

УДК 330.322:658.152

П. В. Кухта,

*к. е. н., асистент кафедри менеджменту інноваційної та інвестиційної діяльності,
КНУ імені Тараса Шевченка*

ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ ДЖЕРЕЛ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

Розкрито принципи та узагальнено аналітичні підходи до оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства. Набуло подальшого розвитку обґрунтування доцільності застосування різних методичних підходів до визначення обсягів залучення позикових коштів при фінансуванні проектів.

Principles and analytical approach to optimization of sources of investment resources enterprise are explored and generalized. Feasibility of using different methodological approaches to the definition of amount borrowed resources to finance projects had considered and received further development.

*Ключові слова: інвестиції, інвестиційні ресурси, інвестиційна діяльність, оптимізація.
Key words: investments, investment resources, investment activities, optimization.*

ВСТУП

Прийняття ефективних управлінських рішень щодо формування капіталу, обґрунтування найбільш раціональної його структури на підприємствах України, зокрема в умовах підвищеного дефіциту інвестиційних ресурсів, нині набуває особливої актуальності. Основною метою формування інвестиційних ресурсів підприємства є задоволення його потреб у набутті необхідних інвестиційних активів та оптимізація їх структури з позиції забезпечення результативності інвестиційної діяльності. Ефективне формування інвестиційних ресурсів у розрізі окремих його джерел є найважливішою умовою фінансової стійкості підприємства. У свою чергу, обсяги та джерела формування інвестиційних ресурсів багато в чому визначаються структурою капіталу, що склалася на підприємстві в процесі його господарської діяльності, а також вартістю залучення капіталу.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Останнім часом у наукових дослідженнях проблемі оптимізації структури капіталу приділяють значну увагу. Дослідження цієї проблематики започатковано зарубіжними вченими. Так, Франко Модільяні та Мертон Міллер першими визначили концептуальні засади оптимізації структури капіталу [11]; подальшого розвитку інструментарій оптимізації набув у розробках Р. Хамади [2, с. 379—386], Т. Кони́на, М. Тамаркіна [14]. Певний внесок у сучасну практику забезпечення ефективності формування та оптимізації структури інвестиційних ресурсів зробили С. Ілляшенко [7], І. Бланк [1], Д. Черваньов [12], Т. Дорошенко [4], О. Давидов [3], а також І. Крейдич [9], Ю. Воробйов, А. Афанасьєв, С. Кравченко та ін.

НЕВИРІШЕНІ РАНІШЕ ЧАСТИНИ ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Проте донині відчувається брак комплексних досліджень, присвячених вирішенню

проблем раціонального використання інвестиційних ресурсів, оптимізації їх структури на підприємстві з урахуванням необхідності підвищення загальної ефективності інвестиційного процесу. Аналітичні перевірки розроблених різними дослідниками моделей показали, що часом вони не дають однозначних результатів. Окремі вдосконалення існуючих методичних підходів до оптимізації структури капіталу є досить цікавими в прикладному значенні, але низка питань так і не знайшли свого остаточного вирішення.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЗАВДАНЬ ТА ЦІЛЕЙ СТАТТІ

Метою статті є узагальнення принципів та сучасних методичних підходів до оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства, обґрунтування доцільності та обмежень у застосуванні окремих з них.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

У сучасній практиці оптимальною вважається структура капіталу, за якої забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом рентабельності активів підприємства і коефіцієнтом його фінансової стійкості, тобто являє собою таке співвідношення використання власних, позикових, залучених засобів, за якого максимізується ринкова вартість підприємства. Визначене співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел формування інвестиційних ресурсів має задовольняти вимоги розробленої інвестиційної стратегії підприємства. Таким чином, головними критеріями оптимізації співвідношення різноманітних джерел фінансування інвестиційної діяльності є: забезпечення високої фінансової стійкості підприємства; максимізація обсягів чистого прибутку від інвестиційної діяльності та загальної ринкової вартості підприємства.

