облікова ставка НБУ / Національний банк України. – Електронне джерело: [http://bank.gov.ua/Statist/Stat\\_data/discount\\_rate.htm](http://bank.gov.ua/Statist/Stat_data/discount_rate.htm).
8. Федотова Марина Алексеевна. Рыночная стоимость собственного капитала предприятия (вопросы теории и методологии). – Финансовая академия при правительстве Российской Федерации, спец. 08.00.01: дис. ... д. екон. наук, Москва. – 1995. – 292 с.
9. General Criteria: Understanding Standard & Poor's Rating Definitions // Standard & Poor's. – Електронне джерело: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.article/2,1,3,0,1204849644888.html>
10. Kashefi Javad. A Note on Capital Structure / Javad Kashefi // Dr. Cash.com [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: [http://www.drkash.com/site/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=20&dir=DESC&order=date&limit=10&limitstart=30](http://www.drkash.com/site/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=20&dir=DESC&order=date&limit=10&limitstart=30)

11. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares/ M.H. Miller, F. Modigliani // Journ. Business. - 1961. Oct. – P. 414-433.
12. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M.H. Miller // Amer. Econ. Rev. – 1958. June. – P. 261-297.
13. Sharpe W. Portfolio Theory and Capital Markets. – McGraw-Hill, Inc. 1970. June.
14. 1-year LIBOR: Historical Graph // Moneycafe.com. - Generous Media [Электронный ресурс]. - Режим доступа до джерела: <http://www.moneycafe.com/library/libor.htm>