

## ВИБІР ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА (НА ПРИКЛАДІ ПАТ «ФАРМАК»)

У статті розглянуто питання вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності з урахуванням особливостей фінансово-економічної кон'юнктури та специфіки діяльності підприємств фармацевтичної галузі у сучасних реаліях українського ринку. Здійснено аналіз основних стратегій фінансування інвестиційної діяльності підприємства, основних чинників, які визначають їх вибір. Виявлені негативні тенденції фінансового стану ПАТ «Фармак» – зменшення рентабельності, поточної ліквідності та рівня забезпеченості власними оборотними коштами. Здійснено аналіз зовнішнього середовища ПАТ «Фармак» і розрахунок оптимальної стратегії фінансування за критерієм середньозваженої вартості капіталу (WACC). Обґрунтовано доцільність вибору ПАТ «Фармак» стратегії самофінансування, орієнтованої на тезаврацію чистого прибутку.

**Ключові слова:** джерела фінансування, інвестиційна діяльність, інвестиційна програма, самофінансування, середньозважена вартість капіталу, стратегія фінансування, структура капіталу.

**Постановка проблеми** зумовлена тим, що структура капіталу підприємства визначає рівень ризиків платоспроможності, суттєво впливає на прибутковість підприємства, вартість його капіталу, формує відносини менеджменту та акціонерів, визначаючи ймовірність конфліктів між ними. Наявність переваг і недоліків джерел фінансування діяльності підприємства, у тому числі й інвестиційної, потребує прийняття оптимальних рішень з урахуванням зовнішніх і внутрішніх чинників. Відтак, питання вибору джерел фінансування є ключовим при формуванні стратегії підприємства щодо інвестиційної складової.

В умовах ускладнення фінансово-економічної кон'юнктури особливої актуальності набуває питання оптимізації джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства з позицій інноваційного підходу.

**Аналіз основних досліджень та публікацій.** Ґрунтовні дослідження структури капіталу підприємства здійснено численними вітчизняними та зарубіжними вченими. Основна теоретична база заснована на дослідженнях зарубіжних вчених: Дж.Грехам, Е. Альтмана, М.Франка, В.Гойала. Окремі теоретичні та практичні аспекти даної теми досліджували вітчизняні вчені, такі як Е. Євдокимова, О. Люта, Н. Невмержицька, О.Руденко, А. Семенов, О. Терещенко, О. Ярошук. Порівняння особливостей різних країн та галузей здійснювали такі вчені, як М. Фланнері, А. Ан-

тоніу, А. Шамшур, Г. Твайт, Ш.Тітман, В. Жека.

Однак, потребують додаткових досліджень питання вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності з урахуванням особливостей фінансово-економічної кон'юнктури та специфіки діяльності підприємств фармацевтичної галузі.

**Метою статті** є аналіз основних стратегій фінансування інвестиційної діяльності підприємства, основних чинників, які визначають їх вибір, а також послідовності вибору джерел фінансування інвестиційної діяльності.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** За групами фінансування інвестиційної діяльності підприємства – за рахунок власних, залучених та позикових коштів, виділяють три основні стратегії фінансування інвестиційної діяльності (можливе і їх поєднання):

- Самофінансування – за рахунок власних внутрішніх джерел (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування, сформований і зареєстрований в момент заснування підприємства капітал, резервний фонд);

- Фінансування за рахунок залучених джерел – власних зовнішніх ресурсів (емісія акцій, додаткові внески акціонерів);

- Фінансування за рахунок позикових джерел (банківські кредити, емісія облігацій, проектне фінансування, комерційний кредит, фінансовий лізинг тощо).



Як можна побачити з табл. 1, переваги та недоліки залучених та позикових джерел є подібними, оскільки їх використання пов'язане із зверненням до фінансо-

вого ринку – напряму (випуск акцій, облигацій), або опосередковано (через посередників: банків, лізингових компаній, тощо).

