

## КАПІТАЛІЗАЦІЯ ЯК РЕЗУЛЬТАТ УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ АКТИВАМИ ПУБЛІЧНОГО АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

Мета комерційного підприємства – отримати прибуток – досягається під впливом багатьох чинників, і в тому числі за умов професійного управління грошовими активами, збалансування вхідних і вихідних грошових потоків. Одним із фінансових інструментів управління грошовими потоками є флоут (free float). Його застосування в Системі прискорення-затримання платіжного обігу (Система лідс енд легс) допомагає суб'єкту господарювання вирішувати тимчасові проблеми, пов'язані з поточними розрахунками у процесі проведення операційної чи фінансової діяльності.

У сучасних умовах зарубіжні та вітчизняні вчені досконало вивчають усі етапи управління грошовими потоками, можливі напрями та методи їх оптимізації. Всебічно питання управління грошовими потоками розглядає в навчальному курсі «Фінансовий менеджмент» І. Бланк, звертаючи увагу на доцільність використання у практичній діяльності актуальних напрямів синхронізації грошових потоків у часі.

Визначення сутності та значення терміна «флоут» у бухгалтерських і фінансових словниках, підручниках та навчальних посібниках доводять доцільність його застосування у практичній діяльності інституційних одиниць, поширеність у світовій практиці.

Метою статті є узагальнення виявлених особливостей застосування грошових активів публічних акціонерних товариств, акції яких зареєстровано на фондовому ринку України, визначення можливості використання показника «ринкова капіталізація» для оцінки вартості бізнесу.

Прагнення отримання чистого прибутку за результатами діяльності протягом тривалого періоду потребує від суб'єкта господарювання раціонального розподілу чистого прибутку на розвиток і споживання. Для використання чистого прибутку за цільовим призначенням після завершення звітного пе-

ріоду, на конкретну дату, він має бути нарахований, а на банківському рахунку підприємства і в касі має бути сума коштів, яка дорівнює фінансовому результату або є більшою за фінансовий результат.

Таке теоретичне допущення, як правило, не реалізується на практиці. Типовою є ситуація, коли залишок коштів на кінець року є значно меншим, ніж нарахований чистий прибуток за результатами господарської діяльності. Так, наприклад, у ПАТ «ХТЗ» сума чистого прибутку була більше суми залишку коштів на кінець 2010 р. у 9,8 раза, а на кінець 2011 р. – у 80 разів. Згідно зі звітністю й аудиторськими висновками підприємство мало у 2010 та 2011 рр. суттєві суми нерозподіленого прибутку і суми нарахованих, але несплачених дивідендів. Рішення про розподіл чистого прибутку, нарахованого за результатами господарської діяльності у 2009 і 2010 рр., підприємство приймало в квітні 2011 р. Станом на 12.04.2011 р. залишок несплачених дивідендів за 2009 р. дорівнював 588,3 млн грн, за 2010 р. – 789,7 млн грн [6, 9].

Вартісні складові чистого прибутку, трансформовані у грошові активи, які надходили на банківські рахунки або в касу за результатами реалізації продукції, авансів від покупців і замовників, у формі інших надходжень, використані на забезпечення операційної діяльності, придбання необоротних активів, частково на сплату дивідендів тощо. У той же час норма нагромадження ( $R$ ), розрахована як співвідношення частки доходу, яка підлягає капіталізації ( $D_k$ ), і загальної суми чистого прибутку, отриманого за рік ( $D_r$ ), дорівнює таким показникам: 2010 р. – 12,0%; 2011 р. – 4,6%. Тобто за розрахунком за формулою  $R = D_k / D_r$  на розвиток направлено тільки 12,0 і 4,6% отриманого підприємством чистого прибутку відповідно у 2010 і 2011 рр.

За результатами звітного року не всі акціонери підприємства отримують свою частку чистого прибутку у формі дивідендів, а підприємство активно використовує такі кошти для забезпечення поточного розвитку. У зв'язку з таким використанням коштів виникають певні питання. За яких умов можливе використання фінансових ресурсів акціонерів акціонерним товариством як обігових коштів, як фінансового ресурсу, який «закриває» дебіторську заборгованість і забезпечує можливість фінансування оперативної діяльності? Як впливають такі дії акціонерів і менеджерів на курс акцій і відповідно на розмір ринкової капіталізації?

