

FACTORII CE INFLUENȚEAZĂ PROCESUL DE GESTIUNE A FLUXURILOR DE MIJLOACE BĂNEȘTI LA ÎNTREPRINDERILE DIN REPUBLICA MOLDOVA

Drd. Iurie SPIVACENCO, ASEM

Procesul de gestiune a fluxurilor de mijloace bănești la întreprindere, deși constituie o sarcină a departamentului financiar, are implicații în activitatea celorlalte departamente și se referă la toate procesele din cadrul unei întreprinderi. Nu există decizie majoră la întreprindere, care să nu aibă implicații financiare directe sau indirecte și, de aceea, procesul de gestiune a fluxurilor de mijloace bănești trebuie să ia în considerație toate domeniile de activitate ale întreprinderii și să fie orientat spre maximizarea eficienței și, implicit, a valorii întreprinderii.

Cuvinte-cheie: fluxuri, mijloace bănești, factorii interni, factorii externi, grad de lichiditate.

JEL: G32

Introducere. Gestiunea fluxurilor de mijloace bănești se referă, în egală măsură, la gestiunea încasărilor și plăților, precum și la gestiunea deficitului sau excedentului de numerar. Este cert faptul că problemele cele mai mari, în procesul de gestiune, țin de o structurare optimă a încasărilor și plăților de numerar, ca să fie evitate deficitele. Evoluțiile economice sunt, deseori, imprevizibile, deci managementul întreprinderii trebuie să aibă soluții pentru fiecare situație, să anticipeze din timp eventualele deficite și să dispună de instrumentele necesare pentru a-l lichida. În cazul gestiunii deficitelor de mijloace bănești din întreprindere, un rol important revine disponibilității rezervelor interne ale întreprinderii, precum și accesului la sursele externe de capital.

Există mai mulți factori ce influențează deciziile privind gestiunea deficitului de mijloace bănești în întreprindere. Din punct de vedere al posibilității de influență și gestiune, considerăm oportună divizarea lor în factori externi (cei care nu se află sub controlul întreprinderii și afectează mai multe întreprinderi, însă, în mod diferit) și interni (cei care pot fi controlați total sau parțial de echipa managerială).

1. Material și metodă. Principalii factori externi sunt următorii:

Nivelul de dezvoltare economică a unei țări și faza ciclului economic – influențează direct deciziile managementului financiar în cadrul întreprinderii. Creșterea economică duce la creșterea bunăstării populației, creșterea consumului și, implicit, a cererii, ceea ce face ca întreprinderile să vândă mai mult, să-și sporească capacitățile de producție pentru a satisface creșterea de

FACTORS AFFECTING THE MANAGEMENT OF CASH FLOWS OF ENTERPRISES IN THE REPUBLIC OF MOLDOVA

Iurie SPIVACENCO, PhD student, ASEM

The management of cash flows in a company, though being the task of the finance department, has implications for other departments as well and covers all the processes within an enterprise. There is no major business decision that does not have direct or indirect financial implications. Therefore cash flow management must take into account all the fields of activity of the enterprise and be oriented towards maximization of efficiency and, implicitly, the value of the company.

Key words: flows, cash, internal factors, external factors, degree of liquidity

JEL: G32

Introduction. Cash flow management is equally related to the management of receipts and payments, as well as to the management of cash deficits or surpluses. It is clear that the biggest problems in management relate to the optimal structuring of cash receipts and payments in order to avoid deficits. Economic developments are often unpredictable, so that the company management should have solutions in every situation, anticipate in advance potential shortages and have the tools necessary to liquidate them. In the case of cash flow deficit management in a firm the availability of internal reserves of the enterprise and the access to external sources of capital play an important role.

