

Олейник Галина Сергеевна

кандидат экономических наук,
доцент кафедры «Финансы и кредит»
Дальневосточного федерального университета

Oleynik Galina Sergeevna

PhD in Economics, Associate Professor,
Finance and Credit Department,
Far Eastern Federal University

Наумова Татьяна Сергеевна

кандидат экономических наук,
доцент кафедры мировой экономики
Дальневосточного федерального университета

Naumova Tatyana Sergeevna

PhD in Economics, Associate Professor,
World Economics Department,
Far Eastern Federal University

ЦЕЛЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ МЕНЕДЖМЕНТА АКТИВОВ КОМПАНИИ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

TARGET INDICATORS OF THE COMPANY'S ASSET MANAGEMENT IN A VOLATILE ECONOMY

Аннотация:

Нестабильность внешней экономической среды ставит под сомнение действенность классических стратегий управления активами компании, требует разработки новых концептуальных подходов. Управление формированием активов в этих условиях должно исходить из необходимости построения нелинейной стратегии управления структурой и финансированием активов, отличающихся от существующих способностью автономного саморегулирования во времени с учетом целевой ориентации (влияние на рентабельность или на ликвидность). Базовыми критериями и целевыми индикаторами управления структурой и финансированием активов компании должны являться повышение рентабельности при обеспечении необходимого уровня платежеспособности. В статье предложена концепция целевой ориентации управления структурой и финансированием активов в условиях циклически нестабильного экономического роста компании для решения текущих и стратегических задач ее развития.

Ключевые слова:

управление активами, стратегии формирования и финансирования активов, нестабильное экономическое развитие, критерии управления активами, нелинейная стратегия менеджмента активов, мультикритериальная модель управления активами.

Summary:

A volatile external economic environment calls into question the effectiveness of the company's asset management strategies and requires the development of new conceptual approaches to combat any fragilities. In this context, management of asset creation should be based on the need to devise non-linear strategies for managing the structure and financing of the assets which differ from existing ones in autonomous self-management over time that consider targeting (influence on the profitability or liquidity). Increasing profitability in providing a necessary financial capacity must be among the basic criteria and target indicators for structure and sources of the company's asset management. The study presents the concept of targets of structure and sources of asset management in the face of cyclically unstable economic growth for the company to meet both current and strategic challenges of its development.

Keywords:

asset management, asset creation and finance strategies, unstable economic development, asset management criteria, non-linear asset management strategy, multi-criteria asset management model.

Управление активами преследует две базовые цели: увеличение рентабельности фирмы и поддержание ее ликвидности [1]. Отсюда стратегия управления производственными активами должна обеспечить компромисс между риском потери ликвидности и эффективностью работы компании. Это предполагает: 1) обеспечение выполнения платежных обязательств, 2) обеспечение приемлемого объема, структуры и рентабельности активов. При этом элементы активов по-разному воздействуют на прибыль: высокий уровень материальных запасов требует значительных текущих расходов, а широкий ассортимент готовой продукции способствует увеличению объемов продаж и доходов [2].

Классическая концепция стратегии управления активами (рисунок 1) исходит из того, что уменьшение их объема (движение от консервативной стратегии к агрессивной) ведет к росту рентабельности и повышает уровень риска – ослабляет способность компании в срок исполнять финансовые обязательства (между риском и доходностью возможен компромисс). Согласно Дж.К. Ван Хорну, если считать «консерватизм» залогом ликвидности, то консервативной признается та политика, которая предусматривает больший уровень текущих активов, чем остальные [3].

	←—————→		
	Высокий уровень		Низкий уровень
Ликвидность	Консервативная политика	Умеренная политика	Агрессивная политика
Рентабельность	Агрессивная политика	Умеренная политика	Консервативная политика
Риск	Агрессивная политика	Умеренная политика	Консервативная политика

Рисунок 1 – Стратегии управления активами компании

Известно также, что существует допустимая сочетаемость стратегий формирования активов и их источников («матрица выбора стратегии комплексного управления текущими активами и пассивами»).