Для відповіді на поставлені питання розглянемо ключові елементи, які характеризують якість управління грошовими потоками підприємства і досліджують науковці, спираючись на досвід корпоративного управління. Перш за все зосередимо увагу на управлінні грошовими потоками у процесі оперативної діяльності.

У навчальному курсі «Фінансовий менеджмент» І. Бланк визначає, що процес вибору найкращих форм організації грошових потоків із врахуванням умов та особливостей здійснення господарської діяльності – це оптимізація таких грошових потоків. До напрямів оптимізації грошових потоків він відносить збалансування їх обсягів, синхронізацію в часі та максимізацію чистого грошового потоку [4, с. 499].

Одним із методів досягнення синхронізації грошових потоків у часі визначається підвищення тісноти кореляційного зв'язку між грошовими потоками шляхом використання Системи прискорення-сповільнення платіжного обігу (або Системи лідс енд ледс). За визначенням автора, сутність цієї системи полягає в розробці на підприємстві таких організаційних заходів, які забезпечують прискорення залучення грошових коштів і затримання їх виплат в окремі інтервали часу для підвищення синхронності формування позитивного і від'ємного грошових потоків [4, с. 501].

Щодо затримки виплат коштів у короткостроковому періоді є цікавим використання флоут, тобто суми грошових активів підприємства, яка пов'язана з уже виписаними

підприємством платіжними документами – дорученнями, але ще не інкасована їх одержувачем. До платіжних документів – доручень відносять чеки, акредитиви тощо [4, с. 502; 5].

Флоут виникає і тоді, коли гроші відкладаються як фонд для непередбачених випадків або авансу, а потім обов'язково ці суми відшкодовуються [2].

Флоут відносять до інструментів управління грошовими активами підприємства тому, що така операція з коштами дає змогу покрити їх тимчасовий дефіцит. На суму платіжних документів, які виписано, але оплату за якими не проведено, підприємство має можливість провести ті чи інші розрахунки, збільшити середній залишок грошових активів.

Флоут (float) дослівно перекладається з англійської як плавати, але застосовується як спеціальний термін стосовно коштів, які з'явилися у зв'язку із затримкою щодо обробки чеків, або коштів, відкладених як фонд для непередбачених обставин, які мають повернутися після використання [2].

І. Бланк трактує флоут і як «суму грошових коштів», і як «період часу» між оформленням конкретного платіжного документа і фактом сплати грошової суми за цим документом [4, с. 502; 5]. Тобто флоут можна визначити як суму грошей, яка певний час плаває «не за цільовим призначенням» і допомагає суб'єкту господарювання вирішувати проблеми ліквідності у процесі оперативної діяльності.

Коли підприємство використовує нараховані, але не виплачені акціонерам дивіденди, воно теж користується дуже специфічним грошовим фондом, який належить акціонерам. Специфічним грошовим фондом виступає й нерозподілений прибуток минулих років.

В економічній літературі аналізуються переваги та недоліки використання коштів, сформованих за рахунок власних джерел, на ті чи інші потреби в різні часові інтервали. Так, Н. Федосов доводить імовірність зменшення балансової вартості комерційної організації за умов одночасної виплати дивідендів і погашення простроченої кредиторської заборгованості за рахунок залученого капіта-

лу. На прикладі простої моделі він виводить ефект «збідніння» організації, коли переважає рішення щодо виплати дивідендів, а не рішення погасити прострочену кредиторську заборгованість, яка погашається за рахунок залучених коштів [11, с. 255-257]. Рациональним, за проведеними розрахунками, є першочергове використання отриманого чистого прибутку на погашення простроченої кредиторської заборгованості й відстрочення виплати дивідендів. Тобто термін виплати дивідендів регулюється залежно від фінансового стану організації. Оптимізації підлягає період виплати дивідендів, який визначається із врахуванням наявної сукупності чинників, спроможних впливати на фінансові показники за результатами звітних періодів.

