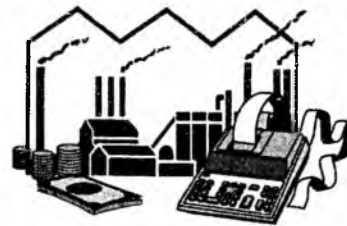


# ФІНАНСИ ГАЛУЗІ ТА ПІДПРИЄМСТВА



УДК 336.662.003.13

Савчук В.П.

## ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙ В КРАЇНАХ ІЗ ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

Проведено аналіз і систематизацію основних особливостей практики обґрунтування доцільності інвестицій в країнах із перехідною економікою. Сформульовано принцип узгодження процедури оцінки грошових потоків і вартості капіталу, що допоможе фахівцям з оцінки інвестиційних проєктів уникнути помилок у практичній діяльності.

The main peculiarities of grounding the expediency of investments in countries with a transitional economy have been analysed and systematized. The principle of negotiating the procedure of the cash flow and cost of capital estimation which will assist specialists to avoid mistakes in their practical activity when evaluating the investment projects has been formulated

Протягом п'яти останніх років своєї педагогічної і консалтингової діяльності автору довелося інтенсивно займатися просуванням західних технологій фінансового менеджменту в практичну діяльність українських підприємств. За цей час удалося проаналізувати і систематизувати основні помилки, що з'являлися в реальних інвестиційних проєктах, зокрема в їхніх фінансових розділах. Постулово прийшло відчуття того, що буквальний виклад основних технологій фінансового менеджменту, що описуються в добре відомих західних підручниках, не дає можливості українським фінансовим менеджерам правильно і повно зрозуміти сутність цих технологій і застосувати їх на практиці. Необхідне деяке переосмислення методичного підходу до викладу технологій оцінки ефективності інвестицій і практичного використання цих технологій. Цікаво відзначити, що великі західні інституціональні інвестори (Міжнародний Банк Реконструкції та Розвитку, Європейський Банк Реконструкції та Розвитку), заходячи зі своїм капіталом на "ринковий" простір країн СНД і не виявляючи необхідної професійної кваліфікації, прибігали до спрощених підходів щодо оцінки критеріїв доцільності інвестицій. У даній статті зроблено спробу узагальнити і систематизувати основні особливості підходів до обґрунтування доцільності інвестицій, що склалися в країнах з перехідною економікою, та запропоновано деякий узагальнений підхід, який доцільно використовувати в практичній діяльності підприємств.

Технологія інвестиційного проєктування з'явилася зовсім новим елементом економічного аналізу на неосяжних просторах країн колишнього Радянського Союзу. На той час, коли західний капітал перетнув межі країн СНД, на переважній більшості підприємств не вміли оцінювати ефективність інвестицій так, як це було потрібно відповідно до канонів інвестиційного проєктування. Нижче приведені характерні риси практичної реалізації процесу інвестиційного проєктування, що багато в чому зберігаються і донині.

Першою особливістю є нерозуміння поняття економічної сутності вартості капіталу як прибутковості альтернативного вкладення тих грошей, що використовуються як джерело фінансування розглянутого інвестиційного проєкту. На самому початку процесу переходу України до ринкової економіки мені нерідко доводилося чути фразу: "Адже це мої гроші, і тому вони нічого не коштують". Зараз прийшло розуміння того, що гроші "кошують" стільки,

скільки інвестор може заробити при альтернативній можливості їхнього інвестування в умовах, що розглянута проектом і альтернативна інвестиції мають однаковий ризик. Якщо ж ризик нової інвестиції вище, то інвестор вправі вимагати більш високої “віддачі” на свої гроші, вкладені в цей більш ризиковий проект. Незважаючи на це “розуміння”, у реальних проектах в якості ставки дисконту при розрахунку показника NPV (чистого сучасного значення проекту) використовується деякий фіксований показник, наприклад, 15%. Зовсім недавно мені довелося чути фразу “Торік ми використовували як дисконт 18%, а цього року – 15%”. Це небагато нагадує добре відомий жарт про “середню по лікарні температуру хворих”. Справа в тому, що прийнята для дисконтування грошових потоків ставка саме і повинна збігатися з вартістю капіталу. Якщо використовується і власний, і позичковий капітал, то це буде так називана середня зважена вартість капіталу, що позначається WACC. Чим вище вартість капіталу проекту, тим “сутужніше” проекту стати економічно обґрунтованим.