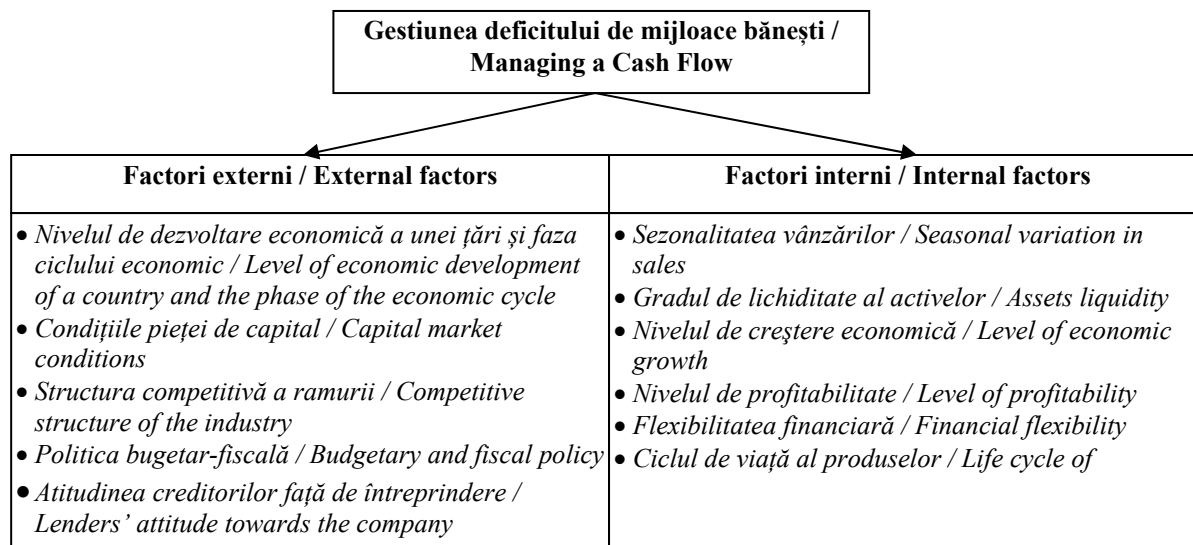
There are many factors that affect the decisions on the enterprise cash flow deficit management. According to the possibility of influence and management we consider it is appropriate to divide them into external factors, those that are not under the control of the enterprise and affect many businesses but differently, and internal ones that can be fully or partially controlled by the management team.

1. Material and methods. The main external factors are:

Level of economic development of a country and the phase of the economic cycle - directly affects the decisions of financial management in the enterprise. Economic growth leads to an increase in welfare, consumption and, implicitly, in demand, which makes businesses sell more and increase their production capacity in order to meet the increasing demand. In this way economic agents require more funding and demand more money. In their turn,

cerere. Astfel, crește necesarul de finanțare și cererea de bani din partea agenților economici. La rândul lor, instituțiile financiare beneficiază și ele de venituri mai mari, în situațiile de creștere economică, și participă mai activ la procesul de finanțare a activității întreprinderilor.

financial institutions also benefit from higher incomes under the conditions of economic growth and more actively participate in financing enterprises.



**Figura 1. Factori ce influențează gestiunea deficitului de numerar /
Figure 1. Factors affecting the cash flow deficit management**

Sursa: elaborată de autor / Source: elaborated by the author

Condițiile pieței de capital – condițiile existente, atât pe piețele valorilor mobiliare, cât și pe piețele monetare, pot avea o influență importantă asupra modului de finanțare a deficitului de mijloace bănești. De exemplu, actualmente, în Republica Moldova, piața valorilor mobiliare nu este lichidă, iar lipsa banilor la investitorii privați, practic, marginalizează posibilitățile agenților economici de a mobiliza fondurile necesare prin emisiuni de valori mobiliare. Excepție constituie valorile mobiliare emise de unele bănci comerciale.

Capital market conditions – the conditions existing both in securities and monetary markets can have a significant impact on how the cash flow deficit is funded. For example, currently in Moldova the securities market is not liquid, and the lack of money of private investors virtually limits the possibilities of economic entities to raise the necessary funds by issuing securities. The securities issued by some commercial banks may be considered an exception.