Т а б л и ц я 1

**Переваги та недоліки основних стратегій фінансування інвестиційної діяльності у вітчизняних умовах**

	Переваги	Недоліки
Самофінансування (власні внутрішні джерела)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низька вартість через відсутність витрат на залучення.</li> <li>• Простота використання.</li> <li>• Забезпечення високої фінансової стійкості.</li> <li>• Збереження контролю над підприємством.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Недостатність наявного обсягу капіталу.</li> <li>• Відволікання власних коштів від господарського обороту.</li> <li>• Втрати можливих прибутків та більш повільні темпи розвитку.</li> </ul>
За рахунок залучених джерел	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доступність значних обсягів капіталу.</li> <li>• Забезпечення високої фінансової стійкості.</li> <li>• Відсутність необхідності повертати основну суму боргу.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доступність тільки для відомої та інвестиційно привабливої компанії.</li> <li>• Необхідність згоди більшості власників для використання.</li> <li>• Ризик втрати контролю над підприємством.</li> <li>• Можливість і вартість залучення залежать від коливань на фінансовому ринку.</li> </ul>
За рахунок позикових джерел	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доступність значних обсягів капіталу.</li> <li>• Швидкість залучення.</li> <li>• Здатність генерувати приріст коефіцієнта рентабельності.</li> <li>• Збереження контролю над підприємством.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Необхідність повернення основної суми боргу.</li> <li>• Збільшення ризиків фінансової стійкості.</li> <li>• Можливість і вартість залучення залежать від коливань на фінансовому ринку.</li> <li>• Необхідність гарантій фінансової повернення (страхування, застава, тощо).</li> </ul>

*Джерело:* розроблено авторами

Проте в реальній фінансовій практиці прояв даних переваг та недоліків залежить від низки чинників впливу як рівні підприємства, так і макроекономічному рівні. До основних факторів вибору джерел фінансування на підприємстві можна віднести такі:

1. Галузь підприємства (галузеві особливості). Наприклад, капітал торговельного підприємства складається переважно із короткострокового позикового капіталу у вигляді товарного кредиту [1].

2. Прибутковість сукупного капіталу (вища рентабельність дозволяє залучати менше позикового капіталу).

3. Розмір компанії (диверсифікація діяльності зменшує ризики, що дозволяє ширше застосовувати позиковий капітал).

4. Податкові переваги (чим вище оподаткування прибутку підприємства,

тим вигіднішим буде використання позикового капіталу).

5. Ділові ризики (наприклад, за стабільного обсягу реалізації продукції можливі більші постійні витрати, і відповідно обсяг позикового капіталу).

6. Структура і якість активів (більш ліквідні активи дозволяють ширше застосовувати позиковий капітал).

7. Позитивна кон'юнктура ринків збуту (зростання обсягів реалізації дозволяє більше покладатись на позикові джерела).

8. Політика залучення капіталу (за «агресивної» – менеджери більш схильні використовувати позичений капітал з метою прискорення одержання прибутків, ніж за «консервативної»), що також залежить від стадії життєвого циклу фірми (молоді компанії більш схильні до агресивної політики).



9. Думка кредиторів та рейтингових агентств щодо фінансової стійкості підприємства (кращий рейтинг дозволяє ширше використовувати позиковий капітал).

10. Наміри власників (прагнення зберегти контрольний пакет впливає на можливість залучення власного капіталу).

Результати досліджень свідчать, що детермінантами структури капіталу компаній у країнах, що розвиваються, є зазначені традиційні, в тому числі для розвинутих країн, чинники. Тим не менше, структура капіталу фірми більш залежить більше від країни, в якій вона знаходиться (інституційний фактор), ніж галузевої приналежності та особливостей діяльності. Основним інституційним фактором є правове середовище і рівень корупції (в більш корумпованих країнах фірми більш схильні до позикових джерел, і особливо короткострокових) [2].

У країнах Центральної та Східної Європи основним чинником, що визначає

структуру капіталу є фінансові обмеження, пов'язані із залученням капіталу, тобто його низька доступність [3]. Така ситуація є характерною для всіх країн з перехідною економікою [4]. Дослідження по Україні, також, підтверджують, що ключовим фактором зміни структури капіталу є доступ до позик на фінансових ринках. Водночас, підприємства, які мають кращу якість корпоративного управління, швидше коригують структуру капіталу та більше виграють від збільшення доступу до позик. Інші змінні (розмір, рентабельність, іноземна власність) мало впливають на довгостроковий цільовий рівень фінансового важеля [5].