Підтвердженням позитивного впливу формування «плаваючого» грошового фонду і його використання у процесі господарської діяльності можуть служити показники фінансової звітності ПАТ «ХТЗ» за результатами 2010 і 2011 рр.

Так, коефіцієнт фінансової стабільності ПАТ «ХТЗ», розрахований як відношення суми зобов'язань та суми доходів майбутніх періодів до вартості власного капіталу, дорівнював: на 01.01.2010 р. – 2,17, на 31.12.2010 р. – 1,43, на 31.12.2011 р. – 2,3 [6, с. 18; 9, ф. № 1]. Коефіцієнт показує, скільки позикових коштів припадає на 1 гривню власних коштів. Його нормативне значення не має бути вищим за одиницю. За даними 2010-2011 рр. на підприємстві значення коефіцієнта фінансової стабільності більш ніж у два рази перевищувало нормативний рівень, хоча на кінець 2010 р. залучення позикових коштів суттєво зменшилось, а саме на 34 %, порівняно із станом на перше січня.

Коефіцієнт абсолютної ліквідності, тобто відношення коштів до поточних зобов'язань, при нормативному значенні не нижче 0,2 дорівнював: на 31.12.2010 р. – 0,015, на 31.12.2011 р. – 0,0037 [6, с. 18; 9, ф. № 1]. Значення коефіцієнтів показують, що протягом двох років підприємство не мало змоги в дуже короткий відрізок часу погасити свої короткострокові зобов'язання тільки за рахунок коштів.

Проміжний коефіцієнт покриття (грошові кошти + дебіторська заборгованість +

витрати минулих періодів / поточні зобов'язання + доходи майбутніх періодів) дорівнював на кінець 2010 р. 1,77, а на кінець 2011 р. – 1,1, що вище нормативного значення (не нижче 0,7).

Опираючись на показники платоспроможності, доцільно зазначити, що підприємство мало проблеми щодо можливості в короткі терміни погашати свою короткострокову заборгованість своїми коштами та їх еквівалентами, залученням короткострокової дебіторської заборгованості.

У той же час і в 2010, і в 2011 рр. коефіцієнт ліквідності грошового потоку практично відповідав нормативному значенню, а саме дорівнював 0,99 при нормативі 1,0. Звісно, що коефіцієнт ліквідності грошового потоку розраховується як відношення суми коштів, які надійшли за звітний період (позитивний грошовий потік), до суми коштів, які витрачено за звітний період (від'ємний грошовий потік), тобто характеризує рівень збалансованості руху коштів. Дійсно, у межах звітних періодів, які аналізуються, підприємство отримувало кошти переважно від реалізації продукції і активно використовувало їх на оплату товарів, робіт, послуг, проводило авансові платежі, розрахунки з працівниками, бюджетом, державними соціальними фондами, здійснювало придбання необоротних активів, сплачувало дивіденди тощо [9, ф. № 3].

Водночас на підприємстві мало місце серйозне відволікання коштів у вигляді дебіторської заборгованості. Так, наприклад, у 2011 р. середньорічна дебіторська заборгованість за товари, роботи і послуги була в 5,7 рази більша за середньорічну кредиторську заборгованість за придбані товари, роботи, послуги [9, ф. № 1]. За проведеними розрахунками середній період, за який покупці розраховувалися за отриману продукцію, на підприємстві становив у 2010 р. 276 днів, а у 2011 р. – 134 дні.

У 2011 р. на підприємстві обсяг продажів збільшився в 2,3 рази. Для забезпечення економічного зростання необхідне додаткове фінансування, обсяги і джерела якого суттєво залежать від повноти використання активів підприємства, у тому числі коштів.

М. Бертонеш і Р. Найт у роботі «Управління денежними потоками» показують, як обіг коштів здатний впливати, тобто перешкоджати або сприяти, на зростання підприємства на прикладі такого показника, як тривалість обігу грошових коштів (Тогк) [3, с. 114-115]. Нами проведено розрахунок потреби у фінансуванні для забезпечення зростання продажів щодо ПАТ «ХТЗ» за різних значеннях Тогк за методикою, поданою у вищеназваній роботі.