Structura competitivă a ramurii – capacitatea de a mobiliza capitalul depinde și de profitabilitate. Stabilitatea ratelor de rentabilitate este la fel de importantă ca și stabilitatea vânzărilor. Ușurința cu care noile firme pot să pătrundă în ramura economică respectivă și capacitatea firmelor concurente de a-și extinde capacitățile de producție influențează ratele de profit. O industrie în creștere este promițătoare din punct de vedere al marjelor de profit; însă, este, totuși, posibil ca aceste marje să scadă simțitor, dacă ramura economică respectivă este una, în care numărul de firme concurente poate crește extrem de repede. De exemplu, sistemul *franchising* pentru *fast food*-uri a fost foarte profitabil însă, era relativ simplu pentru noi firme să intre în acest gen de afaceri și să concureze cu firmele mai vechi. Pe măsură ce industria a ajuns la maturitate, capacitatea de producție a firmelor vechi și noi s-a extins accelerat, iar ratele de profitabilitate au scăzut. Și din contra, alte firme, din alte ramuri economice, sunt capabile să reziste mai bine presiunii concurenței, căci pot dispune de

Competitive structure of the industry - the ability to raise capital depends also on profitability. The stability of rates of return is as important as the stability of sales. The ease with which new firms can enter into the respective economic sector and the ability of competitors to expand their production capacities affect profit rates. A growing industry is promising in terms of profit margins; however, it is still possible that these margins will decrease sharply if the respective economic sector is the one in which the number of competing firms can grow very quickly. For example, the system of *franchising* in the *fast food* industry was very profitable, but it was relatively easy for new companies to enter this kind of business and compete with older firms. As this industry has matured, the production capacity of both old and new companies has expanded rapidly, but the rates of profitability have dropped. And, alternatively, other companies in other economic sectors are better able to withstand competitive pressure because they

facilități tehnice, de distribuție, patente etc., care sunt greu de copiat. Aceasta sugerează că marjele de profit pentru aceste firme nu vor fi influențate de apariția unor noi concurenți.

Impozitul pe venit – dobânda este o cheltuială deductibilă în scopuri fiscale, iar aceste deduceri au o valoare foarte mare pentru firmele care își desfășoară activitatea în țări cu presiune fiscală mare. Finanțarea prin împrumuturi a deficitului de numerar aduce avantajul de creștere a cheltuielilor privind plata dobânzilor și, implicit, reducerea plăților privind impozitul pe venit. Finanțarea prin surse proprii nu oferă acest avantaj și generează costuri fiscale suplimentare. Cu cât rata impozitului pe profit este mai mare pentru o anumită firmă, cu atât este mai avantajos pentru aceasta să utilizeze capitalul împrumutat.

Atitudinile creditorilor față de întreprindere – indiferent de analiza efectuată de manageri cu privire la factorii adecvați de îndatorare pentru firma lor, totuși, atitudinile creditorilor și ale agențiilor de clasament influențează frecvent deciziile de finanțare. În majoritatea cazurilor, societățile pe acțiuni discută necesarul de finanțare pe care planifică să-l mobilizeze cu ofertantul de credit și acordă o pondere importantă sfaturilor acestora. Atunci, când echipa managerială este atât de sigură de viitor și caută să utilizeze levierul financiar, încât se depășesc normele din industria respectivă, ofertantul de credit ar putea să nu fie dispus să accepte astfel de creșteri ale capitalului împrumutat, sau – poate accepta acest lucru, însă la un preț ridicat.

Factorii interni ce trebuie luați în considerație de către echipa managerială, atunci când decide asupra politicilor de gestiune și finanțare a deficitului de mijloace bănești, se referă la următoarele aspecte:

Sezonalitatea vânzărilor – o firmă, care are vânzări relativ stabile, poate să folosească capital împrumutat într-o proporție mai mare și poate suporta cheltuieli fixe mai mari, decât o companie care are vânzări instabile. Sezonalitatea vânzărilor (cifrei de afaceri) este dată de variațiile înregistrate în cadrul perioadei analizate (în cadrul anului, trimestrului sau chiar lunilor). Atribuirea caracterului sezonier cifrei de afaceri are implicații asupra activității de aprovizionare și gestionare a stocurilor, asupra organizării sistemului de distribuție cât și asupra fluxurilor financiare degajate.