Розглянуті внутрішні та зовнішні фактори детермінують два визначальні – вартість та доступність капіталу для підприємства, що і визначає вибір джерел фінансування. Взаємозв'язок усіх факторів подано на рис. 1.

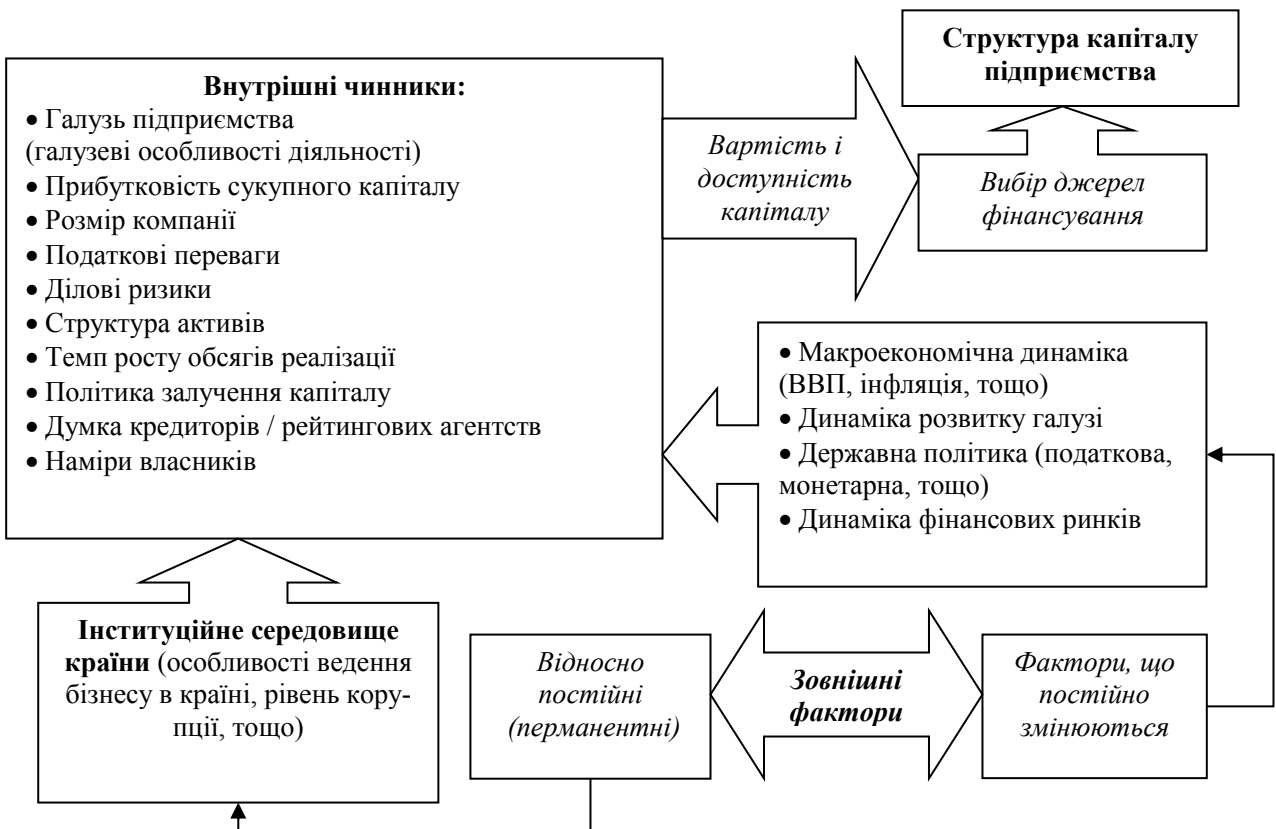


Рис. 1. Чинники (фактори), що визначають структуру капіталу підприємства  
Джерело: розроблено авторами

Послідовність прийняття рішень щодо вибору джерел фінансування з ураху-

ванням сукупності чинників впливу представлено на рис. 2.



Перспективи розвитку інвестиційної діяльності ПАТ «Фармак» у наступні три роки (2015-2017 рр.) дозволять розглянути питання вибору стратегії фінансування у практичній площині.