Друга особливість полягає в нерозумінні економічного змісту показників ефективності інвестицій NPV і IRR [1, 2]. Уже навчилися формально дисконтувати грошові потоки, приводячи їх до деякого моменту часу на початку проекту, але фінансовий зміст дисконтування залишається за межами практичного розуміння цього феномену. У свідомість фахівців з інвестиційного проектування не ввійшло розуміння того, що інвестиційний проект визнається доцільним, якщо грошові потоки (CF), що генеруються проектом, забезпечують дві умови:

- віддачу на вкладені гроші (доход інвестора);
- покриття вихідної інвестиції.

Як же перевірити виконання цих двох умов? Для цього треба розрахувати NPV проекту, тобто продисконтувати усі грошові потоки. Продисконтувати грошовий потік саме й означає відняти з нього доход інвестора. Потім усі вхідні грошові потоки з відрізними “доходностями” зіставляються із сумою інвестицій, тобто вихідними грошовими потоками. І якщо ця сума більше нуля, то проект приймається, як такий, котрий поверне вкладені гроші і забезпечить необхідний інвесторам доход.

Типовою помилкою нерозуміння економічного змісту NPV є відсутність узгодження між процедурою оцінки грошового потоку і ставкою дисконту. Неважко зрозуміти, що якщо дисконтування є процес “відрізання” прибутковості інвестора від вхідного грошового потоку, то віднімати процентні платежі в процесі розрахунку грошового потоку не треба, тому що вирахування процентних платежів і є, власне кажучи, дисконтування. Таким чином, існує небезпека того, що грошові потоки дисконтуються двічі – перший раз шляхом формального вирахування процентних платежів з операційного прибутку, а другий раз – у процесі формального дисконтування при розрахунку показника NPV. Дана особливість розрахунку NPV є типовою помилкою українських інвестиційних проектів.

Повернемося ще раз до економічного змісту NPV. Багато недосвідчених фінансових аналітиків вважають, що NPV – це та сума додаткових грошей, що принесе проект підприємству чи його власнику. Іншими словами, якщо NPV проекту, що розрахований на п’ять років, приміром, дорівнює \$250000, то цю суму можна одержати до закінчення проекту і, звичайно ж, сподіватися на її використання. Дана омана представляється дуже наївною. Уже через рік після початку проекту все може кардинально змінитися, як у крашу, так і в гіршу сторону. Високе позитивне значення NPV – це своєрідний запас міцності проекту на випадок негативних змін ринкових умов. Чим вище NPV, тим нижче ступінь ризику інвестора, як кредитного, так і прямого.

На закінчення цього багатоскладового пояснення відзначимо ще одну, третю особливість, що не лежить у площині методичного нерозуміння інвестиційних технологій. Ця особливість полягає в деякій полярності відносин до інвестиційного проекту кредитного і прямого інвестора. Вони і насправді полярні, тому що кредитний інвестор зацікавлений тільки в тому, щоб

повернути свої гроші й одержати відсотки. У той же час власник (прямий інвестор) прагне максимально заробити на проекті. У міжнародній практиці ці два напрямки поєднуються в рамках показника NPV: при прогнозуванні грошових потоків не враховуються процентні платежі кредиту і погашення основної частини боргу, а дисконтування проводиться по WACC, тобто з урахуванням і позичкового, і власного джерел фінансування. Якщо показник NPV позитивний, то автоматично задовольняються інтереси і кредитора, і власника. В умовах країн з перехідною економікою власник має підвищений інтерес до власних грошей і їх використання. А кредитор дуже боїться того, що його гроші не повернуться назад. У цих умовах з'являється необхідність паралельно робити дві оцінки:

- 1) оцінку економіки проекту в цілому;
- 2) оцінку економічної ефективності власного капіталу за умови, що всі зобов'язання перед позичальником виконані.

Продовження статті є логічним наслідком відзначених вище характерних рис відношення до інвестиційного проектування в країнах з перехідною економікою. Нижче представлений узагальнений методичний підхід, що дозволяє вирішувати протиріччя, відзначене в останній третій особливості, і в той же час робить зрозумілим економічний зміст вартості капіталу і показників NPV і IRR [1, 2].