Caracterul sezonier al veniturilor și aprovizionării, la fel ca situația economică, gradul de dezvoltare al sistemului financiar-bancar și ciclul de viață al produselor comercializate trebuie luate în considerație atunci când întreprinderea adoptă decizii de formare și repartizare a surselor de mijloace bănești și de gestiune operativă a fluxurilor financiare.

Gradul de lichiditate al activelor – firmele, ale căror active sunt adecvate pentru a fi folosite ca garanție pentru credite, tind să utilizeze cât se poate de mult capitalul împrumutat la finanțarea deficitului de numerar. Astfel, activele pe termen lung pot fi utilizate pentru obținerea de credite ipotecare. Activele care pot fi folosite în multiple scopuri, în diferite afaceri, și care dispun de o piață care permite transformarea lor în bani, reprezintă niște garanții

may have technical and distribution facilities, patents etc. which are difficult to copy. This suggests that profit margins for these companies will not be affected by the emergence of new competitors.

Income tax - interest is a deductible expense for tax purposes, and such deductions have great value for the companies operating in countries with high fiscal pressure. Loan financing of cash flow deficit brings the advantage of increasing spending on interest payments and thus reducing income tax payments. Equity financing does not offer this advantage and generates additional tax costs. The higher the corporate profit tax rate for a company, the more advantageous it is for it to use loan capital.

Lenders' attitude towards the company - regardless of the analysis carried out by managers on appropriate factors for their company's debt facilities, still the attitudes of lenders and first-rate agencies frequently affect the funding decisions. In most cases, joint-stock companies discuss with the credit provider the needs for financing they plan to raise and take into account the pieces of advice of the latter. When the management team is so sure of the future and seeks to use financial leverage so that the industry limits are surpassed, the credit provider may be unwilling to accept such increase in loan capital, or may accept it only at a high cost.

Internal factors that are to be considered by the management team when deciding on the policies on cash flow deficit management and financing are related to the following aspects:

Seasonal variation in sales - a company with relatively strong sales may use loan capital to a greater degree and may incur higher fixed costs than a company with unstable sales. Seasonal variation in sales (turnover) is provided by variations in the period under review (in the course of a year, a quarter or even months). Assigning seasonal characteristic to the turnover has implications for the inventory supply and management, the organization of the distribution system and available cash.

The seasonal nature of revenues and supply, as well as the economic situation, the banking and financial system development level and the life cycle of products marketed are to be considered when the enterprise makes decisions on accumulating and allocating financial resources and on operatively managing cash flows.

Assets liquidity – the companies, whose assets are sufficient to be used as collateral for loans tend to use as much as possible loan capital for cash flow deficit financing. Thus long-term assets can be used to obtain mortgages. Assets, which can be used for various purposes in different businesses and which have a market that allows their conversion into money, represent some valid guarantees, whereas assets with special features do not represent sufficient guarantees. Construction companies tend to use more

valabile, în timp ce activele cu caracteristici speciale nu reprezintă garanții adecvate. Firmele din construcții tind să folosească în mare măsură capitalul împrumutat, iar companiile de înaltă tehnologie și cele care au o rată accelerată de creștere folosesc mai puțin capitalul împrumutat. Întreprinderilor din industria alimentară, ale căror active nu reprezintă o lichiditate certă, li se limitează accesul la resursele împrumutate.