Інвестиційна програма ПАТ «Фармак» складає 1 млрд. грн. і включає: закінчення будівництва нового виробничого

комплексу з випуску субстанцій (активних фармацевтичних інгредієнтів, розташоване у місті Шостка Сумської області), створення нової лабораторії, створення нових та модернізацію вже існуючих виробничих ліній.



Рис. 2. Послідовність управління структурою капіталу

Джерело: розроблено авторами

Вихідним є порівняльний аналіз стану структури капіталу ПАТ «Фармак» розпочнемо та фармацевтичній галузі в цілому (табл. 2).

Таблиця 2

**Структура капіталу «Фармак» та фармацевтичної галузі в 2011-2014 рр., %**

Показники		ПАТ «Фармак»				Фармацевтична галузь		
		2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013
Активи	Необоротні активи	66,2	63,8	64,0	63,6	46,4	44,7	42,9
	Оборотні активи	33,8	36,2	36,0	36,4	53,6	55,3	57,1
Пасиви	Власний капітал	64,5	63,9	70,9	59,5	48,6	51,9	52,0
	Довгострокові зобов'язання	6,0	2,2	12,5	10,5	17,4	13,7	17,9
	Поточні зобов'язання	29,5	34,0	16,6	30,0	34,0	34,4	30,1

Джерело: розраховано авторами на підставі [6; 7]

З наведених даних можна зробити наступні висновок, що стратегія «Фармак»

є в цілому більш консервативною, ніж галузі в цілому (більша частка власного ка-





піталу), проте протягом 2011-2014 рр. спостерігалось збільшення використання позикового капіталу. При цьому значно більша частка необоротних активів в структурі балансу пов'язана із систематичним оновленням основних засобів, яке є одним з факторів лідерства серед національних виробників.

Оскільки обрана структура капіталу не дає точного уявлення про те, які саме джерела фінансування інвестиційної діяльності будуть оптимальними в майбутньому періоді, доцільно проаналізувати фінансовий стан за основними показниками (табл. 3).

Здійснені розрахунки показують негативну тенденцію до зменшення рентабельності, поточної ліквідності та рівня забезпеченості власними оборотними коштами. Попри це, всі показники є більшими за нормативні значення, а отже фінансовий стан можна вважати прийнятним. Використання позикового капіталу для фінансування інвестиційної діяльності за такого стану є допустимим, проте остаточну стратегію можна сформулювати лише проаналізувавши стан зовнішнього середовища підприємства.

Т а б л и ц я 3

### Ключові показники фінансового стану ПАТ «Фармак» в 2011-2014 рр.

		2011	2012	2013	2014	Норматив
Рентабельність	Рентабельність активів (ROA), %	17,91	17,09	16,32	7,62	>0
	Рентабельність власного капіталу (ROE), %	28,60	26,68	24,14	14,05	>0
Ліквідність	Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності)	1,083	1,067	2,165	1,601	>1
	Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,039	0,093	0,073	0,129	>0
	Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами	0,134	0,063	0,538	0,375	>0
Структура капіталу	Коефіцієнт автономії	0,643	0,639	0,709	0,595	>0,5
	Коефіцієнт фінансування	0,58	0,566	0,411	0,679	<1

Джерело: розраховано авторами на підставі [6]

Аналіз зовнішнього середовища доцільно здійснювати за станом товарного ринку, на кому підприємство реалізує продукцію, та фінансового ринку, на якому відбувається залучення капіталу. На початок 2015 року на товарному (фармацевтичному) ринку відбулись численні зміни, як сприятливі, так і несприятливі для підприємства, а саме:

- внаслідок різкого зростання цін (викликаного девальвацією гривні) розпочався перехід споживачів на більш дешеві аналоги оригінальних ліків (дженереки, generics), які переважно і виробляє «Фармак»;

- відбувається поступова втрата кримського (5% реалізації) та російського (3,5% реалізації) ринків, а також зменшення споживання на території Донбасу. Оскільки Росія планує ввести додаткові мита та заборонити доступ до державних закупівель, цей ринок буде остаточно втрачений, однак, спрощення доступу на європейські ринки в довгостроковій перспективі може

замінити російський для національного виробника;

- подорожчання імпортованих компонентів ліків призвело до зростання собівартості окремих видів продукції (для «Фармак» ця залежність є відносно меншою, ніж у середньому по галузі, а завершення будівництва заводу в Шостці зводить цей ризик до мінімуму).

