

# ДАНЪЧНОТО ПЛАНИРАНЕ – ИНОВАТИВНО ПРИЛОЖЕНИЕ НА КОРПОРАТИВНИТЕ ФИНАНСИ

## THE TAX PLANNING – AN INNOVATIVE APPLICATION OF THE CORPORATE FINANCE

*Д-р Емил Калчев, Нов български университет*

*Emil Kalchev, PhD, New Bulgarian University*

**Анотация:** Корпоративните данъци са паричен поток от предприятия към държавния бюджет и на практика се понасят от собствениците им. Ето защо те са обект на корпоративните финанси. От друга страна, налагането на корпоративни данъци развива явни и скрити ефекти върху финансовите решения на икономическите актьори, за анализирането, изследването и оценяването на които е разработено научно и образователно направление, наречено данъчно планиране, което доразвива и обогатява корпоративните финанси.

**Abstract:** Corporate taxes are cash flows from corporations to the state budget and, practically, their shareholders bear them. They are logically included in the calculations in the corporate finance. On the other hand side, taxes cause evident and hidden effects on the financial decision making in corporations. The tax planning discovers, analyzes and assesses the effects of taxes on corporate decisions using the methodology of the corporate finance. Thus, it can be considered as an innovative application of the corporate finance.

**Key words:** tax planning, tax effects, corporate taxation

**Indexes of JEL classification:** H24, H25, H29

### **I. Идейна постановка**

В по-старата теория на предприятието (корпорацията) финансите заемат подчинена роля. Тогава теорията е насочена главно към изследване на човешките потребности и начините за задоволяването им чрез ин-

дустриално производство. Финансовата сфера в предприятието трябва да само да подкрепя производството, осигурявайки необходимите му финансови ресурси за инвестиции и за оперативното протичане на производствения процес. Централни теми на финансите на предприятието (корпоративните финанси) от това време са формите за финансиране и планирането и управлението на ликвидността. Разглеждането на тези проблеми е силно повлияно от счетоводното мислене – счетоводството не само е информационна база на корпоративните финанси, но и те от своя страна изследват главно счетоводния баланс и отчета за приходите и разходите. Концентрирайки се върху описанията на формите за финансиране (което е сериозен проблем на фона на неразвения капиталов пазар тогава) и върху разработването на нови техники за планиране на ликвидността, на заден план остават проблемите за финансовото целеполагане в предприятието, както и оценката на приноса на инвестициите и финансирането към заложените финансови цели [Schmidt/Terberger: 9-36].

Успоредно с по-старата теория на корпоративните финанси, от 30-те години на миналия век насам интензивно се развива неокласическата икономика, както и теорията за вземане на решения. И двете решаващо повлияват корпоративните финанси, така че те днес не само се базират на техните принципи, но и творчески ги конкретизират в изследването на своя предмет – финансите на предприятието.

*Теорията на решението* изследва решенията по абстрактен начин, като избор измежду алтернативи въз основа зададен критерий. Поради обстоятелството, че всички клонове на икономическата теория са свързани с вземане на решения, теорията на решението се явява в ролята метатеория, прилагана във всички съвременни икономически направления и дисциплини, включително и в корпоративните финанси [Kahneman/Tversky].

*Неокласическата икономика* възприема перспективата на отделните икономически субекти (домакинства) и изследва условията за максимизиране на тяхната полза (в рамките на т. нар. парциален анализ). Централен координационен механизъм между индивидуалните икономически планове е пазарът, поради което държавата не трябва да се намесва в икономиката освен в случаите на пазарен провал [Kreps].

Възприемайки постановките на теорията на решението и неокласическата икономика, в *съвременните корпоративни финанси* предприятието се схваща вече не (главно) като място за производствена дейност, а преди всичко като инструмент за максимизиране богатството на собствениците посредством оптимални инвестиционни, финансира-

щи и касаещи разпределението на печалбата (стратегически) решения [Brigham/Gapenski/Davis: 3]. Тези решения са насочени към бъдещето и не целят максимизиране на счетоводната печалба, а максимизиране на нетната съвременна стойност на паричните потоци в полза на собствениците, генерирани в резултат от взетите решения.

Данъците върху доходите от (притежаването на) предприятие са паричен поток от собственика към държавния бюджет. Независимо че формално предприятието е самостоятелно (най-често юридическо) лице, което плаща корпоративни данъци (главно данък върху печалбата), в крайна сметка тези данъци се плащат от собствениците, защото на тях принадлежи печалбата. Следователно подоходните данъци трябва логично да бъдат включени в моделите на корпоративните финанси, които обхващат паричните потоци в предприятието, както и тези между него и окръжаващата икономическа среда.