Un alt aspect legat de lichiditatea activelor îl constituie probabilitatea insolvenței și riscurile asociate cu aceasta. Pe măsură ce nivelul îndatoririi crește, probabilitatea insolvenței crește și ea. Falimentul este costisitor, iar creșterile gradului de utilizare a levierului financiar determină creșterea valorii estimate a costurilor de falimentare (suma probabilităților de falimentare înmulțită cu costurile de falimentare), fapt ce generează scăderea valorii pe piață a firmei. Companiile cu vânzări stabile pot avea costuri de faliment ridicate; însă, deoarece probabilitatea falimentului este mică, costurile estimate de falimentare sunt și ele scăzute. Astfel, aceste firme pot să lucreze cu rate mari de îndatorare. De exemplu, stabilitatea vânzărilor pentru companiile din infrastructură – conducte de transport al gazului natural, distribuitori de gaz, companii de telecomunicații, distribuirea energiei electrice etc. – permite acestor companii să utilizeze sume mari de capital împrumutat. În același timp, întreprinderile din industria alimentară, cu activitate sezonieră, nu-și pot permite să mizeze foarte mult pe împrumuturi.

Nivelul de creștere economică – firmele cu o rată de creștere mai rapidă trebuie să se bazeze mai mult pe finanțare cu capital împrumutat, deoarece o creștere mai mare necesită finanțarea activelor curente într-o măsură mai mare, sau crearea de noi capacități de producție. Deci, companiile cu o rată de creștere rapidă tind să utilizeze finanțarea prin împrumuturi, într-o măsură mai mare, decât companiile cu o rată de creștere mai lentă.

Nivelul de profitabilitate – practica relevă că firmele care au valori mari ale ratei de rentabilitate a activelor se bazează, preponderent, pe resursele interne (capitalizarea profitului) în finanțarea deficitului de numerar. Teoretic, această tendință nu are nicio justificare, însă raționamentul de care se conduc managerii financiari ai acestor firme pare a fi că firmele generatoare de fluxuri mari de numerar nu au nevoie de împrumuturi, iar o utilizare mai judicioasă a banilor decât investirea în propria firmă nu există.

Flexibilitatea financiară – obiectivul de menținere a unei flexibilități financiare presupune, din punct de vedere operațional, menținerea unei rezerve adecvate a capacității de împrumut. Determinarea unei rezerve a capacității de împrumut depinde de factorii menționați anterior, inclusiv de previziunea necesarului de fonduri, a condițiilor existente pe piețele de capital, a încrederii echipei manageriale în previziunile realizate și a consecințelor unei crize de capital. Flexibilitatea financiară presupune existența unei capacități a întreprinderii de a mobiliza resursele necesare finanțării unei afaceri, în orice moment.

În afară de caracterul sezonier al veniturilor și aprovizionării, ciclul de viață al produselor comercializate

loan capital whereas high-tech companies and those that have an accelerated growth rate use less loan capital. The assets of food industry enterprises do not have a definite liquidity; that is why their access to borrowed resources is restricted.

Another aspect of assets liquidity is the probability of insolvency and the risks associated with it. As the debt increases, the probability of insolvency increases as well. Bankruptcy is expensive, and increases in the use of financial leverage determine the increases in the estimated value of bankruptcy costs (the amount of bankruptcy probabilities multiplied by bankruptcy costs), which lowers the market value of the firm. Companies with strong sales may have high bankruptcy costs; however, because the probability of bankruptcy is low, the estimated bankruptcy costs are also low. Thus, these companies can work with high rates of amounts owed. For example, the steadiness of sales for companies in infrastructure - natural gas pipelines, gas distributors, telecommunications, electricity distribution etc. - enables these companies to use large amounts of debt capital. At the same time, food industry enterprises with seasonal activity can not afford to rely heavily on loans.

Level of economic growth - companies with higher growth rates should rely more on loan financing, as a higher growth requires the financing of current assets to a greater degree, or on the creation of new production capacities. Thus, companies with higher growth rates tend to use debt financing to a greater extent than companies with lower growth rates.

Level of profitability - experience has shown that firms that have high values of rate of return on assets are based mainly on internal resources (capitalization of earnings) in cash-flow deficit financing. Theoretically, this tendency has no justification; however, the reasoning that guides the financial managers of these firms seems to be that companies that generate substantial cash-flows do not need loans, and there is no better usage of money than investing in their own company.