В условиях циклически нестабильной экономической динамики стратегия и реальные результаты деятельности фирмы во многом зависят от предсказуемости сценариев развития внешней среды, ставя компании на грань выживания. При этом реализация классических стратегий управления активами при высокой динамике условий предпринимательской среды не дает нужной отдачи, так как для них характерна линейная ориентация на определенный целевой индикатор. Так, сокращение величины активов ведет к росту их рентабельности, но одновременно несет в себе высокий риск потери ликвидности и, соответственно, текущей и перспективной платежеспособности. Негативный эффект таких «линейных» стратегий можно преодолеть посредством качественно новых стратегических подходов, имеющих превентивный характер и учитывающих высокую скорость изменения внешних условий предпринимательства.

Важную роль в обосновании необходимости разработки концепции управления активами компании в условиях высокой неопределенности внешней среды играют исследования по взаимосвязи совокупных результатов управления активами и экономических результатов компании в целом. Проблеме поиска компромисса между рентабельностью и ликвидностью было посвящено значительное число научных работ. Среди них следует отметить исследования таких авторов, как К. Падачи, С. Ховорт [4], Т. Кнауер, А. Уорманн [5], Чанг-Су Ким, Д.С. Мауэр и Э.Е. Шерман [6], А. Бенсусан, А. Чутани, С.П. Сетхи [7], Дж. Энквист, М. Грэхэм, Ю. Никкинс [8], Вьет Ань Данг, Мин Чжу Ким, Юнчеол Шин [9], Б. Эппухэми [10].

Эти исследования были выполнены на материалах различных страновых рынков – Бельгии, Греции, Испании, Кении, Малайзии, Нигерии, США. Важный результат проведенных исследований состоит в том, что, несмотря на существование определенной специфики отдельных отраслей и периодов наблюдения, между рентабельностью активов компании и финансовым циклом существует обратная связь. Иными словами, с целью увеличения рентабельности активов и, соответственно, ценности компании выгодно уменьшать свой финансовый цикл.

Было также установлено, что в условиях циклически нестабильного экономического развития субъекты рынка сталкиваются со сложным набором элементов внешней среды, характеризующимся высокой степенью неопределенности (одновременным воздействием множества событий, не поддающихся оценке с позиций динамики и вероятности наступления). Высокая инфляция, замедление платежного оборота, ограничения в доступе к кредитным ресурсам и рост процентных ставок вследствие низкого доверия со стороны кредитных институтов, дефицит собственных средств – все это ставит под угрозу существование как отдельных субъектов рынка, так и целых отраслей национальной экономики.

В случае дефицита внешних финансовых поступлений роль внутренних источников финансирования повышается, и, соответственно, способность генерировать прибыль становится жизненно необходимой для компании с точки зрения ее выживаемости и потенциала развития. В такой ситуации проблема обеспечения разумного баланса между риском и прибылью значительно возрастает, что многократно отмечалось специалистами в сфере финансового менеджмента [11].

Таким образом, в условиях высокой частоты изменений внешней среды предпринимательства возникает потребность в новых концептуальных подходах к разработке и реализации управленческих стратегий, основанных на нелинейной стратегии менеджмента активов, отличающихся от существующих способностью автономного саморегулирования во времени с учетом целевой ориентации (на рентабельность или на ликвидность). Одним из таких подходов может являться построение мультикритериальной модели формирования и финансирования активов [12], а также выявление условий ее функционирования. Под моделью в данном случае понимается условный, знаковый образ менеджмента активов, а не прикладной аспект его реализации. На первом этапе такого исследования предполагается определение базовых гипотез построения модели и концептуальные основы ее функционирования, в дальнейшем, на втором этапе – разработка конкретного механизма реализации (в том числе соответствующего инструментария и алгоритма).

Базовые гипотезы, определяющие функционирование данной модели, сводятся к следующему.

1. Модель должна обеспечить максимизацию ликвидности и рентабельности при одновременном использовании потенциала синергии между ними, а также в их временном разграничении с позиции их трансформации целеполагания [13].

2. Модель должна обладать способностью автономного саморегулирования во времени в соответствии с приоритетами целевой направленности (на рентабельность или на ликвидность) и автономно приспосабливаться к деформации внешних условий предпринимательства (или хотя бы оперативно их выявлять для принятия превентивных мер).