В станалите класически поради множеството си издания и разпространение в целия свят учебници по корпоративни финанси [напр. Brigham/Gapenski/Davis, Brealey/Mayers, Weston/Brigham] данъците се включват главно в три направления: при калкулирането на нетните парични потоци, в модела на Моделиани и Милър относно индиферентността на стойността на компанията към капиталовата ѝ структура и при дивидентната политика. Въпреки че там бегло са илюстрирани някои икономически ефекти на данъците: напр. след включването на данъци стойността на компанията вече не е индиферентна към капиталовата ѝ структура, данъците могат да повлияят дивидентната политика на предприятието и т.н., тези ефекти не се изследват нито в достатъчна ширина, нито в необходимата дълбочина, нито в ясна концептуална рамка. Причините за това са най-малко три: първо, моделирането и анализът на данъчните ефекти предполага познаване на данъчните структури, което не е възможно в рамките на общ курс по корпоративни финанси; второ, данъчните структури на всяка държава се различават една от друга, което прави невъзможно включването им в „универсални“ учебници и курсове, и, трето, корпоративните финанси не се концентрират върху препоръки към макрорамката, а преди всичко върху нейното използване за максимизиране богатството на инвеститорите. От друга страна, данъчните съображения и ефекти биха могли да бъдат решаващи при вземането на финансови решения, поради което те не могат да бъдат игнорирани в теорията.

Ето защо изследването на данъчните ефекти се обособява в отделно (частно) изследователско направление (в т.ч. и учебни дисциплини), познати под общото наименование (стратегическо) *данъчно планиране*.

Приноси в областта на стратегическото данъчно планиране имат редица именити изследователи, като например Самуелсон, Браун, Броуди, Брус, Десай, Дебру, Вагнер, Венгер, Съоренсон, Вайсбах, Розе и др.

## II. Теоретичен модел на данъчното планиране

Идейната платформа на корпоративните финанси и данъчното планиране е неокласическата икономика, която е ориентирана към изследване на индивидуалните икономически решения, застъпва идеята за минимална намеса на държавата в икономиката и обобщава индивидуалните решения на равнище национална икономика. Освен обща идейна платформа тези две научни направления ползват и един и същ аналитичен инструментариум – този на инвестиционното смятане.

В контекста на данъчното планиране постулатът за ненамеса на държавата се превежда като ненамеса на държавата чрез данъците в решенията на стопанските актьори. Например при инвестиционно решение, което е централно в съвременните корпоративни финанси, това значи, че ако без отчитане на данъци притежателят на финансови средства е подредил според нетната им настояща стойност инвестиционните си алтернативи в следната последователност:

$$D, A, B, C, E,$$

след налагането на подоходни данъци с размер  $t$  тази последователност трябва да остане непроменена:

$$D', A', B', C', E'.$$

Изпълнено ли е това условие, данъчната система е (формално) неутрална и инвестиционното решение може да бъде взето без включване на данъци в него, защото каквото е то без данъци, такова ще бъде и с данъци. Обратно, ако данъците разместват реда на инвестиционните алтернативи, е очевидно, че данъчната система влияе върху решенията на стопанските субекти и тя не е неутрална, а изкривяваща пазарната реалност. Следователно икономическите решения не могат да бъдат вземани само въз основа на пазарни фактори (цени, количества, технологични възможности и т.н.), а в тях непременно трябва да бъдат отчитани и (изкривяващите) данъци. Това не само значително усложнява и оскъпява моделирането и вземането на финансови решения, но често ги прави и нееднозначни. В повечето случаи решенията се разпадат на отделни случаи и класове.

Едно условие за неразместване на алтернативите в рамките на дадено решение е критерият с данъци да е линейна трансформация на критерия без данъци. В случая на инвестиционното решение това условие придобива вида:

$$(1) \quad NPV(X)'_0 = (1-t)NPV(X)_0,$$

където  $NPV'_0$  е нетна настояща стойност след данъци,  $NPV_0$  – нетна настояща стойност преди данъци,  $t$  – данъчен размер,  $X$  – инвестиционна алтернатива.