Тривалість обігу грошових коштів розраховано як суму показників тривалості обігу товарно-матеріальних цінностей і тривалості обігу дебіторської заборгованості, зменшеної на тривалість обігу кредиторської заборгованості. За результатами 2011 р. на ПАТ «ХТЗ» показник «тривалість обігу грошових коштів» дорівнював 132 дням. Це свідчить про те, що в середньому кошти підприємства було «заморожено» у складі власних обігових коштів протягом 132 днів. Тобто це є час, протягом якого власні обігові кошти простоювали.

Приріст обсягу продажів потребує адекватного збільшення власних обігових коштів. За умов, що Тогк дорівнює 132 дням, підприємству необхідне додаткове фінансування на кожні 100,0 грн виручки у сумі 36,2 грн ( $36,2 = 132 \text{ дн.} / 365 \text{ дн.} \times 100,0 \text{ грн}$ ).

Розрахунок проведений згідно із запропонованою методикою, дозволяє визначити таке: для забезпечення приросту продажів в 2011 р. порівняно із 2010 р. на 233,0% підприємству необхідно було збільшити обігові кошти на суму 1,3 млрд грн.

Однак рішення щодо спрямування чистого прибутку, отриманого підприємством за результатами 2010 р. і нерозподіленого прибутку Товариства минулих років, на поповнення обігових коштів не було прийняте. За рішенням Загальних зборів ПАТ «ХТЗ» чистий прибуток за результатами діяльності у 2010 р. і всю суму нерозподіленого прибутку станом на 12.04.2011 р. направлено на виплату дивідендів [9, розд. XIII]. Станом на 31.12.2011 р. залишок невикористаних дивідендів на підприємстві дорівнював майже 1,4 млрд грн.

Нараховані, але невикористані дивіденди доцільно, за аналогією, визначити як флоут.

Адже, використовуючи флоут, менеджери мають можливість впливати на залишок грошових активів Товариства, збільшувати середній залишок коштів без додаткового вкладення фінансових ресурсів.

За результатами 2010 і 2011 рр. підприємство отримало прибуток, чистий прибуток і мало позитивні показники щодо рентабельності, у тому числі рентабельності, розрахованої за прибутком до оподаткування і після оподаткування. Суттєві коливання мав показник рентабельності, розрахований як відношення чистого прибутку до виручки. У 2010 р. він дорівнював 6,4%, а в 2011 р. – 12,6% [6, 9]. Такий розрив пояснюється, головним чином, досягнутим у 2011 р. обсягом продажів, який і генерував різницю щодо фінансових результатів діяльності за роками. Підприємство виконало поставлені завдання без додаткового залучення інвестицій, незважаючи на обтяжливу позицію щодо рівня дебіторської заборгованості.

Термін «флоут» має багатofункціональне призначення й використовується також для характеристики обігу цінних паперів на фондовій біржі. Так, у США він визначає частку цінних паперів корпорацій, які знаходяться на руках у публіки, а не в самих корпорацій [10]. В інвестиційному словнику проекту «k2kapital» флоут визначається як кількість акцій, які активно перебувають у процесі торгівлі на ринку, за винятком акцій, які утримуються керівництвом і найбільшими акціонерами компанії, тому що відносно цих акцій було погоджено, що вони забороняються до продажу доти, доки вони не будуть запропоновані кому-небудь іншому [7]. Тобто флоут надає кількісну характеристику цінним паперам, показує кількість акцій, які випущено на ринок і є доступними для здійснення публічних торгів на фондовій біржі. Відповідно флоут впливає на ліквідність акцій. Аналізу підлягає коефіцієнт «free-float», який і показує частку акцій товариства, що знаходиться у вільному обігу. Центральним щодо цієї процедури є питання достатності пропозиції акцій на ринку відносно існуючого на них попиту. За наявності високого попиту на конкретні акції, який не задовольняється реально існуючою пропозицією, ціни на акції мають тенденцію до збільшення, ви-

никає різниця між ринковою вартістю акції і ціною пропозиції, або спред. Зрозуміло, що існує конкретний інтерес суб'єкта фінансових відносин в отриманні різниці між курсом покупця і курсом продавця у процесі біржових торгів. Такий інтерес стимулює діяльність юридичних і фізичних осіб на фондовому ринку. Зворотною стороною такої активності служить формування відповідного курсу акції, який визначає рівень ринкової капіталізації ПАТ.