Отже, з одного боку, сприятливі та несприятливі зміни на товарному ринку балансують один одного; по-друге, завдяки лідерству на ринку та високій інноваційності, ПАТ «Фармак» має кращі можливості до нарощення обсягів реалізації та прибутковості.

Зовсім інша ситуація має місце на фінансовому ринку, а саме:

- проявляється тенденція до обмеження банківського кредитування у зв'язку із незадовільним станом банківської системи;

- вартість позикового капіталу стрімко зростає, так як і головний орієнтир для утворення – ставка рефінансування НБУ. Так, вартість кредитів для суб'єктів господа-





рювання в національній валюті в січні 2014 р. складала 14,6%, а у квітні 2015 р. – 23,7%. Ставка рефінансування зросла ще більш помітно: у 3,6 рази, з 6,5% до 30% [8].

Вплив цих факторів виявляється перш за все у зміні оптимальної структури капіталу в бік збільшення частки власного (і відповідно більшій оптимальності стратегії самофінансування). Альтернативою залученню на фінансовому ринку є дешеві кредити від ЄБРР (які «Фармак» вже залучав у 2006 та 2013 роках). Отримання ще одного кредиту обсягом 8,5 млн. євро планується на початку 2015 року, проте на відміну від попередніх його головна мета – це поповнення оборотних коштів. Фактором, що робить цю альтернативу сумнівною є значний валютний ризик, який за значних обсягів позик підприємство не зможе покрити виручкою від імпорту (17,5% реалізації).

З урахуванням вищезазначеного доцільно провести розрахунок оптимальної стратегії фінансування за критерієм середньозваженої вартості капіталу (WACC). У якості вартості позикового капіталу використаємо ставку рефінансування НБУ, що складає 30% з 04.03.2015 р. Вибір саме цієї ставки (а не вартості кредитів для суб'єктів господарювання), пов'язаний із тенденцією до подальшого зростання вартості позикових джерел.

Щодо вартості власного капіталу, то торги акціями ПАТ «Фармак» є доволі малі за обсягами (наприклад, на «Українській біржі» у 2014 році було укладено всього 30 угод на суму 2,98 млн. грн., що складає менше 0,1% ринкової капіталізації). [9] Через це розрахунок бета-коефіцієнту, і відповідно вартості позикового капіталу за моделлю оцінки капітальних активів (МОКА) ускладнений (порівняння з компаніями-аналогами також є недоцільним, оскільки там спостерігається подібна ситуація). Тому використаємо показник обернений до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію (1/PER). Середньозважена вартість акцій за котируванням «Української біржі» в 2014 році склала 131,93 грн [9], чистий прибуток в розрахунку на одну акцію склав 28,44 грн [6].

$$1/PER = \frac{28,44}{131,93} * 100 = 21,55\% \quad (1)$$

Розрахунки за критерієм WACC відобразимо у таблиці 4. Частка власного капіталу менше 55% не розглядається через неприйнятний ризик платоспроможності, більше 95% – через неможливість виключення кредиторської заборгованості (тобто мінімальний рівень позикового капіталу буде наявний в будь-якому випадку).

Т а б л и ц я 4

**Визначення оптимальної структури джерел фінансування за критерієм WACC**

Показники		№ варіанту					
		1	2	3	4	5	6
1	Частка власного капіталу	0,95	0,85	0,75	0,65	<b>0,595</b>	0,55
2	Частка позикового капіталу	0,05	0,15	0,25	0,35	<b>0,405</b>	0,45
3	Середня вартість власного капіталу, %	21,55	21,55	21,55	21,55	21,55	21,55
4	Середня вартість позикового капіталу, %	30	30	30	30	30	30
5	Податковий коректор	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
6	Вартість позикового капіталу з врахуванням податкового коректору (р.3*р.5)	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6	24,6
7	WACC, % (р.1*р.3+ р.2*р.6)	21,7	22,0	22,3	22,6	<b>22,8</b>	22,9

Джерело: розроблено авторами

Отже, ПАТ «Фармак» за критерієм вартості ресурсів доцільно використати стратегію, орієнтовану на власні джерела. Використання залучених джерел також є неможливим не тільки через позицією власників підприємства (які не погодяться розмиття капіталу в разі продажу стороннім особам), а й через недостатність вільних капіталів на фондовому ринку. Отже, найбільш доцільною стратегією є самофінансування.