Използвайки означенията от горния пример, условието за неутралност (1) може да бъде разписано по следния начин:

$$NPV(A)'_0 = (1-t)NPV(A)_0$$

$$NPV(B)'_0 = (1-t)NPV(B)_0$$

$$NPV(C)'_0 = (1-t)NPV(C)_0$$

$$NPV(D)'_0 = (1-t)NPV(D)_0.$$

Очевидно е, че в този случай, ако:

$$NPV(A)_0 > NPV(B)_0 > NPV(C)_0 > NPV(D)_0,$$

то не само е изпълнено:

$$NPV(A)'_0 > NPV(B)'_0 > NPV(C)'_0 > NPV(D)'_0,$$

но и винаги е налице запазване на съотношението между всеки две инвестиционни алтернативи, например:

$$\frac{NPV(A)_0}{NPV(B)_0} = \frac{NPV(A)'_0}{NPV(B)'_0}.$$

С други думи, ако за дадена данъчна система е изпълнено условие (1), то: първо, всяка инвестиционна алтернатива, имаща положителна (отрицателна) нетна съвременна стойност без отчитането на данъци, ще има положителна (отрицателна) нетна съвременна стойност и с отчитане на данъци и, второ, инвестиционният избор, осъществен без отчитане на данъци, ще е идентичен с този, реализиран при включване на данъци. Или, при действие на такава (неутрална) данъчна система инвестиционни решения могат да се вземат, без да се имат предвид данъците, а единствено на база пазарни фактори.

### III. Корпоративен данък

Нека се концентрираме върху действащия в момента у нас корпоративен данък, абстрахирайки се не само от другите елементи на доходната данъчна система, но и изобщо от всички други данъци. Ще изложим схематично материалното съдържание на този данък и ще го включим в модела на едно хипотетично инвестиционно решение, след което ще проверим дали за него е изпълнено условие (1) за неутралност (вж. параграф IV.).

В сегашната си структура корпоративният данък в България бе въведен през 1997 г. със *Закона за корпоративното подоходно облагане (ЗКПО)*, който отмени действащия дотогава данък върху печалбата. Субекти на облагане с корпоративен данък са (главно) юридическите лица, които са местни – неограничено данъчно отговорни, и чуждестранни – ограничено отговорни. Обект на данъка са общите печалби на местните лица и частта от печалбите на чуждестранните, произхождаща от България. Данъчна основа на корпоративния данък е *данъчната печалба (или загуба)*. Тя се получава, като годишният счетоводен финансов резултат (печалба или загуба) се преобразува по разпоредбите на закона. Данъчният размер на корпоративния данък е 10 на сто.

В рамките на *преобразуването* някои от компонентите на счетоводните приходи и разходи, формирали (счетоводния) финансов резултат, се предефинират по императивните разпоредби на данъчния закон. В резултат на това една част от тях се признава за данъчни цели, втора изобщо не се признава, трета се признава при определени условия, а четвъртата – в различен размер. На практика законът налага едно повторно (данъчно) счетоводство, което цели да бъдат изключени възможностите за манипулиране на печалбата, предоставени от далеч по-либералното счетоводно законодателство. Технически преобразуването се извършва чрез изваждане и добавяне на различни компоненти от и към счетоводните приходи и разходи. По-специално тези изваждани и добавяни компоненти са обособени в няколко групи: данъчни разлики; суми, участващи при определяне на финансовия резултат, и данъчни амортизации.

*Данъчните разлики* са два вида – постоянни и временни. Тук ще определим функцията им и ще изброим някои от тях. Не е възможно данъчните разлики да бъдат схематично и ясно представени, нито да бъдат открити никакви генерални тенденции в съдържанието им, защото това са огромен брой отделни и различаващи се по насоченост разпоредби, които *ad hoc* регулират (потенциални) възможности в счетоводството за манипулиране на печалбата.

Данъчните *постоянни разлики* са счетоводни разходи или приходи, които не са признати за данъчни цели. Когато това е разход, с него се увеличава счетоводният финансов резултат. Обратно, последният се намалява с непризнат приход. Непризнати данъчно са например: разходи, несвързани с дейността, разходи за плащането на парични санкции, разходи за дарения над определените лимити, напр. и когато с тях се прикрива разпределение на печалбата, и др. Непризнати са приходите от дивиденди от други предприятия, от лихви върху надвнесени публични задължения и т.н.