Financial flexibility - the objective of maintaining financial flexibility involves, from the operational point of view, the maintenance of sufficient reserves of borrowing capacity. Determining the reserve of borrowing capacity depends on the above-mentioned factors, including the forecasting of necessary funds, existing conditions in capital markets, the management team's confidence in predictions made, as well as the consequences of the capital crisis. Financial flexibility implies the enterprise's capacity to mobilize resources necessary to finance a business at any time.

Besides the seasonal nature of revenues and supply *the life-cycle of products* marketed is to be considered when the enterprise makes decisions on

trebuie considerat atunci când întreprinderea ia decizii de formare și repartizare a surselor de mijloace bănești și de gestiune operativă a fluxurilor financiare. Dezvoltarea întreprinderii se săvârșește în decursul unui ciclu, determinat prin consecutivitatea în timp a ciclurilor de viață ale produselor firmei. Analogic cu viața omului, care poate fi împărțită în câteva faze: copilăria, tinerețea, maturitatea și bătrânețea, dezvoltarea întreprinderii poate fi împărțită și ea în patru faze similare: faza de inițiere a afacerii sau perioada de apariție (ritmuri mici de creștere a vânzărilor, rezultate financiare negative); faza de dezvoltare (tinerețea; creșterea în ritm mare a vânzărilor, apariția profitului); faza de stabilitate (maturitatea; reducerea ritmurilor de creștere a vânzărilor, profituri maxime) și faza declinului economic, pe parcursul căruia scad și profiturile, și vânzările.

2. Concluzii. Decizia de finanțare depinde foarte mult și de faza ciclului de viață în care se află întreprinderea. Cu atât mai mult, această divizare a vieții întreprinderii este actuală pentru țările cu economie în tranziție, unde instabilitatea economică face ca întreprinderile să fie și mai vulnerabile.

1. În faza inițierii afacerii (întreprinderea-dilemă), întreprinderea, în principal, se confruntă cu probleme de supraviețuire, care survin ca urmare a insuficienței de lichidități. Prezintă importanță problemele de lichiditate și de rentabilitate. Întreprinderea trebuie să găsească surse pentru acoperirea nevoilor curente de finanțare, dar sunt necesare surse importante pentru efectuarea investițiilor necesare dezvoltării ulterioare.

2. În faza creșterii afacerii (întreprinderea-vedetă), primele profituri permit întreprinderii să soluționeze problemele cu lichiditățile și, astfel, soluționând problemele de lichiditate și rentabilitate, managementul întreprinderii se poate concentra pe rezolvarea problemelor de creștere economică. Politica investițională constituie instrumentul principal în asigurarea unei creșteri economice mai mari. Acapararea unui segment de piață mai mare va permite întreprinderii raportarea unor rezultate mai importante, atunci când creșterea se va reduce și, în cele din urmă se va stopa. Dacă, în faza copilăriei, întreprinderea caută surse de finanțare pe termen scurt, ulterior, în faza dată, se deplasează accentul pe finanțarea pe termen mediu și lung, care i-ar permite menținerea creșterii economice prin intermediul investițiilor. Obținându-se un nivel convenabil de creștere economică, întreprinderea caută resurse pentru a-l menține și a-l amplifica.

3. În faza stabilității (maturității) afacerii, scopul întreprinderii rezidă în a stoarce la maximum posibil a profiturilor. Întreprinderea are o cotă de piață mare, o rentabilitate importantă. Întreprinderea dispune de o capacitate de autofinanțare importantă. De regulă, pe parcursul perioadelor de creștere economică, scade eficiența, deoarece obiectivul este extinderea, iar pe parcursul perioadelor de recesiune, întreprinderile lucrează asupra îmbunătățirii eficienței. Luând în considerație eventuala îmbătrânire a produselor sale, la faza de maturitate, întreprinderea ar trebui să caute noi posibilități de dezvoltare. Acestea pot fi găsite prin intermediul

accumulating and allocating financial resources and on operatively managing cash flows. The enterprise development follows a cycle that is determined by the sequence in time of the company's products' life-cycles.. Similarly, as a man's life can be divided into the stages of childhood, youth, maturity and old age, the enterprise's development can be divided into four phases: the phase of initiating the business, or the period of emerging (low rates of sales growth, negative financial results); the phase of development (youth), (high rates of sales growth, the emergence of profit), the phase of stability (maturity, reduction of growth in sales, maximum profits) and the phase of economic decline during which both profits and sales drop.