Оскільки вартість окремих складових капіталу підприємства залежить від вартості окремих її компонентів, то виникає цілком логічне питання про можливість і доцільність урахування цих параметрів при оптимізації структури інвестиційних ресурсів підприємства. Щодо розв'язання цього питання побутують протилежні погляди та підходи.

Відомі американські вчені Франко Модільяні та Мертон Міллер першими визначили

концептуальні проблеми оцінювання вартості капіталу, розглянувши її з точки зору фінансового ринку в цілому, і поставили під сумнів традиційну точку зору про те, що борг дешевший від власного капіталу, а структура капіталу і дивідендна політика впливає на вартість підприємства [11]. Їх теорія, або "концепція незалежності" (індиферентності), ґрунтується на низці припущень та обмежень, більшість яких не є реалістичними. У своїх дослідженнях вони неодноразово переглядали й уточнювали свої теоретичні побудови, іноді приходячи до прямо протилежних висновків. Аналітичні перевірки моделей Модільяні-Міллера показали, що вона не дає точних та обґрунтованих результатів [2, с. 384—386; 8, с. 312—314].

Послідовники традиційної теорії вважають, що зростання частки запозичених засобів відносно загальної суми джерел довготермінового капіталу збільшує вартість власного капіталу та, відповідно, запозичених засобів, тому є можливість оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його середньозваженої вартості. І, як показала практика, оптимізації структури капіталу переважна більшість керівників підприємств відводять важливе місце в управлінні інвестиційною діяльністю. Така оптимізація є одним із найбільш складних завдань для інвестиційних аналітиків.

На зіставленні попередніх концепцій розвинулася компромісна теорія (заснована на дослідженнях М. Міллера, Р. Брейлі, С. Майерса, Р. Масюліса і деяких інших учених), яку підтримує і більшість сучасних економістів. Теорія компромісу включає низку реальних ринкових умов (податки, фінансовий ризик підприємства, первісні витрати по залученню капіталу) і припускає, що оптимальна структура капіталу формується під впливом багатьох факторів, які мають протилежну спрямованість. Критеріями оптимізації структури капіталу виступають рівень ризику і прибутковості.

Різні альтернативні підходи, що становлять основу концепції протиріччя інтересів (автори окремих положень — М. Гордон, С. Майерс, М. Дженсенс, Д. Галею, Г. Дональдсон та ін.), дали змогу розширити практичне застосування компромісної теорії за рахунок дослідження окремих факторів. Сутність концепції протиріччя інтересів відбивають теорії ієрархії джерел, асиметричної інформації, моніторингових витрат, сигнальна та деякі інші.

Проведений аналіз теоретичних концепцій формування структури капіталу показав, що оптимальна структура — досить гнучке поняття з погляду закордонних економістів і не припускає єдиного для всіх співвідношення різних її елементів. Навіть в умовах одного підприємства таке співвідношення може змінюватися в певному діапазоні значень залежно від зовнішніх і внутрішніх умов, а також обраного критерію оптимальності.

Сучасною економічною наукою сформовано широкий інструментарій для практичного вирішення проблем оптимізації структури інвестиційних ресурсів підприємства. При цьому переважає підхід, відповідно до якого оптимізація відбувається в контексті загального капіталу підприємства, а інвестиційні потреби розглядаються лише як додатково необхідний його обсяг. Цей підхід більшою мірою розповсюджений у західних країнах, проте він характерний і для низки вітчизняних та російських економістів. Основними критеріями такої оптимізації виступають: максимізація рівня прогнозованої фінансової рентабельності, максимізація вартості або прибутку підприємства, мінімізація вартості капіталу, мінімізація рівня фінансових ризиків, приведення до нормативних фінансових показників, що залежать від структури капіталу.

Основним інструментом теорій капіталу в закордонній науці є фінансовий леверидж, який дає змогу оптимізувати структуру інвестиційних ресурсів із урахуванням рівня доходності та ризику інвестицій; він характеризує використання підприємством запозичених засобів, що впливає на зміну коефіцієнта (рентабельності) власного капіталу (ROE).