Як показує практика торгів цінними паперами взагалі, і в тому числі акціями, попит на них збільшується залежно від самого факту виплати дивідендів та їх розміру. При цьому частка акцій, які знаходяться у вільному обігу, щодо загальної кількості акцій Товариства може бути відносно мізерною.

Протягом 2011 р. на Фондовій біржі ПФТС м. Києва було укладено 134 угоди за акціями ПАТ «ХТЗ». Станом на 26.04.2013 р. було зафіксовано в обігу 182 тис. акцій (0,007% до їх загальної кількості) проти середньоденних 15 тис. за останні 3 місяці, і таку активність визначено як «велику кількість торгів»; 26.04.2013 р. у торгах брало участь 100,0 акцій при загальному обсязі пропозиції – 30400. За даними ПФТС free-float ПАТ «ХТЗ» дорівнює 2,0%. Для порівняння з іншими публічними акціонерними товариствами наведемо максимальні й мінімальні free-float із 20 найбільш ліквідних акцій української біржі, які застосовано фондовою біржею ПФТС (м. Київ) для розрахунку індексу ПФТС. Це «Центренерго» з рівнем free-float 21,7% і «Інтерпайп Нижнєдніпровський трубопрокатний завод» із рівнем free-float 2,36% [12]. Тобто невисокий free-float на ліквідність акцій не впливає. Але він надає якісну характеристику акціям в обігу. Якщо врахувати, що з серпня 2005 р. поправка на free-float визначається за методикою, згідно якої з розрахунку «исключаются акции, находящиеся в собственности государства, эмитента, стратегических инвесторов, менеджмента и трудового коллектива, в перекрестном владении» [13], доцільно допустити, що щодо ПАТ «ХТЗ» рівень капіталізації визначається акціонерами, які мають незначну кількість акцій, але претендують на регулярне отримання дивідендів.

Аналітики фондового ринку відзначають, що акціонери ХТЗ протягом 2004-2011 рр. приймали рішення щодо виплати дивідендів і менеджери проводили такі виплати [1]. Відповідно акції мали високий рейтинг. За результатами лістингу на фондовій біржі акції ХТЗ у 2010 і 2011 рр. входили до котирувального списку другого рівня [8].

Високе завантаження потужностей заводу у 2011 р. та оптимістичні прогнози щодо прибутковості у 2011 р. визначили позитивні тенденції відносно біржового курсу акцій ПАТ «ХТЗ». Так, із початку 2011 р. акції товариства збільшили свою курсову вартість на 24,0%, у цей же час індекс УБ зріс на 4,3%. Найвища ціна на цінні папери ПАТ «ХТЗ» у 2011 р. склала 1,23 грн за одну акцію, найнижча ціна – 0,92 грн за одну акцію.

У грудні 2011 р. аналітики надавали такий коментар по акціях ПАТ «Харцизький трубний завод»: «якщо розглядати дохідність акцій за 2011 р., отримаємо позитивний результат: ціна акцій HRTR знизилась на 20%, а індекс УБ – на 40%. Наразі акції торгуються близько 1,0 грн за одну акцію» [1]. Біржовий курс однієї акції станом на день укладання останнього у звітному 2011 р. біржового контракту становив 0,9336 грн на одну акцію.

У 2012 р. на ПАТ «ХТЗ» суттєво знизилася завантаження виробничих потужностей. Аналітики відзначали, що на часовому інтервалі в один рік акції Харцизького трубного заводу мали низхідну лінію тренду. Річна доходність склала -35%, тоді як індекс УБ впав майже на 40% [1].

У квітні 2013 р. акціонери ПАТ «ХТЗ» прийняли рішення відмовитися від виплати дивідендів за 2012 р. Після рішення акціонерів 09.04.2013 р. котирування Харцизького трубного заводу обвалилося на 25,0%.

Станом на 30.04.2013 р. мінімальна ціна за одну акцію дорівнювала 0,5149 грн, а максимальна – 0,5249 грн. За рік біржовий курс акцій знизився на 59,06%.