3. Функционирование модели необходимо рассматривать как в краткосрочном плане, так и в контексте максимизации стоимости компании в долгосрочном периоде. В долгосрочном плане модель должна соответствовать основной целевой ориентации фирмы – росту ее стоимости. Краткосрочный аспект реализации модели предполагает, что она должна гарантировать рациональную максимизацию средств в обороте при потенциальной готовности аккумуляции нужного объема денежных средств и легко конвертируемых в деньги активов для выполнения финансовых обязательств, осуществления предпринимательских сделок. В условиях агрессивно нестабильной внешней среды нахождение такого приемлемого компромисса является жизненно важным приоритетом для компании, так как обеспечивает сочетание максимально допустимых уровней текущей платежеспособности и рентабельности активов.

В контексте вышеизложенного рассмотрим общий формализованный подход к оценке и регулированию критериальных индикаторов модели.

Как отмечалось выше, реализация целевых ориентиров менеджмента активов (рентабельность, ликвидность) вступает в противоречие, что исключает их одновременное достижение и нацеливает на поиск компромисса. Проведенные прикладные исследования [14] предоставляют эмпирическое подтверждение тому факту, что, несмотря на существование определенной специфики, касающейся отдельных отраслей и периодов наблюдения, уменьшение активов приводит к увеличению рентабельности активов компании и наоборот. Иными словами, для увеличения рентабельности активов и, соответственно, ценности компании, выгодно уменьшать размер активов. Снижение, например, текущих активов можно осуществить за счет уменьшения объема запасов, денежных средств и дебиторской задолженности, что при прочих равных условиях должно привести к увеличению значений показателя рентабельности активов. Одновременно необходимо учитывать и прикладные аспекты формирования активов, которые постулируют, что потоки, ведущие к формированию различных видов активов, различны: например, запасы оборачиваются в расходах по обычным видам деятельности, дебиторская задолженность – в выручке и т. д.

При этом альтернатива двух классических стратегий – максимизация ликвидности при определенном уровне рентабельности или максимизация рентабельности при определенном уровне ликвидности – при увеличении частоты изменений внешней среды «работает» недостаточно результативно и из-за неправильной текущей целевой ориентации менеджмента активов может привести либо к опасному падению их ликвидности, либо к снижению рентабельности. В этих условиях целесообразно не просто связать размер активов компании одновременно с показателями рентабельности и ликвидности, но и использовать потенциал синергии между ними.

Максимизация рентабельности непосредственно связана с минимизацией затрат. На стоимость источников финансирования влияют как известные макроэкономические факторы (уровень инфляции, процентных ставок и др.), так и факторы, специфические для конкретного бизнеса (в частности, степень платежеспособности компании). Прослеживается следующая взаимосвязь: чем выше уровень текущей ликвидности компании, тем ниже стоимость привлекаемых для финансирования операционной деятельности источников, что приводит к снижению дополнительных затрат на финансирование оборотных активов, следовательно, к увеличению рентабельности собственного капитала компании. Данный факт предполагает наличие прямой взаимосвязи между уровнем ликвидности и рентабельностью собственного капитала. Очевидно, что показатель рентабельности собственного капитала также зависит от результатов операционной деятельности.

В то же время прослеживается обратная взаимосвязь, так как излишняя ликвидность может привести к падению операционной эффективности (ситуация, когда деньги не работают). Еще одним путем минимизации затрат финансирования операционной деятельности является уменьшение длительности финансового цикла. Компании широко применяют систему управления запасами «точно вовремя», мероприятия по улучшению собираемости дебиторской задолженности, установление долгосрочных взаимоотношений с поставщиками, получение более мягких кредитных условий и многие другие. Эти мероприятия направлены на минимизацию финансового цикла и текущих финансовых потребностей и, соответственно, рост эффективности операционной деятельности компании: чем меньше величина финансового цикла, тем более высок уровень чистой приведенной стоимости денежных потоков, генерируемых активами компании.

Следовательно, необходимо учитывать разнонаправленный характер действия факторов, определяющих экстремальные уровни финансового цикла и ликвидности. При этом возникает не

только проблема согласования действия этих факторов, но и проблема выбора приоритетных факторов для стимулирования их воздействия. Так, в определенной деловой ситуации компания может стимулировать рост финансового цикла для поддержания текущих финансово-хозяйственных операций. В условиях повышенной инфляции, значительного колебания спроса на какой-либо вид сырья или материалов, высокой вероятности дефицита их поставок есть стимул создания «подушки безопасности» в виде запасов сырья, превышающих нормальные потребности производства. В случае существенного падения покупательского спроса инструментом стимулирования роста продаж может являться возрастание предоставляемых компанией сумм коммерческого кредита и сроков их погашения, что удлиняет сроки инкассации дебиторской задолженности, а значит, увеличивает финансовый цикл. В то же время, если такие инвестиции в запасы и стимулирование объема продаж не дают нужной отдачи, то компания несет дополнительные нерациональные издержки, что негативно сказывается на уровне рентабельности.