Показник, що відображає рівень додаткового прибутку, який генерується на власний капітал за різної частки використання запозичених засобів, отримав назву "ефект фінансового левериджу" і розраховується за формулою

$$E_{\text{ФЛ}} = \frac{3K}{BK} \left(\frac{Pr^B}{Inv} - \bar{k}_{33} \right) (1 - T),$$

де $3K$ — величина (обсяг) запозиченого капіталу, грош. од.; BK — величина власного капіталу, грош. од.; Pr^B / Inv — відношення річного валового прибутку (без урахування відсоткових платежів за довготерміновими позиками) до середньої вартості активів, або коефіцієнт валової рентабельності активів, %; \bar{k}_{33} — середній розмір відсотків, що сплачуються

по запозичених засобах підприємства, %; T — ставка оподаткування прибутку підприємства, коеф.

Ефект фінансового левериджу полягає у тому, що чим вища частка запозичених засобів у загальній структурі капіталу підприємства, тим вищий рівень прибутку воно отримує на власний капітал (незначна зміна валового доходу може призвести до значної зміни чистого прибутку в умовах високого фінансового левериджу). Дія такого "важеля" пов'язана з ризиком: оскільки чим вище рівень левериджу, тим вищий ризик, що полягає у можливій нестачі засобів для виплати відсотків за довготерміновими позичками. Максимальний обсяг залучення позикових інвестиційних ресурсів має задовольняти граничний ефект фінансового левериджу та забезпечувати достатню фінансову стійкість підприємства (оскільки ринкова ціна акцій зазвичай перевищує балансову, частка позикового капіталу акціонерного товариства, вимірювана в ринкових оцінках, буде набагато нижча, ніж при використанні облікових величин).

Принциповим недоліком моделей, заснованих на ефекті фінансового левериджу, на нашу думку, є їх нездатність диференціювати різні складові елементи як власного, так і позикового капіталу, а також порівнювати коротко- і довгострокові їх види. За наявності у сучасного підприємства широкого спектра потенційних джерел фінансування такий підхід є неефективним.

Коефіцієнт рентабельності активів, або інвестицій (Return On Investment — ROI), — відношення чистого прибутку до суми всіх активів. Він є одним із основних індикаторів конкурентоспроможності та, як відомо, показує, скільки грошових одиниць отриманого чистого прибутку припадає на кожен грошову одиницю здійснених інвестицій. Однак необхідно зазначити, що результати можуть бути недостатньо об'єктивними в разі непередбачених змін співвідношення довготермінової заборгованості і власного капіталу, змін у податковому законодавстві тощо. Тому для визначення величини рентабельності з урахуванням змін у структурі інвестованого капіталу доцільно використовувати таку формулу:

$$ROI = \frac{ROE + k_{33} \cdot FL}{1 + FL},$$

де FL — коефіцієнт фінансового левериджу, визначається як відношення величини за-

позиченого капіталу до величини власного капіталу підприємства ($ЗК / ВК$).

Цікавий методичний підхід до визначення доцільності залучення позикових коштів до фінансування програм технічного розвитку підприємства запропоновано в роботах Д. Черваньова, Л. Нейкової [13, с. 232—233; 12, с. 109—110]. Підсумковою умовою, що виправдовує таке залучення, буде виконання нерівності:

$$\frac{\Delta Pr}{BK + 3K} / \left(\frac{1}{n} + \frac{k}{100} \right) > \frac{3K}{BK + 3K},$$

де ΔPr — приріст прибутку підприємства від реалізації інвестиційного проекту; $ЗК$, $ВК$ — відповідно запозичені та власні кошти, що спрямовуються на фінансування проекту, грош. од.; k — річна відсоткова ставка за кредит, %; n — термін погашення кредиту, років.

Права частина нерівності являє собою частку позикових коштів у загальних витратах на реалізацію проекту. Цей показник дає змогу оцінити рівень залежності підприємства від залучених позикових коштів та слугує критерієм їх обмеження, також він успішно характеризує стійкість становища підприємства. Недотримання цієї умови може призвести до зменшення розміру прибутку, одержуваного підприємством.