У 2012 і 2013 рр. знизився рейтинг акцій ХТЗ. З котирувального списку другого рівня вони перемістились у список цінних паперів, допущених до обігу.

Коливання щодо курсу акцій позначилися на рівні капіталізації ПАТ «ХТЗ». Так, капіталізація ринкова у 2011 р. (біржовий курс однієї акції станом на день укладання останнього у звітному 2011 р. біржового контракту становив 0,9336 грн на одну акцію) дорівнювала 2 425 955 044, 032 грн, або 2,4 млрд грн. Якщо розрахувати капіталізацію за біржовим курсом на кінець квітня 2013 р., то її буде визначено у сумі 1 350 957 612,88 грн (0,51199 грн x 2 598 495 120 шт.), або 1,350 млрд грн, тобто рівень оцінки бізнесу у 2013 р. порівняно з 2011 р. знизився майже у 1,8 раза.

Продаж і покупка того обсягу акцій, які беруть участь в обігу на фондовому ринку, не може привести до заміни власника та менеджерів на більш ефективних, спроможних забезпечити щорічну прибутковість підприємства. Наприклад, для ПАТ «ХТЗ» забезпечення оптимального рівня прибутковості можливе лише за умов раціонального використання наявних активів, а тому достатнього обсягу замовлень на продукцію підприємства.

Володіння контрольним пакетом акцій і небажання таких акціонерів розподіляти владу і власність впливає на можливості фінансування розвитку. Додаткова емісія акцій стримується тому, що права власників є нестійкими, права інвесторів недостатньо захищеними. Перевага віддається коштам, які отримано від основної діяльності. Тому реінвестування прибутку доцільно розглядати як основне джерело фінансування розвитку. Але, як свідчить практика управління, менеджери активно використовують нерозподілений прибуток, а також залишки несплачених дивідендів.

Рішення щодо виплати дивідендів та їх часткова виплата підвищують попит на акції, зростання ціни акції й рівень ринкової капіталізації. Рішення про невиплату дивідендів суттєво знижує попит на акції, їх ціну й рівень ринкової капіталізації.

В умовах коли власник акцій змінюється тільки в межах 2,0% акцій і ніяк не спроможний впливати на прийняття управлінських рішень, показник ринкової капіталізації є достатньо умовним щодо характерис-

тики вартості бізнесу. Але з урахуванням залежності між прибутком підприємства, можливістю отримати дивіденди за акціями, попитом на акції показник ринкової капіталізації характеризує доцільність проведення додаткової емісії акцій за умов їх продажу на ринку у відкритому режимі.

Використання несплачених акціонерам дивідендів за наявності рішення товариства щодо їх виплати за результатами того чи іншого календарного року позитивно впливає на результати поточної діяльності товариства, забезпечення підприємства обіговими активами. Власники контрольного пакета акцій не вибирають дивіденди на поточне споживання, а наняті ними менеджери використовують кошти, які тимчасово «осідають» в оперативній та фінансовій діяльності, підтримують безперервність відтворювального виробничого процесу.

Таким чином, щоб зберегти структуру власності у відкритому акціонерному товаристві, головні власники стримують власне поточне споживання для забезпечення підприємства коштами у процесі проведення господарської діяльності. При прийнятті управлінських рішень вони не орієнтуються на показник ринкової капіталізації.

На сьогодні окремі публічні акціонерні товариства присутні на Українській фондовій біржі, але представлені вони там міноритарними акціонерами, які й визначають біржовий курс акцій, що коливається залежно від рівня прибутковості підприємства за результатами звітних періодів і рішень щодо виплати дивідендів. Ціни акцій формують рівень ринкової капіталізації ПАТ.

Обіг тільки міноритарних акцій не сприяє об'єктивному визначенню рівня капіталізації публічного акціонерного товариства, може суттєво занижувати кількісну характеристику бізнесу. Тому для підтримки рівня капіталізації підприємства суб'єкти, які володіють контрольним пакетом акцій, мають акцій більше ніж 5,0% і не беруть участі у торгах на фондовій біржі, повинні приймати рішення щодо виплати дивідендів із урахуванням «дрібних гравців».