Данъчните *временни разлики* възникват, когато приходи или разходи са признати за данъчни цели, но в година, различна от тази на счетоводното им отчитане. Ако разход не е признат в годината на отчитането му, с него се увеличава финансовият резултат. Тогава е и моментът на възникване на временната разлика. Когато настъпят данъчните условия за признаването му, бъдещият счетоводен резултат ще бъде намален с този разход (т. нар. обратно проявление на данъчната временна разлика). Ситуацията при приходите е тъкмо обратна – те първо се вадят от счетоводния резултат, а когато настъпят условията за признаването им, се прибавят към него. Приходите и разходите, водещи до временни разлики, са най-разнообразни. Тук могат да бъдат споменати само някои от тях, например тези от последващи оценки на активи и пасиви – те се признават не в годината на отчитането, а в тази на отписването им; разходите за провизии на задължения – признават се при погасяване на задължението с провизията; разходи по неизползвани отпуски – признават се в годината на реалното им изплащане, и т.н.

*Сумите, участващи при определяне на данъчния финансов резултат*, се използват в рамките на преобразуването, например, за да се „изчисти“ счетоводната печалбата на предприятията от влиянието на печалби и загуби от инвестиции на организирания капиталов пазар. Печалбите от такива инвестиции се приспадат, а загубите се добавят към счетоводната печалба/загуба на фирмата. По този начин в данъчния финансов резултат остава само финансовият резултат от основна дейност.

Основно внимание в закона е отделено на *данъчните амортизации*, защото амортизацията по принцип са „класическият“ инструмент за манипулиране (управление) на печалбата. В крайна сметка мотивите за подобна манипулация може изобщо да не са данъчни, но е възможно да бъде преследвано и „изтласкване“ на данъчните плащания напред във времето, водещо до по-малката им нетна настояща стойност. За да бъде отнета тази възможност, ЗКПО въвежда линейни данъчни амортизационни норми, които действат като лимити (горни граници) за аморти-

тизациите, формиращи данъчния финансов резултат. Технически счетоводните амортизации не се признават за данъчни цели и трябва да бъдат прибавени обратно към счетоводния финансов резултат, след което от него се изваждат данъчните амортизации. За данъчни цели *амортизируеми активи* са: дълготрайни материални активи (ДМА) със стойност над 500 лв.; дълготрайни нематериални активи (ДНА) със стойност над 500 лв., които са придобити, имат ограничен полезен живот и се ползват по-дълго от една година; сумите за маркетингови проучвания, бизнес-планове и фирмени стратегии; инвестиционните имоти, с изключение на земята, и др. Тези активи са разпределени в седем категории и на всяка от тях е определена максимално допустимата линейна амортизационна норма, както следва:

№ на категорията	Активи в категорията	Амортизационна норма (%)
Категория I	Масивни сгради, съоръжения, предавателни устройства, преносители на електрическа енергия, съобщителни линии	4
Категория II	Машини, производствено оборудване, апаратура	30
Категория III	Транспортни средства (без автомобили), покритие на пътища и на самолетни писти	10
Категория IV	компютри, периферни устройства за тях, софтуер и право на ползване на софтуер	50
Категория V	Автомобили	25
Категория VI	Данъчни дълготрайни материални и нематериални активи, за които има ограничен срок на ползване съгласно договорни отношения или законово задължение	100 /години на правното ограничение Годишната норма не може да превишава 33 1/3
Категория VII	всички останали амортизируеми активи	15

Корпоративният данък може да бъде намаляван и преотстъпван, възможно е и освобождаване от него. При преотстъпване задълженото лице не внася дължимия данък в републиканския бюджет, а той остава в неговия патримониум и може да бъде изразходван за цели, които са определени със закон. Възможно е преотстъпване или намаление при наемане на безработни или хора с увреждания. Специализираните предприятия и кооперации на хора с увреждания, земеделските производители, социал-



ните и здравноосигурителните фондове и др. също ползват подобни облекчения. Колективните инвестиционни схеми, допуснати за публично предлагане в България, и лицензираните инвестиционни дружества от затворен тип по Закона за публичното предлагане на ценни книжа не се облагат с корпоративен данък. Дружествата със специална инвестиционна цел по Закона за дружествата със специална инвестиционна цел също не се облагат с корпоративен данък и т.н.

#### **IV. Данъчно планиране – диагностика за неутралност и препоръки**

В предходния параграф изложихме накратко основните материално-правни моменти от Закона за корпоративното подоходно облагане. Стана ясно, че той представлява сложна правна норма, в резултат от прилагането на която се изчислява размерът на дължимия корпоративен данък от юридическите лица (предприятията, корпорациите). Очевидно е, че тази реално действаща в практиката данъчна норма може да бъде анализирана от множество перспективи. Например могат да бъдат изследвани нейните ефекти върху счетоводството на предприятието, върху събиращемостта на данъците и т.н. От гледна точка на данъчното планиране корпоративният данък следва да бъде оценяван относно неутралността му спрямо решенията на икономическите субекти (преди всичко собствениците на капитал).