Аналіз цієї нерівності дає змогу виділити фактори, які необхідно брати до уваги під час вирішення питання про доцільність залучення позикових коштів. До них належать: рівень ефективності заходів, запланованих у програмі; рівень відсоткової ставки за кредит; термін надання кредиту; загальний обсяг витрат на здійснення інвестиційного проекту.

Чим більша ця нерівність, тим більший ефект одержує підприємство від реалізації проекту й тим виправданіше залучення позикових коштів. Відповідно, чим вища ефективність запланованих заходів, нижча відсоткова ставка плати за кредит, триваліші терміни його надання і чим більший обсяг фінансування проекту, тим більша ця нерівність. Отже, у таких випадках підприємство буде зацікавлено у збільшенні частки довготермінових кредитів під час фінансування інвестиційних проектів.

Інший вітчизняний дослідник С. Ілляшенко розробив методіку оцінювання внеску окремих джерел інвестиційних ресурсів у підвищення ефективності інвестування інноваційного розвитку суб'єктів господарювання [7, с. 199—205]. Проте зазначені підходи не вичерпують усіх

можливостей забезпечення ефективної структури капіталу.

Для визначення міри впливу структури капіталу на рівень ефективності довготермінового інвестування, як критерій оптимізації можна використовувати рентабельність власного капіталу [9, с. 22; 6, с. 232; 12, с. 135—137]. Детермінована модель залежності показника ROE від впливу ефективності капіталовкладень за всіма джерелами фінансування і структури інвестиційного капіталу виглядає так:

$$ROE = \frac{Pr^B \cdot (1-T) - k_{33}^{ef} \cdot 3K}{BK} = ROI + (ROI - k_{33}^{ef}) \frac{3K}{BK},$$

де k_{33}^{ef} — ефективна (скоригована на податкову ставку) вартість запозичених засобів підприємства, %.

Співвідношення "рентабельність — фінансовий ризик" (λ) використовується як критерій оптимізації структури капіталу підприємства, за якої досягається максимальний рівень ефективності використання власного капіталу і мінімізується фінансовий ризик. Його можна представити такою формулою:

$$\lambda = \frac{ROE}{FR} = \frac{(Pr^B - k_{33} \cdot 3K) \cdot (1-T)}{BK} / \frac{(k_{33} - Z) \cdot 3K}{BK + 3K},$$

де FR — показник фінансового ризику; Z — дохідність безризикованих цінних паперів, у частках одиниці.

Використовуючи показник середнього рівня постійних фінансових витрат, пов'язаних із обслуговуванням засобів підприємства, залучених із зовнішніх джерел фінансування його інвестиційних програм ($\bar{k}_{зовн. дж.}$, %), визначається структура капіталу, за якої підприємство зазнає найменшого фінансового тиску, пов'язаного з обов'язковими відрахуваннями засобів своїм інвесторам.

Величина ефективної $\bar{k}_{зовн. дж.}$ використовується також для розрахунку показника "прибуток на акцію" (EPS):

$$EPS = \frac{Pr^B \cdot (1-T) - \bar{k}_{зовн. дж.} \cdot 3Д}{3А},$$

де $3Д$ — середньозважена величина засобів, залучених із усіх зовнішніх джерел фінансування, у частині платежів, здійснених за рахунок чистого прибутку, грош. од.; $3А$ — середня кількість простих акцій підприємства, що обертаються на ринку цінних паперів, шт.

Якщо необхідно проаналізувати, якій структурі капіталу підприємства необхідно на-

дати перевагу у фінансуванні альтернативних інвестиційних програм (А та В), то на основі показника EPS визначають величину прибутку підприємства до оподаткування і сплати відсотків $(Pr^B)^*$ для кожної альтернативи, за

умови, що $EPS_A = EPS_B$. Величину $(Pr^B)^*$ прийнято називати точкою байдужості, і вона для двох альтернативних варіантів структури капіталу знаходиться із такого рівняння [5, с. 242—244]:

$$\frac{(Pr^B)^* \cdot (1 - T_A) - (k_{\text{звн.дос.}})_A \cdot 3I_A}{3A_A} = \frac{(Pr^B)^* \cdot (1 - T_B) - (k_{\text{звн.дос.}})_B \cdot 3I_B}{3A_B}$$

Є таке правило використання показника $(Pr^B)^*$: якщо фактичний прибуток нижчий за точку байдужості, то фінансування інвестиційної програми (проекту) економічно доцільніше здійснювати за рахунок власних засобів; якщо вище — доцільно використовувати запозичені засоби.