Проаналізуємо можливість такої стратегії, порівнявши планові обсяги чистого прибутку та інвестиції в 2015-2017 р. Плановий чистий прибуток визначимо виходячи із середньорічного зростання обсягів реалізації на 20%. Цей показник дорівнює середньорічному зростанню ринку в докризовий період 2009-2013 і, враховуючи тенденцію до витіснення імпорту, його досягнення є можливим. Розрахунок собівартості та накладних витрат на рівні, близькому до се-

редньорічного в 2011-2013 рр. (15 та 10% відповідно), дозволяє скласти прогноз із середньорічного зростання чистого прибутку

на 33,7%: 36,7% у 2015, 31% у 2016 та 33,5% у 2017 році (рис. 3).

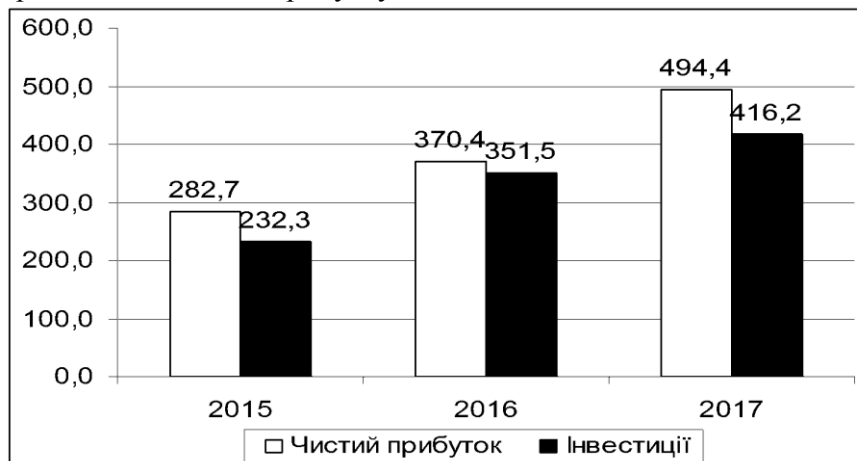


Рис. 3. Плановий чистий прибуток та інвестиції у 2015-2017 рр., млн. грн.  
Джерело: розроблено авторами

Порівняння планового чистого прибутку та інвестицій дозволяє зробити висновок щодо доцільності стратегії самофінансування.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** Здійснене дослідження показало переважний вплив зовнішніх чинників на вибір джерел фінансування підприємств у сучасний період. Ці чинники можна умовно поділити на відносно постійні (інституційне середовище, галузеві особливості) та такі, що постійно змінюються (загальноекономічна динаміка, динаміка галузі та фінансових ринків, державна політика).

Аналіз фінансово-господарської діяльності ПАТ «Фармак» підтверджує висновок про переважний вплив зовнішнього середовища, зміни якого в 2014-2015 рр. визначили доцільність стратегії самофінансування, орієнтованої на тезаврацію чистого прибутку. В умовах загальної нестабільності підприємству ймовірно доведеться скорочувати інвестиції, обираючи з них пріоритетні. Даний висновок можна розповсюдити й на інших суб'єктів господарювання, оскільки вони функціонують в тому ж самому середовищі і стикаються з однаковими обмеженнями на фінансовому ринку.

Складність застосування західних моделей та методик у вітчизняному інституційному середовищі робить важливим напрямком майбутніх досліджень їх критичний аналіз для адаптації до реалій українського ринку.