Відповідно до загальноприйнятих стандартів інвестиційного проектування інвестиція визнається доцільною, якщо показник чистого сучасного значення більше нуля, а внутрішня норма прибутковості вище вартості капіталу. Для того щоб не допустити помилки в розрахунку цих показників, сформулюємо принцип узгодження процедури прогнозу грошового потоку і розрахункової ставки дисконту. Суть принципу полягає в тому, що прогноз грошового потоку й оцінка вартості капіталу, прийнята як показник дисконту, повинні бути сполучені у вигляді єдиної розрахункової схеми. Цей принцип не "відкриває Америки", але для новачка в галузі використання технології інвестиційного планування буде відігравати роль своєрідного обмежника, що не дозволить йому зробити помилку. Відповідно до цього принципу, зокрема, при розрахунку грошового потоку фінансові витрати (процентні платежі) повинні ігноруватися, якщо у якості вартості капіталу приймається його зважена середня вартість.

Представляється доцільним виділити два підходи до оцінки ефективності інвестицій. Перший підхід назвемо традиційним. У рамках цього підходу буде оцінюватися ефективність усього бюджету капіталу. Другий підхід оцінює ефективність використання власних грошей інвестора, тому буде називатися методом власного капіталу. У першому випадку ми оцінюємо грошові потоки для проекту і порівнюємо їх із загальною сумою інвестицій, у другому випадку – грошові потоки тільки для власника та зіставляємо їх із сумою власного капіталу, використовуюваного для фінансування інвестицій. На рис. 1 показані характерні відмінності розглянутих підходів.

Варто підкреслити, що відзначені розходження не є принциповими з погляду оцінки результативності інвестицій у вигляді операційного прибутку. Мова йде тільки про узгодження схеми перерахування операційного прибутку в грошовий потік, з одного боку, і розрахункової ставки дисконту – з іншого. В обох методах стартовою позицією розрахунку грошового потоку буде прийнятий прибуток до амортизації, відсотків і податку на прибуток (*EBDIT*). Надалі ці два методи розглядаються окремо відповідно до [3].

Традиційний метод розрахунку показників ефективності має наступні особливості:

- як показник дисконту при оцінці NPV проекту використовується зважена середня вартість капіталу (WACC) проекту,
- у процесі ухвалення рішення на основі IRR-методу значення внутрішньої норми прибутковості проекту порівнюється з WACC,

– при прогнозі грошових потоків не враховуються процентні платежі та погашення основної частини кредитної інвестиції.

Відповідно до третьої особливості прогноз грошових потоків проводиться відповідно до схеми, представленої в таблиці 1.



Рис. 1. Два підходи до оцінки ефективності інвестицій

Таблиця 1

### Прогноз грошових потоків за традиційною схемою

	1-й рік	2-й рік	.... .	n-й рік
Чистий прибуток до амортизації, відсотків і податку на прибуток				
мінус амортизація				
<b>Чистий прибуток до податків</b>				
мінус податок на прибуток				
<b>Чистий прибуток</b>				
Добавки: амортизація				
вивільнення робочого капіталу				
залишкова вартість устаткування				
Додаткові грошові потоки в зв'язку зі зміною робочого капіталу				
<b>Чисті грошові потоки</b>				

Прокоментуємо деякі положення даної розрахункової схеми.

1. Амортизація додається до чистого прибутку, тому що не є грошовим відтоком і включається у валові витрати для цілей оподаткування.
2. Під “вивільненням робочого капіталу” розуміється обсяг інвестицій в оборотні кошти підприємства, пов’язаний зі збільшенням дебіторської заборгованості і товарно-матеріальних запасів, які до кінця проекту ліквідуються, що призводить до додаткового позитивного грошового потоку. Зрозуміло, що цей грошовий потік з’являється тільки в останній рік проекту.
3. Залишкова вартість устаткування також кваліфікується як позитивний грошовий потік в останній рік проекту, оскільки допускається, що устаткування буде продано за залишковою вартістю чи буде використано для цілей іншого проекту.
4. Додаткові грошові потоки в зв’язку зі зміною робочого капіталу з’являються в тому випадку, коли основні статті оборотних коштів підприємства (дебіторська заборгованість і товарно-матеріальні запаси) і короткострокових зобов’язань (кредиторська заборгованість) змінюються в процесі реалізації проекту. Це є, головним чином, наслідком зміни обсягу реалізації продукції підприємства. Дійсно, якщо обсяг реалізації збільшується відповідно до проекту на 10 відсотків, то пропорційно цьому збільшується дебіторська заборгованість. Наприклад, дебіторська заборгованість підприємства збільшилася протягом року з 50000 грн. до 62000 грн. Це означає, що борг підприємству з боку клієнтів зростає на 12000 грн., тобто підприємство “утрачає” 12000 грн. “живих” грошей. Отже, така зміна кваліфікується як негативний грошовий потік. Таке ж положення має місце для статті “товарно-матеріальні запаси”. Збільшення кредиторської заборгованості, навпаки, відповідає збільшенню грошового потоку.