З метою мінімізації вартості залучення різноманітних форм фінансового кредиту використовується спеціальний показник — "грант-елемент", який характеризує міру відхилення вартості окремих комерційних кредитів із середньоринковою вартістю аналогічних кредитних інструментів.

При визначенні структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства, виходячи з вимог її оптимальності, іноді є доцільним розв'язання задачі лінійного програмування. Цільова функція має бути спрямована на виконання умови мінімізації середньозваженої вартості капіталу, а невідомі параметри мають відповідати системі обмежень, що вважаються пріоритетними на конкретному етапі розвитку підприємства (проте система обмежень складається мінімум з трьох лінійних рівнянь: загального обсягу необхідного капіталу підприємства, вимоги рівності коефіцієнта фінансування нормальному рівню та вимоги невід'ємності невідомих параметрів).

Підсумовуючи аналіз розглянутих методичних підходів до оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства, є доречним узагальнити основні принципи, яких, на нашу думку, доцільно дотримуватися під час розробки загальної оптимізаційної моделі:

— у реалізованих заходах, програмах та окремих проектах залучати максимальний обсяг власних інвестиційних ресурсів;

— недостатній обсяг власних ресурсів компенсувати за рахунок зовнішніх джерел (додат-

кового пайового капіталу власників або інших інвесторів, емісії акцій тощо);

— встановлювати ліміт використання позикових засобів в інвестиційній діяльності підприємства (максимальний обсяг залучення позикових інвестиційних ресурсів має задовольняти граничний ефект фінансового левериджу та відповідно забезпечувати достатню фінансову стійкість підприємства);

— забезпечувати мінімізацію вартості залучення інвестиційних ресурсів з різних джерел;

— урахувати співвідношення обсягів позикових інвестиційних ресурсів, залучених на коротко- та довготерміновій основі (це здійснюється, виходячи з інвестиційних цілей використання позикового капіталу в передбачуваний період, а також виходячи з вартості залучення цих ресурсів);

— забезпечувати високу фінансову стійкість підприємства на тривалу перспективу шляхом упорядкування джерел капіталу, що використовується у фінансуванні інвестиційних програм та проектів за окремими стадіями інвестиційного процесу.

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗРОБОК У ЦЬОМУ НАПРЯМКУ

Проведене дослідження показує, що основними проблемами сучасної практики оптимізації структури джерел інвестиційних ресурсів підприємства є такі:

— існуючі підходи, безумовно, дають змогу менеджерам обґрунтовувати рішення стосовно структури загального капіталу підприємства, проте припускають використання джерел фінансування проектів і програм розвитку підприємств протягом усього терміну їх реалізації;

— розглянуті вище методи не враховують вартість грошей у часі, що при істотних розходженнях у схемах фінансування не дасть змогу вибрати найбільш оптимальний варіант, а також не беруть до уваги безліч факторів, які можуть вплинути на процес формування структури капіталу (темпи та стабільність зростання обороту підприємства, структура податків та їх тягар, імовірність наступних інвестицій та настання ризикових подій, стан ринку коротко- і довгострокових капіталів, фінансова гнучкість підприємства, відношення кредиторів до підприємства, стратегічні цілі підприємства тощо). Однак будь-яких методів комплексного формалізованого врахування зазначених факторів при формуванні структури капіталу підприємства в працях як закор-

донних, так і вітчизняних економістів не пропонується;

— ризик певного проекту і вартість залучених під нього ресурсів можуть істотно відрізнятися від середніх по підприємству, що теж необхідно враховувати при оптимізації структури капіталу;