С позиции ликвидности действие этих факторов также неоднозначно. С одной стороны, увеличение финансового цикла означает повышение потребности денежных активов в обороте, т. е. компания заинтересована в минимизации финансового цикла и текущих финансовых потребностей. С другой – рост текущих активов по сравнению с текущими обязательствами предполагает повышение уровня ликвидности, одновременно увеличивая финансовый цикл компании.

Существует иной подход к проблеме классификации активов при оценке и управлении ликвидностью. В основу группировки активов предлагается положить не скорость их трансформации в денежные средства, а степень влияния данного вида актива на результаты основной деятельности. Иными словами, критерием классификации является степень потерь, понесенных компанией в результате реализации того или иного вида актива. Мерой количественной оценки ущерба является потеря удельной прибыли, характеризующейся отношением утраченной прибыли к стоимости данного вида актива.

Данный подход представляется логичным с точки зрения целесообразности деятельности компании, но сомнительным с позиции реализации: по сути, он отражает только потребности организации для восстановления платежеспособности, но не ее возможности по реализации активов. Активы, убыточные для компании (залежалые товары, сомнительная дебиторская задолженность и т. д.), вряд ли будут в достаточной степени востребованы на рынке. Ввиду отсутствия действенных методик возникает проблема объективной оценки перспективного ущерба, который обязательно должен приниматься в расчет наряду с текущим.

Вышеизложенное позволяет констатировать, что в общем случае для повышения эффективности деятельности компания должна быть нацелена на сокращение финансового цикла и, соответственно, текущих финансовых потребностей (приведя их к отрицательному значению), однако в условиях агрессивной рыночной среды существует допустимый предел такого сокращения. Последний обусловлен не только необходимостью поддержания достаточной ликвидности, но и действием других факторов – спецификой отраслевой и региональной инфраструктур, уровнем рыночной конкуренции, отношениями с ключевыми стейкхолдерами и др. При этом существуют варианты, когда в результате действия определенных факторов (или их совокупности) возникает ситуация, при которой увеличение финансового цикла сопровождается ростом рентабельности и наоборот. Кроме того, достижение отрицательного финансового цикла предполагает, как правило, необходимость ускорения инкассации дебиторской задолженности путем смягчения кредитных условий для покупателя, что связано с определенными финансовыми потерями. Т. е. отрицательные значения финансового цикла предполагают повышенный уровень риска, и для его частичной нейтрализации целесообразно поддерживать уровень финансового цикла, близкий к нулевой позиции.

Методология построения мультикритериальной модели исходит из принципиально нового подхода: заключается не в максимизации одного из показателей при должном уровне второго, а в максимизации обоих показателей с учетом ограниченности имеющихся ресурсов при одновременном использовании потенциала синергии между ними, а также в их временном разграничении с позиции трансформации целеполагания в контексте максимизации стоимости компании в долгосрочном периоде [15]. Ключевой особенностью модели является следующее: у компании существуют два целевых направления (ликвидность и рентабельность), которые по понятным причинам одновременно не могут достичь максимального уровня, но модель должна обеспечивать оперативную ориентацию на максимизацию одного из данных целевых индикаторов.

В качестве одного из целевых обобщающих критериальных показателей выступает показатель рентабельности оборотных активов (отношение EBIT к оборотным активам – x_5), в качестве регулируемых частных показателей – основные элементы оборотных активов. Таким образом, критерий, подлежащий максимизации, является дробно-линейным, где в качестве переменных выступают: запасы (x_1), дебиторская задолженность (x_2), денежные средства (x_3):

$$F1 = \frac{x_5}{x_1 + x_2 + x_3}$$

Для максимизации данного критерия нужно как можно значительно увеличивать прибыль и уменьшать до минимальных ненулевых значений запасы, дебиторскую задолженность и денежные средства. В принципе, можно работать как с нулевыми запасами, так и с нулевой дебиторской задолженностью. Так, рост затрат на хранение запасов стимулирует систему «мгновенного» управления запасами (система «точно в срок»), когда переменная x_1 равна 0.