Підкреслимо ще раз, що при розрахунку грошового потоку не були враховані процентні платежі і погашення основної частини боргу. Справа в тому, що дисконтування грошових потоків проводиться відповідно до показника дисконту, що дорівнює зваженій середній вартості капіталу (у який у якості одного з компонентів входить вартість боргу). При цьому всі дисконтовані грошові потоки при визначенні показника  $NPV$  порівнюються з загальною сумою інвестицій (у яку в якості одного з компонентів входить кредитна частка сукупності фінансових ресурсів, залучених до проекту). Нагадаємо, що процес дисконтування і наступне порівняння з вихідною інвестицією при оцінці показника  $NPV$  відповідає вирахуванню з грошових потоків доходу інвесторів (прямих і кредитних) і зіставленню сучасних значень грошових потоків з вихідним обсягом інвестицій (прямих і кредитних). Таким чином, якби ми відняли процентні платежі та виплату основної частини боргу під час прогнозу грошових потоків, ми тим самим врахували б борговий компонент двічі: один раз у прямому вигляді в таблиці прогнозів грошових потоків, а інший раз у процесі дисконтування й обчислення  $NPV$ .

Розрахункова схема для оцінки ефективності інвестицій складається з чотирьох етапів.

1. За допомогою таблиці 1 складаємо прогноз грошових потоків.
2. Виходячи зі структури фінансування інвестицій і вартості окремих компонентів (при заданій ставці податку на прибуток) оцінюємо зважену середню вартість капіталу  $WACC$ .
3. Робимо розрахунок показника  $NPV$  за наступною формулою:

$$NPV = -INV + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

де  $INV$  – сумарний обсяг інвестицій,  $r = WACC$ , а грошові потоки  $CF_1, CF_2, \dots, CF_n$  містяться в останньому рядку таблиці 1.

4. Якщо використовується  $IRR$ -метод, то значення показника  $IRR$  визначається за допомогою рішення рівняння:

$$\sum_{j=1}^n \frac{CF_j}{(1 + IRR)^j} = INV \quad (2)$$

Отримане значення внутрішньої норми прибутковості потім порівнюється зі зваженою середньою вартістю капіталу, і проект приймається з погляду фінансової ефективності, якщо  $IRR > WACC$ .

Відповідно до схеми власного капіталу розрахунок показників ефективності інвестиційного проекту проводиться при наступних допущеннях:

- як показник дисконту при оцінці  $NPV$  проекту використовується вартість власного капіталу проекту, причому як розрахунковий обсяг інвестицій приймаються тільки власні інвестиції,
- у процесі ухвалення рішення на основі показника  $IRR$  отримане в процесі оцінки проекту значення внутрішньої норми прибутковості проекту порівнюється з вартістю власного капіталу,
- при прогнозі грошових потоків враховуються процентні платежі і погашення основної частини кредитної інвестиції.

Прогноз грошових потоків проводиться згідно зі схемою, представленою в таблиці 2.

Таблиця 2

**Прогноз грошових потоків за ехемою власного капіталу**

	1-й рік	2-й рік	.....	n-й рік
Чистий прибуток до амортизації, відсотків і податку на прибуток				
мінус амортизація				
мінус процентні платежі				
<b>Чистий прибуток до податків</b>				
мінус податок на прибуток				
<b>Чистий прибуток</b>				
Добавки: амортизація				
вивільнення робочого капіталу				
залишкова вартість устаткування				
Мінус виплата основної частини боргу				
Додаткові грошові потоки в зв'язку зі зміною робочого капіталу				
<b>Чисті грошові потоки</b>				

Дана таблиця відрізняється від попередньої наявністю двох додаткових рядків: процентні платежі до податків і погашення основної частини боргу після податків.