— у сучасній вітчизняній науковій літературі з питань оптимізації джерел фінансування пропонуються ідеї одночасного використання декількох критеріїв оптимальності та вибору залежно від пріоритетів цільової структури капіталу. Проте за своєю сутністю вибір оптимального співвідношення джерел фінансування є багатокритеріальним оптимізаційним завданням, оскільки потребує одночасного врахування багатьох чинників, що в межах однієї методики виконати у повному обсязі зазвичай неможливо;

— практично всі методи формування структури капіталу в зарубіжній практиці побудовані на реакції ринку на зміну фінансового левериджу підприємства. Проте далеко не всі акції українських підприємств пропонуються у вільну торгівлю, і ринок не може відреагувати на зміну структури капіталу зниженням або підвищенням ринкової вартості цінних паперів;

— нерозвиненість довгострокового ринку інвестиційних ресурсів зумовила потребу в порівняльній оцінці ефективності довгострокового і короткострокового фінансування, але більшість методів оптимізації структури інвестиційних ресурсів не враховує можливість зміни джерела фінансування в процесі реалізації проекту.

Аналіз вітчизняної практики свідчить, що проблема ефективного управління формуванням інвестиційних ресурсів підприємства залишається недостатньо розробленою. Вітчизняні підприємства не мають конкретної методики щодо вибору джерел фінансування та визначення оптимальної їх структури. Розгляд основних аналітичних підходів до визначення оптимальної структури джерел формування інвестиційних ресурсів показує, що вони не є комплексними, а їх використання не дає змоги підприємствам ефективно проводити процес оптимізації структури капіталу, а це, відповідно, знижує потенційну прибутковість господарської діяльності.

Література:

1. Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. — К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. — 512 с.

2. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент: у 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; [пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева]. — СПб.: Экономическая школа, 2000. — Т. 1. — 497 с.

3. Давыдов А. Оптимальная структура источников финансирования инвестиций на предприятии / А. Давыдов // Экономика Украины. — 1994. — № 11. — С. 84—88.

4. Дорошенко Т. В. Формування оптимальної структури інвестиційних ресурсів на підприємстві / Т.В. Дорошенко // Фінанси України. — 2002. — № 9. — С. 134—137.

5. Ендовицкий Д.А. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики: учеб. пособие / Д.А. Ендовицкий; [под. ред. А.Т. Гиляровской]. — М.: Финансы и статистика, 2003. — 352 с.

6. Ендовицкий Д.А. Практикум по инвестиционному анализу: учеб. пособие / Д.А. Ендовицкий, Л.С. Коробейникова, Е.Ф. Сысоева; [под. ред. Д.А. Ендовицкого]. — М.: Финансы и статистика, 2001. — 240 с.

7. Ілляшенко С. М. Управління інноваційним розвитком: проблеми, концепції, методи: навч. посіб. / С.М. Ілляшенко. — Суми: ВТД "Університетська книга", 2003. — 278 с.

8. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В.В. Ковалев. — [2-е изд., перераб. и доп.]. — М.: Финансы и статистика, 1999. — 512 с.

9. Крейдич І. Аналітичні підходи в обґрунтуванні структури інвестиційного капіталу / І. Крейдич // Економіка, фінанси, право. — 2002. — № 2. — С. 21—23.

10. Міждисциплінарний словник з менеджменту: навч. посіб. / [за ред. Д.М. Черваньова, О.І. Жилінської]. — К.: Нічлава, 2011. — 624 с.

11. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер; [пер. с англ.]. — [2-е изд.]. — М.: Дело, 2001. — 272 с.

12. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: навч. посіб. / Д. М. Черваньов. — К.: Знання-Прес, 2003. — 622 с.

13. Черваньов Д.М. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України: [монографія] / Д.М. Черваньов, Л.І. Нейкова. — К.: Т-во "Знання", КОО, 1999. — 514 с.

14. Conine T. Divisional Cost of Capital Estimation: Adjusting for Leverage / T. Conine, M. Tamarkin // Financial Management. — 1985. — Spring. — P. 54—58.

Стаття надійшла до редакції 10.10.2012 р.