В предкризисный период компания не может позволить себе иметь дебиторскую задолженность намного больше кредиторской. Если она использует «жесткую» политику управления дебиторской задолженностью, т. е. включает в контракты пункт немедленной оплаты полученного товара, то при удачном раскладе дебиторская задолженность фактически будет равна 0 ($x_2 = 0$).

Но, в каких бы условиях компания ни работала, переменная x_3 не может быть равна нулю: необходимо оплачивать поставки от контрагентов-поставщиков и как минимум производить расчеты с персоналом по оплате труда и социальным взносам.

Таким образом, данный критерий имеет максимальное значение при высоком конечном финансовом результате и минимальной сумме денежных средств. Данный критерий не имеет смысла в том случае, когда компания не функционирует, только тогда его числитель и знаменатель будут равны нулю (ситуация неопределенности – 0/0). Если прибыль равна нулю, значение критерия также равно нулю, несмотря на то, что компания имеет активы.

В другом вырожденном случае, когда прибыль весьма мала, а активы (в части запасов и дебиторской задолженности) сильно раздуты, компания также не может нормально осуществлять свою деятельность (значение критерия близко к нулю). Понятно, что для максимизации значения критерия необходимо, чтобы прибыль росла гораздо быстрее.

Другим критерием функционирования оборотных активов является ликвидность активов (возьмем оборотные активы как более динамичную часть активов). Обобщающим показателем при этом может служить показатель текущей ликвидности (отношение текущих активов к текущим обязательствам – x_4):

$$F2 = \frac{x_1 + x_2 + x_3}{x_4}$$

Чтобы максимизировать значение критерия ликвидности, необходим преимущественный рост активов по сравнению с текущими обязательствами. Значения данного показателя на практике обычно варьируются в интервале от 1 до 3. Значение ниже 1 говорит о высоком финансовом риске, связанном с неспособностью стабильно оплачивать текущие счета, значение более 3 может свидетельствовать о нерациональной структуре капитала. Однако в условиях агрессивной среды в зависимости от области деятельности, структуры и качества активов значение коэффициента может сильно меняться. При критической необходимости в финансировании компания должна иметь возможность немедленного превращения как оборотных, так и внеоборотных активов в деньги посредством различных финансовых инструментов. В соответствии с поставленной задачей необходимо максимизировать данный критерий.

Вырожденная ситуация, при которой и числитель, и знаменатель будут равны нулю, возможна только при прекращении функционирования компании, в этом случае значение критерия не определено (0/0). Однако в случае, когда компания не работает, а на расчетном счете организации есть денежные средства, однако показатели дебиторской задолженности, запасов и краткосрочных обязательств равны нулю, ликвидность компании стремится к бесконечности.

Максимизация значения данного дробно-линейного критерия предполагает максимизацию оборотных активов и минимизацию знаменателя (краткосрочной задолженности). Это означает неограниченный рост запасов и дебиторской задолженности, что само по себе содержит угрозу эффективности операционной деятельности. В то же время ситуация, когда данный критерий близок к нулю, т. е. активы невелики по сравнению с огромными обязательствами, говорит о том, что компания – банкрот либо близка к этому состоянию.

Предполагаются максимизация значения каждого из критериальных индикаторов (на основе нахождения допустимых экстремальных значений их элементов) и нахождение потенциально возможных максимальных значений в контексте их взаимодействия. «Спусковым механизмом», определяющим нужную целевую ориентацию, должны стать количественные и качественные характеристики условий предпринимательства (индикаторы финансового и товарного рынков, динамика дебиторской и кредиторской задолженности и т. д.), а также определение допустимых и критических значений их уровней. Постоянный оперативный мониторинг этих характеристик должен выявлять целесообразность преимущественной ориентации управления активами (на рентабельность, ликвидность или их паритет).

При этом, помимо математических методов, должен быть задействован существующий инструментарий финансового менеджмента [16]: например, методы управления активами и источниками их финансирования посредством применения SWOT-анализа, элементов стоимостно-ориентированного анализа, PEST+M-анализа, анализа товарного портфеля с использованием

BCG (и матрицы McKinsey). Акцент должен делаться на управление проблемной составляющей активов (прежде всего оборотных) с учетом специфики функционирования их видов. Например, при формировании дебиторской задолженности целесообразно использовать методы мониторинга контрагентов и способы ее регулирования (форфейтинг, факторинг, цессия, заключение соглашения об отступном и др.); при формировании запасов – метод интегрированного ABC- и XYZ-анализа, методы оптимизации размера запасов и т. д.