2. Conclusions. The financing decision depends very much on the life-cycle phase the enterprise is undertaking; this division of the company life being especially vital for transition countries, where economic instability makes companies more vulnerable.

1. In the phase of business initiation (enterprise - dilemma) the company is mainly faced with survival problems that occur as a result of insufficient liquidity. The problems with liquidity and profitability are important. The enterprise should find sources to cover the current needs for funding, but important sources are needed for investing in further development.

2. In the phase of business growth (enterprise - star) the first profits allow the company to solve the problems with liquidity, and having solved the problems with liquidity and profitability, the company management can focus on solving problems of economic growth. Investment policy is the main tool to ensure higher economic growth. Capturing a larger market segment will allow the company to report important results when growth is reduced and stopped. If during the infancy stage the company looks to the sources of short-term financing, then during this stage the focus is on medium- and long-term financing, which would allow the company to maintain growth through investment. Reaching a fair level of growth, the enterprise looks for resources to maintain and enhance this growth.

3. In the phase of business stability (maturity) the goal of the enterprise is to earn the maximum possible profit. The company has a large market share and important profitability. The company has a significant self-financing capacity. Typically, during the periods of growth efficiency decreases as the goal is business expansion, and during the periods of recession businesses work on improving efficiency. Taking into account the potential ageing of its products at the maturity stage, the company should seek new development opportunities. They can be found through industrial investments or through financial participation (portfolio investments) in the

investițiilor industriale, sau prin participarea financiară (investiții de portofoliu) la constituirea altor întreprinderi, produse. În asemenea caz, se poate ajunge la transformarea în holdinguri, care au ca scop gestionarea portofoliului de hârtii de valoare. Este importantă găsirea de produse noi, idei noi, care ar permite întreprinderii să activeze în continuare.

4. Faza declinului afacerii trebuie evitată de întreprindere, deoarece este faza îmbătrânirii, în care întreprinderea își pierde cota de piață, produsele devin necompetitive, iar profiturile sunt mici sau nule. În acest caz, sunt necesare sume mari de bani pentru relansarea activității și, în primul rând, se cer noi idei de activitate. Paradoxal, dar întreprinderea poate avea banii necesari, însă, dacă s-a ajuns într-o asemenea fază, atunci problema principală o constituie ideile și nu finanțele. Deci, soluțiile nu ar fi de natură financiară, ci managerială și anume: schimbarea echipei manageriale și a ramurii de activitate, vinderea sau chiar lichidarea afacerii.

establishment of other companies or products. In this case it is possible get to the transformation into holdings that aim at managing securities portfolios. It is important to find new products, new ideas that would allow the company to continue its operations.

4. The phase of business decline should be avoided by the enterprise because it is the phase of ageing; when the company loses its market share, its products become non-competitive, and profits are low or nil. In this case large amounts of money are required to resume operations and primarily new business ideas are required. Paradoxically, the organization may have the money, but if this phase is reached then the main problem is ideas, not finances. The solutions in this case would not be of financial nature, but rather be a managerial one; that is, the change in the management team, the change in the branch of activity, selling the business or even business termination.

Referințe bibliografice / Bibliographic references:

1. BREZEANU, P., *Gestiunea financiară a întreprinderii*, București, 1997.
2. HALPEN, Paul, WESTON G. Fred, BRIGHAM, Eugene F., *Finanțe manageriale*, Editura Economică, București, 1998.
3. БРЕЙЛИ, Р., МАЙЕРС, С., *Принципы корпоративных финансов*. – Москва: Олимп-Бизнес, 1997.
4. КОВАЛЕВ, В.В., *Введение в финансовый менеджмент*. – Москва, финансы и статистика, 1999.