Анализът на неутралността на корпоративния данък спрямо инвестиционното решение ни отвежда към корпоративните финанси, които са дисциплината, тематизираща това решение. Според корпоративните финанси главен критерий за реализиране на една инвестиция е нетната ѝ настояща стойност, която трябва да бъде положителна [Weston/Brigham: 485-7]:

$$(2) \quad NPV_0 = -I_0 + \sum_{n=1}^N \frac{NCF_n}{(1-r)^n} > 0,$$

където  $NCF_n$  е нетен паричен поток в период  $n$ ,  $I_0$  – инвестиционен разход (в настоящия период),  $r$  – минималната изискуема норма на възвращаемост на инвеститорите от инвестиция със сравним риск, константна за целия планов хоризонт.

Нетните парични потоци, отчитащи корпоративния данък, се изчисляват по следния начин [Brigham/Gapenski: 252]<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup> С модификации.

$$\begin{aligned}
& \text{Приходи от продажби (S)} \\
& \quad - \text{Разходи (без амортизации) (C)} \\
& \quad - \text{Амортизации (D)} \\
& = \text{Приходи преди данъци (EBT)} \\
& \quad - \text{Данъци (T)} \\
& = \text{Нетен оперативен приход след данъци (NOPAT)} \\
& \quad + \text{Амортизации (D)} \\
& = \text{Нетен паричен поток (NCF)}.
\end{aligned}$$

Ако в (2) заместим нетния паричен поток с неговото равно, т.е. с:

$$NCF_n = EBT_n - EBT_t + D_n,$$

което в разгърнат вид и след елементарни преобразувания е еквивалентно на:

$$NCF_n = (S_n - C_n) - (S_n - C_n - D_n)t,$$

се получава:

$$(3) \quad NPV_0^t = -I_0 + \sum_{n=1}^N \frac{(S_n - C_n) - (S_n - C_n - D_n)t}{(1-r)^n}.$$

Анализирайки уравнение (3), непосредствено стигаме до извода, че условие (1) за неутралност не е изпълнено. Числителят на (3) не може да бъде преобразуван така, че от него да бъде изнесен пред скоби факторът  $(1-t)$ . Следователно българският подоходен данък изкривява инвестиционните решения.

Ясно е, че този тип изкривяване трудно би могъл да бъде установен „с просто око“. Той се разкрива само след целенасочен анализ, базиращ се на методологията на корпоративните финанси и критериите, разработени от данъчното планиране.

След диагностицирането на изкривяващия ефект на корпоративния данък, задача на данъчното планиране е да го изследва и оцени количествено, както и да разработи препоръки на база на тази оценка [König/Wosniza: 2]. Според техните адресати препоръките, давани от данъчното планиране, са два типа: препоръки към фискалната политика и към индивидуалните инвеститори. *Препоръките към фискалната политика* съдържат предложения за модифициране на изкривяващия данък, така че той да стане неутрален. Ако те бъдат приети, пазарът ще остане единственият координационен механизъм в икономиката и ще бъде изпълнен

класическият идеал за ненамеса на държавата, по-специално, ненамеса чрез данъците в решенията на стопанските актьори. Най-известната подобна модификация е т. нар. плосък данък. Наред с нея в теорията на данъчното планиране са познати и други концепции, с които се постига неутралност на подоходните данъци. *Препоръките към инвеститорите* съдържат указания как изкривяващите ефекти да бъдат използвани за максимизиране на индивидуалното им богатство. Тези препоръки могат да бъдат интерпретирани и като (косвена) мярка за фактически натиск върху фискалната политика за приемане на препоръките, водещи до неутралност.

Освен горепосочените (скрити) ефекти на корпоративния данък, могат да бъдат открити и явни такива. Очевидни са например изкривяващите ефекти, произтичащи от цитираните в параграф III възможности, давани от закона, за намаляване, преотстъпване и освобождаване от корпоративен данък. В тези случаи икономическата политика е взела решение вместо пазара в кои браншове (напр. селско стопанство, капиталов пазар) в какви правно-организационни форми (напр. кооперации на хора с увреждания), на кои места (напр. райони с висока безработица) и т.н. да се инвестира. Тези отстъпления от общото правило за облагане се мотивират с мерки на икономическата политика за управление и насочване в икономиката: напр. стимулиране развитието на селското стопанство, капиталовия пазар, трудовата заетост сред хората в неравностойно положение и др.