При определении источников финансирования предполагается оптимизация схем финансирования активов (кредитная линия, овердрафт, сделка buy-back, сделка товарного РЕПО, аккредитивная форма расчетов, вексельное кредитование и т. д.). Например, использование овердрафта (особенно со страхованием ответственности контрагента вместо удержания значительных резервов), с одной стороны, может «работать» на рост ликвидности, так как облегчает полное и своевременное выполнение обязательств перед контрагентами, с другой – способно повысить рентабельность, так как высвободившиеся средства можно разместить в различные доходные финансовые инструменты.

В текущей и краткосрочной перспективах компания может повысить ликвидность, реализуя операции РЕПО (временно избавившись от нежелательных активов и одновременно обеспечивая рост капитала на финансовом рынке). Консолидация с другими компаниями (перекрестное поручительство, «единые активы») на рынке повышает вероятность удешевления и смягчения условий кредитования.

Как уже было отмечено, реализация мультикритериальной модели предполагает синергию обоих целевых ориентиров. Так, высокорентабельные компании могут претендовать на увеличение размера банковского овердрафта, облегчение условий заимствования в целом, пониженную кредитную ставку по операциям РЕПО и т. д. Одновременно имеется обратное воздействие: например, избыточная ликвидность часто свидетельствует о ненужной консервации ликвидных активов и приводит к снижению операционной активности (деньги не работают должным образом).

Формируя портфель контрактных обязательств, компания должна гибко реагировать на изменяющиеся условия хозяйствования. Например, в случае, когда она максимизирует значения одного критерия – скажем, рентабельности, соответственно снижая ликвидность, – но имеет банковский договор овердрафта и договор РЕПО с контрагентом о выкупе основных фондов, то при возникновении срочной потребности в значительных финансовых ресурсах она может мобилизовать их за короткий период времени по приемлемой стоимости.

Таким образом, увеличение частоты изменений внешней среды обусловило неэффективность существующих стратегий формирования структуры и источников финансирования активов, что требует принципиально новых подходов к их разработке, обеспечивающих генерирование денежных средств в размере, достаточном для обеспечения эффективной операционной деятельности и одновременно достаточной степени платежеспособности. В контексте этого важной представляется разработка мультикритериальной стратегической модели. В условиях высокой экономической нестабильности ее реализация позволит увязать функционирование активов компании с целевыми ориентирами рентабельности и ликвидности одновременно, а также в зависимости от изменяющихся внешних условий на базе автономного саморегулирования осуществлять максимизацию одного из целевых направлений (ликвидность, рентабельность) в соответствии с экономической целесообразностью.

Ссылки:

1. Kim Chang-Soo, Mauer D.C., Sherman A.E. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1998. Vol. 33, no. 3. P. 335–359. <https://doi.org/10.2307/2331099>.
2. Deloof M. Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? // *Journal of Business Finance Accounting*. 2003. Vol. 30, no. 3-4. P. 573–587; Van Horne J.C. *Financial Management and Policy*. 12th ed. New Jersey, 2002. P. 421–483.
3. Kwenda F., Holden M. Working Capital Structure and Financing Pattern of Selected JSE-Listed Firms // *Mediterranean Journal of Social Sciences*. 2013. Vol. 4, no. 13. P. 531–540. <https://doi.org/10.5901/mjss.2013.v4n13p531>.
4. Padachi K. Trends in Working Capital Management and Its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms // *International Review of Business Research Papers*. 2006. Vol. 2, no. 2. P. 45–58.
5. Knauer T., Wöhrmann A. Working Capital Management and Firm Profitability // *Journal of Management Control*. 2013. Vol. 24, no. 1. P. 77–87.
6. Kim Chang-Soo, Mauer D.C., Sherman A.E. Op. cit.
7. Bensoussan A., Chutani A., Sethi S.P. Optimal Cash Management under Uncertainty // *Operations Research Letters*. 2009. Vol. 37, no. 6. P. 425–429. <https://doi.org/10.1016/j.orl.2009.08.002>.
8. Enqvist J., Graham M., Nikkinen J. The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland // *Research in International Business and Finance*. 2014. Vol. 32, iss. C. P. 36–49.
9. Viet Anh Dang, Minjoo Kim, Yongcheol Shin. Asymmetric Adjustment Toward Optimal Capital Structure: Evidence from a Crisis // *International Review of Financial Analysis*. 2014. Vol. 33. P. 226–242.