У світовій практиці на фондових ринках сформовано найбільш діючий механізм

забезпечення фінансовими ресурсами публічних акціонерних товариств. На провідних фондових ринках, як правило, ліквідні акції мають високий коефіцієнт free-float.

Незацікавленість українського бізнесу в залученні капіталу через додаткову емісію акцій ставить питання щодо доцільності перебування таких ПАТ на фондовому ринку. Якщо в Україні буде прийнято законодавче рішення про примусовий викуп акцій міноритаріїв, це може підштовхнути ПАТ із низьким рівнем free-float до виходу з фондового ринку.

Створення в Україні ефективних механізмів залучення додаткових коштів публічними акціонерними товариствами для забезпечення подальшого розвитку потребує законодавчих змін щодо захисту прав власників та інвесторів.

### Література

1. Аналитика и новости рынка [Электронный ресурс] / Сайт КУА «КІНТО». – Режим доступа: [www.kinto.com/](http://www.kinto.com/).
2. Балтийский институт экономики и финансов. Джон, С.Э. Уроки приватизации в России / С.Э. Джон. – с. 5-9... Финансы [Текст]: Толковый словарь: англо-русский / ред. И.М. Осадчая. – 2-е изд.... Батлер, Байен; Джонсон, Брайен; Сидуэл, Грэм; Вуд, Эндрю; Клаттербак, ... / М.: «ИНФРА-М», Изд-во «Весь Мир». – 2000. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [Bief.ru:1212/.../sqiirbis\\_64.exe?...%3EA%3D%DЖO\\$%3C](http://Bief.ru:1212/.../sqiirbis_64.exe?...%3EA%3D%DЖO$%3C).
3. Бертонеш М. Управление денежными потоками / М. Бертонеш, Р. Найт. - СПб.: Питер, 2004. – 240 с.
4. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс. – 2-е изд., перераб. и доп. / И.А. Бланк – К.: Эльфа, Ника-Центр, 2004. – 656 с.
5. Бланк И.А. Словарь финансового менеджера / И.А. Бланк [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.consensus-audit.ru/dic/blank/flout](http://www.consensus-audit.ru/dic/blank/flout).
6. Висновок незалежного аудитора про фінансову звітність ВАТ «Харцизький трубний завод» станом на 31.12.2010 р. Аудиторська фірма тов. «Донбас-аудит» [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://pipe.metinvesttholding.com>.
7. Инвестиционный словарь проекта "k2kapital" [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [vocable.ru/dictionary/100/word/flout](http://vocable.ru/dictionary/100/word/flout).
8. Рейтинг пільгових цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступа: [www.ux.ua/ru/m/10/9639/20120210-komentar-po-aksyah-pat-narcizkiy.aspx](http://www.ux.ua/ru/m/10/9639/20120210-komentar-po-aksyah-pat-narcizkiy.aspx).
9. Річна інформація ПАТ «ХТЗ» [Електронний ресурс] / Веб-сайт емітента. – Режим доступа: <http://pipe.metinvesttholding.com>.
10. Терминологический словарь банковских и финансовых терминов [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [dik.academic.ru/dic.nsf/fin\\_enc/11694](http://dik.academic.ru/dic.nsf/fin_enc/11694).
11. Федосов Н.К. Уменьшение балансовой стоимости коммерческой организации при одновременной выплате дивидендов и погашении просроченной кредиторской задолженности за счет заемного капитала [Электронный ресурс] / Н.К. Федосов. – Режим доступа: [http://pskqu.ru/projects/pgu/storage/wt/wt142/wt142\\_32.pdf](http://pskqu.ru/projects/pgu/storage/wt/wt142/wt142_32.pdf)
12. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступа: [www.pfts.com](http://www.pfts.com).
13. Шушковский В. Семейство индексов АUM: надёжные индикаторы украинского рынка акций [Электронный ресурс] / В. Шушковский. – Режим доступа: [ufc-capital.com.ua/new/news.php?lang=ru&link=company070706](http://ufc-capital.com.ua/new/news.php?lang=ru&link=company070706).

Надійшла до редакції 14.05.2013 р.