Розрахунок показників ефективності проводиться за допомогою такої процедури.

1. За допомогою таблиці 2 складаємо прогноз грошових потоків.
2. Оцінюємо вартість власного капіталу компанії  $r$ .
3. Розраховуємо показник  $NPV$  за наступною формулою:

$$NPV = -INV_E + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}, \quad (3)$$

де  $INV_E$  – обсяг власних інвестицій,  $r = r$  (вартість власного капіталу), а грошові потоки  $CF_1, CF_2, \dots, CF_n$  містяться в останньому рядку таблиці 2.

4. Якщо використовується *IRR-метод*, то значення показника *IRR* визначається за допомогою рішення рівняння

$$\sum_{j=1}^n \frac{CF_j}{(1 + IRR)^j} = INV_E \cdot \quad (4)$$

Отримане значення внутрішньої норми прибутковості потім порівнюється з вартістю власного капіталу, і проект приймається, якщо  $IRR > r$ .

Таким чином, у рамках даної розрахункової схеми всі кредитні елементи інвестиційної схеми “вилучаються” у процесі розрахунку грошового потоку.

Приведені розрахункові схеми приводять принципово до однакового результату. Проте кількісні оцінки показників ефективності відрізняються.

Розглянемо приклад проекту, що має такі вихідні дані.

*Інвестиційні потреби* складають 500000 грн., з яких

- основні засоби 450000 грн.
- оборотні кошти 50000 грн.

*Джерела фінансування* даних інвестицій включають

- власні засоби в обсязі 200000 грн. з бажанням одержати 20% віддачі на рік,
- позикові засоби в обсязі 300000 грн. під 14% на рік.

Неважко підрахувати, що  $WACC = \left(\frac{2}{5}\right) \cdot 20\% + \left(\frac{3}{5}\right) \cdot 14\% \cdot (1 - 0,30) = 13,88\%$ .

Термін проекту 5 років.

Параметри операційної діяльності підприємства такі:

- обсяг продажу – 100000 виробів за рік,
- ціна продукції – 20,00 грн. за одиницю,
- перемінні витрати – 14,00 грн. на одиницю продукції,
- постійні витрати (без амортизації) – 300000 грн. за рік.

Спочатку для оцінки *NPV* будемо використовувати традиційний метод. Для цього проведемо прогноз грошових потоків по роках проекту (табл. 3).

Таблиця 3

Прогноз грошових потоків по роках проекту (грн.)

	Рік				
	1	2	3	4	5
Виторг	2000000	2000000	2000000	2000000	2000000
Перемінні витрати	1400000	1400000	1400000	1400000	1400000
Постійні витрати	300000	300000	300000	300000	300000
Амортизація	102386	79091	61096	47195	36457
Операційний прибуток	197614	220909	238904	252805	263543
Податок на прибуток	59284	66273	71671	75842	79063
Чистий прибуток	138330	154637	167233	176964	184480
Амортизація	102386	79091	61096	47195	36457
Залишкова вартість устаткування					123776
Вивільнення оборотних коштів					50000
Чистий грошовий потік	240716	233727	228329	224158	394714

\* Амортизація розрахована за українськими стандартами, чинними на момент підготовки рукопису при нормі амортизації 25% річних.

## BRANCH AND CORPORATE FINANCES

Розрахувавши NPV при ставці дисконту 13,88%, одержимо  $NPV = 385569$  грн. Значення внутрішньої норми прибутковості для даного випадку складе  $IRR = 40,69\%$ . Як видно з отриманих результатів, інвестиційний проект має високу ефективність, тому що внутрішня норма прибутковості набагато перевищує вартість капіталу.

Звернемося тепер до методу власного капіталу. Для початку складемо графік обслуговування боргу (табл. 4).

Прогноз грошових потоків у даному випадку виглядає таким чином (табл. 5).

Таблиця 4

Графік обслуговування боргу (грн.)

	Рік				
	1	2	3	4	5
Початковий баланс боргу	300000	254615	202876	143894	76654
Погашення боргу	45385	51739	58982	67240	76654
Відсотки	42000	35646	28403	20145	10731
Річна виплата	87385	87385	87385	87385	87385
Кінцевий баланс боргу	254615	202876	143894	76654	0

Таблиця 5

Прогноз грошових потоків (грн.)