10. Appuhami B.A. The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand // *International Management Review*. 2008. Vol. 4, no. 1. P. 8–21.
11. Appuhami B.A. Op. cit. ; Chiou J.-R., Cheng L., Wu H.-W. The Determinants of Working Capital Management // *Journal of American Academy of Business*. 2006. Vol. 10, no. 1. P. 149–155 ; Lamberson M. Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity // *American Journal of Business*. 1995. Vol. 10, no. 2. P. 45–50 ; Viet Anh Dang, Minjoo Kim, Yongcheol Shin. Op. cit.
12. Олейник Г.С., Миронова К.А. Управление текущими финансовыми потребностями компании в условиях экономической нестабильной внешней среды // *Теория и практика общественного развития*. 2015. № 11. С. 91–93.
13. Там же.
14. Kim Young, Srinivasan V., Morgan G.E. Toward the Development of a Theory of Corporate Financial Planning // *Advances in Working Capital Management*, 1991. Vol. 2. P. 27–47.
15. Олейник Г.С., Миронова К.А. Указ. соч.
16. Там же.

References:

- Appuhami, BA 2008, 'The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand', *International Management Review*, Vol. 4, no. 1, pp. 8–21.
- Bensoussan, A, Chutani, A & Sethi, SP 2009, 'Optimal Cash Management under Uncertainty', *Operations Research Letters*, Vol. 37, no. 6, pp. 425–429. <https://doi.org/10.1016/j.orl.2009.08.002>.
- Chiou, J-R, Cheng, L & Wu, H-W 2006, 'The Determinants of Working Capital Management', *Journal of American Academy of Business*, Vol. 10, no. 1, pp. 149–155.
- Deloof, M 2003, 'Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?', *Journal of Business Finance Accounting*, vol. 30, no. 3-4, pp. 573–587. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Enqvist, J, Graham, M & Nikkinen, J 2014, 'The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles: Evidence from Finland', *Research in International Business and Finance*, vol. 32, iss. C, pp. 36–49. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.03.005>.
- Kim Chang-Soo, Mauer, DC & Sherman, AE 1998, 'The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33, no. 3, pp. 335–359. <https://doi.org/10.2307/2331099>.
- Kim Young, Srinivasan, V & Morgan, GE 1991, 'Toward the Development of a Theory of Corporate Financial Planning', *Advances in Working Capital Management*, Vol. 2, pp. 27–47.
- Knauer, T & Wöhrmann, A 2013, 'Working Capital Management and Firm Profitability', *Journal of Management Control*, Vol. 24, no. 1, pp. 77–87. <https://doi.org/10.1007/s00187-013-0173-3>.
- Kwenda, F & Holden, M 2013, 'Working Capital Structure and Financing Pattern of Selected JSE-Listed Firms', *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol. 4, no. 13, pp. 531–540. <https://doi.org/10.5901/mjss.2013.v4n13p531>.
- Lamberson, M 1995, 'Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity', *American Journal of Business*, Vol. 10, no. 2, pp. 45–50. <https://doi.org/10.1108/19355181199500015>.
- Oleynik, GS & Mironova, KA 2015, 'The management of current financial needs of companies under the conditions of economic instability', *Teoriya i praktika obshchestvennogo razvitiya*, no. 11, pp. 91–93, (in Russian).
- Padachi, K 2006, 'Trends in Working Capital Management and Its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms', *International Review of Business Research Papers*, Vol. 2, no. 2, pp. 45–58.
- Van Horne, JC 2002, *Financial Management and Policy*, 12th ed., New Jersey, pp. 421–483.
- Viet Anh Dang, Minjoo Kim & Yongcheol Shin 2014, 'Asymmetric Adjustment Toward Optimal Capital Structure: Evidence from a Crisis', *International Review of Financial Analysis*, Vol. 33, pp. 226–242. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.02.013>.