## Література

1. Ушеренко С. В., Ляшенко М. В. Управління капіталом підприємства: напрями оптимізації структури //Формування ринкових відносин в Україні. – 2013. – №. 5. – С. 127-131.
2. Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23.
3. Shamsur, A. (2010). Access to capital and capital structure of the firm. *CERGE-EI Working Paper Series*, (429).
4. Jõeveer, K. (2006). Sources of capital structure: Evidence from transition countries. *CERGE-EI Working Paper*, (306).
5. Zheka, V. (2006). Corporate governance and firm performance in Ukraine. *Heriot-Watt University Centre for Economic Reform and Transformation Discussion Paper*, №5, 1-68.
6. Офіційний сайт ПАТ «Фармак» [Електронне джерело]. – Режим доступу: <http://www.farmak.ua/>
7. Державна служба статистики [Офіційний сайт]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
8. Національний банк України [Офіційний сайт]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>
9. Українська біржа [Електронне джерело]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua/en/issue.aspx?code=FARM>



## References

1. Usherenko, S. & Lyashenko, M. (2013) Capital management of enterprise: Trends structure optimization. Formation of market relations in Ukraine: Coll. Science. Works, №5 (44), 127-131. (in Ukrainian).
2. Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47(1), 23.
3. Shamshur, A. (2010). Access to capital and capital structure of the firm. CERGE-EI Working Paper Series, (429).
4. Jõeveer, K. (2006). Sources of capital structure: Evidence from transition countries. CERGE-EI Working Paper, (306).
5. Zheka, V. (2006). Corporate governance and firm performance in Ukraine. Heriot-Watt University Centre for Economic Reform and Transformation Discussion Paper, №5, 1-68.
6. JSC Farmak // <http://www.farmak.ua/>
7. State Statistics Committee of Ukraine // <http://www.ukrstat.gov.ua/>
8. National Bank of Ukraine // <http://www.bank.gov.ua>
9. Ukrainian Exchange // <http://www.ux.ua/en/issue.aspx?code=FARM>

**Ушеренко С. В., Черненко Д. Д.**

### **Выбор источников финансирования инвестиционной деятельности предприятия (на примере ПАО «Фармак»)**

В статье рассмотрен вопрос выбора источников финансирования инвестиционной деятельности с учетом особенностей финансово-экономической конъюнктуры и специфики деятельности предприятий фармацевтической отрасли в современных реалиях украинского рынка. Осуществлен анализ основных стратегий финансирования инвестиционной деятельности предприятия, основных факторов, определяющих их выбор. Выявлены негативные тенденции финансового состояния АО «Фармак» – снижение рентабельности, текущей ликвидности и уровня обеспеченности собственными оборотными средствами. Осуществлен анализ внешней среды «Фармак» и расчет оптимальной стратегии финансирования по критерию средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Обоснована целесообразность выбора ПАО «Фармак» стратегии самофинансирования, ориентированной на тезаврацию чистой прибыли.

*Ключевые слова:* источники финансирования, инвестиционная деятельность, инвестиционная программа, самофинансирование, средневзвешенная стоимость капитала, стратегии финансирования, структура капитала.

**Usherenko S., Chernenko D.**

### **Selection of funding sources for entity's investment activity (JSC Farmak case)**

The article considers question of choosing funding sources for investment activity, in respect the features of financial and economic situation, and pharmaceutical industries' specificity in the modern Ukrainian market conditions. An analysis is being carried out on the main strategies of financing the enterprise's investment activity, and major factors, determining their choice. Some negative tendencies of JSC «Farmak» financial position, such as reducing of profitability, liquidity and working capital were detected. Also carried out an analysis of «Farmak» external conditions and calculated optimal financing strategy by weighted average cost of capital (WACC) criteria. To this end were proved expedience of choosing self-financing strategy (focused on reinvesting of net profit) for JSC «Farmak».

*Keywords:* sources of finance, investment activity, investment program, self-financing, weighted average cost of capital, funding strategy, capital structure.

**Рецензент:** Грушко В. І. – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри «Фінанси, облік та аудит» університету «КРОК», Київ, Україна.

**Reviewer:** Grushko V. – Professor, Ph.D. of Economics, Head of Finance, accounting and auditing Department University "KROK", Kyiv, Ukraine.

*e-mail:* [krok@krok.edu.ua](mailto:krok@krok.edu.ua)

*Стаття подана  
18.05.2015 р.*