	Рік				
	1	2	3	4	5
Виторг	2000000	2000000	2000000	2000000	2000000
Перемінні витрати	1400000	1400000	1400000	1400000	1400000
Постійні витрати	300000	300000	300000	300000	300000
Амортизація	102386	79091	61096	47195	36457
Операційний прибуток	197614	220909	238904	252805	263543
Процентні платежі	42000	35646	28403	20145	10731
Прибуток до податку	155614	185263	210502	232660	252812
Податок на прибуток	46684	55579	63151	69798	75843
Чистий прибуток	108930	129684	147351	162862	176968
Амортизація	102386	79091	61096	47195	36457
Погашення боргу	45385	51739	58982	67240	76654
Залишкова вартість устаткування					123776
Вивільнення оборотних коштів					50000
Чистий грошовий потік	165931	157036	149464	142817	310548

Грошові потоки вийшли в цьому випадку закономірно нижче. Розрахувавши NPV при ставці дисконту, рівній вартості власного капіталу 14%, одержимо  $NPV = 327500$  грн. Значення внутрішньої норми прибутковості для даного випадку складе  $IRR = 78,38\%$ . Висновок у відношенні ефективності проекту такий же оптимістичний, як і у випадку використання традиційного методу.

Порівнюємо кількісні оцінки показників ефективності. Насамперед, відзначаємо, що вони не збігаються. Що ж, оцінка того самого проекту залежить від того, який метод ми приймаємо? Чи правильно це?



Виявляється, що правильно. Справа в тому, що в рамках традиційного методу ми оцінюємо, наскільки ефективно працює весь капітал – і власний, і позичковий. В даному випадку, усі 500000 грн. У рамках же методу власного капіталу ми оцінюємо ефективність тільки власного капіталу, тобто наших власних 200000 грн. і виникає зустрічне питання: чому ж показники ефективності використання всього капіталу і тільки власного капіталу повинні збігатися? Це схоже на те, як відрізняються рентабельність чистих активів (*ROCE*) і рентабельність власного капіталу (*ROE*). Такий збіг можливий тільки тоді, коли частка позичкового капіталу дорівнює нулю.

Як видно з розглянутого приклада, обидва методи однаково добре “працюють”. Проте другий підхід, що припускає оцінку ефективності застосування власного капіталу, є більш наочним для кредитного інвестора і більш гнучким.

Справді, кредитний інвестор у процесі аналізу проекту може спостерігати по конкретних рядках розрахункової таблиці прогнозу грошових потоків процентні платежі та погашення основної частини боргу. Результуючий грошовий потік він розцінює як елемент гарантії платоспроможності підприємства. Дійсно, якщо підприємство не зможе реалізувати усі свої плани у відношенні обсягів реалізації і валових витрат, то це може знизити результуючі грошові потоки. Але наявність великих позитивних чистих грошових потоків підвищує впевненість кредитора в тому, що він поверне свої гроші й одержить відсотки, тому що має більш високий пріоритет.

Друга перевага схеми власного капіталу полягає в його більшій гнучкості. Якщо схема обслуговування боргу носить характер істотно неоднакових річних виплат, наприклад, кредитор може надати відстрочку від погашення основної частини боргу на два роки, то традиційна схема не “відчує” цієї особливості, тоді як у рамках схеми власного капіталу це адекватно відіб'ється на результатах оцінки ефективності проекту.

Розгляд обох підходів дозволяє всім зацікавленим у проекті учасникам більш комплексно і глибоко проаналізувати, наскільки добре буде працювати інвестиційний проект і прийняти більш усвідомлене рішення про доцільність участі в проекті і ризику цієї участі. Автор неодноразово застосовував цей підхід, виконуючи консалтингові проекти переважно для стратегічного вітчизняного інвестора. Необхідно відзначити, що у всіх випадках використання саме узагальненого підходу зустрічало повне розуміння замовника.

### *Література*

1. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М., 1997. – 1500 с.
2. Richard A Bredley, Stewart C. Myers Principles of corporate finance, Mc Grow Hill, inc., 1991 – 991 p.
3. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий. – К.: Издательский дом “МАКСИМУМ”, 2001.

*Рекомендовано до публікації д.е.н.,  
проф. Галушко О.С. 05.04.03*

*Надійшла до редакції  
30.03.03*