Колкото логични и хуманни да изглеждат тези данъчни облекчения, неясни остават най-малко два въпроса: първо, дали и доколко държавата трябва изобщо да се намесва в икономиката и, второ, дали данъците са подходящият инструмент за такава намеса. На първия въпрос може да бъде отговорено само идеологически и отговорът на неокласическата икономика е, че не държавата, а пазарът трябва да регулира в кой бранш, в каква правно-организационна форма и в кой район да бъде разположена инвестицията. Вторият въпрос позволява по-конкретен отговор и той е, че данъците са неподходящ инструмент за управление и насочване в икономиката. Основни причини за тяхната непригодност са, първо, липсата на публичност относно обемите на облекченията и реалните срокове на ползването им и, второ, големите възможности за манипулации, в т.ч. използването им от неправоимащи лица. Такива лица ощетяват останалите пазарни участници, които не само трябва да плащат по-високи данъци, но и са поставени в неконкурентноспособна позиция. Далеч по-добър инструмент за икономическа политика е субсидията: тя не може да бъде скрита, размерът и използването

й подлежат на публичен контрол, обикновено е временна мярка и т.н. [Wagner/Dirrigl: 8].

Въпреки че е очевидно, че данъчните облекчения нарушават постулата за неутралност на данъците, това не значи, че е излишно тяхното детайлно изследване и количествено оценяване. Напротив, например при фиксиране върху данъчния фактор (напр. освобождаване от корпоративен данък) е възможно допускането на грешно инвестиционно решение. Едва при интегрирането му в решението и симултантното отчитане на всички фактори в модела се постига избор на инвестиционна алтернатива с максимален принос към богатството на инвеститора.

## V. Изводи

Данъчното планиране има общ идеен и методически фундамент с корпоративните финанси: и двете са ориентирани към решението и паричните потоци, развиват се в концептуалната рамка на неокласическата икономика и ползват инструментариума на инвестиционното смятане. Може да се твърди, че данъчното планиране се базира на корпоративните финанси и е частна дисциплина към тях, която изследва в дълбочина данъчните аспекти и ефекти върху индивидуалните финансови решения. За целта данъчното планиране прилага свой собствен теоретичен модел, който операционализира постулата за ненамеса на държавата в икономиката.

Корпоративните финанси се характеризират с фундаменталност и по-широк тематичен обхват от данъчното планиране. Например теми като оценка на финансовото състояние на предприятието, управление на оборотния капитал и др. не се разглеждат в данъчното планиране. Докато корпоративните финанси възприемат единствено гледната точка на индивидуалните инвеститори, данъчното планиране, анализирайки данъчните ефекти върху индивидуалните финансови решения, разработва препоръки и към фискалната политика, т.е. то обобщава резултатите от анализа и на макроравнище, в аналогия с неокласическата икономика.

Двете дисциплини се допълват по подходящ начин – корпоративните финанси дават теоретичния и концептуален фундамент за данъчното планиране, а то изследва аспекти и елементи, които не се разработват в корпоративните финанси. В този смисъл данъчното планиране се явява иновативно приложение на корпоративните финанси в данъчната сфера.

## ИСПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

- Brealey, R.A./Mayers, S.C. *Principles of Corporate Finance*, 7<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill, 2005.
- Brigham, E.F./Gapenski, L.C./Davis, P.R. *Intermediate Financial Management*, 9<sup>th</sup> ed., The Dryden Press, 2007.
- Kahneman, D./Tversky, A. *Choice, Values, Frames*. 2<sup>nd</sup> ed., The Cambridge University Press, 2002.
- König, R./Wosniza, M. *Betriebswirtschaftliche Steuerplanungs- und Steuerwirkungslehre*, Physica-Verlag, 2004.
- Kreps, D.M. *A Course in Microeconomic Theory*, Princeton University Press, 1990.
- Schmidt, R.H./Terberger, E. *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*, 3. Aufl., Gabler, 1996.
- Wagner, F.W./Dirrigl, H. *Steuerplanung der Unternehmung*, Fisher, 1980.
- Weston, J.F./Brigham, E.F. *Essentials of Managerial Finance*, 13<sup>th</sup> ed., The Dryden Press, 2005.