УДК 336.71

Пайтра Н.Г.

ДО ПИТАННЯ ПОСИЛЕННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЇ ВІТЧИЗНЯНИХ БАНКІВ

У статті проаналізовано основні методи збільшення капіталізації банків і систематизовано головні критерії, що застосовуються при їхньому виборі. Запропоновано модель докапіталізації банківських установ та зроблено рекомендації щодо її практичного використання.

The article analyzes the basic methods of increasing the capitalization of banks and systematized the main criteria used in their selection. The model of the additional capitalization of banks was offered and recommendations on its practical use were made.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Значення капіталізації банківської системи є надзвичайно важливим для її поступального розвитку. Серед головних доказів цієї тези варто назвати, по-перше, страхову функцію власного капіталу, оскільки за час фінансової кризи стало очевидним, що навіть для успішних банків ймовірним є отримання значних збитків, що покриваються з капіталу, а отже він гарантує утримання стабільності банку в важкій економічній ситуації. Таким чином власний капітал гарантує права вкладників та кредиторів банку. По-друге, обмеження щодо обсягу проведення активних операцій формуються на основі власного капіталу. Тобто, коли банк має намір розширювати свою нішу на ринку, він повинен наростити обсяг власного капіталу пропорційно до бажаної величини збільшення активних операцій. По-третє, капіталізація банку прямо впливає на стабільність не лише конкретної банківської установи, а й банківської системи загалом, та, зважаючи на її ключову роль в економіці, як фінансового посередника, провідника монетарної політики центрального банку, розрахункового та платіжного агента, спроможна посилити негативні тенденції криз чи послабити позитивні характеристики зростання. Окрім того, слабо капіталізовані банки не користуються довірою населення та знижують можливості мобілізації ресурсів для інших банків, особливо в депозитній формі, що негативно впливає на здатність кредитувати зростаючі потреби економіки в період посткризового відновлення.

Варто наголосити на тому, що показник капіталізації помилково ототожнювати лише з обсягом власного капіталу. Як відомо, він розраховується як частка, де в чисельнику регулятивний (розрахункова величина власного) капітал, а в знаменнику – активи, зважені на ризик. Розробка додаткових способів для впливу на показник капіталізації через знаменник формули спрямована головно на відбір надійних позичальників у різних галузях із страхуванням їхньої відповідальності. Так, у 2008–2009 рр. стали зрозумілими прогалини в оцінці кредитоспроможності клієнтів, що вилилися у суттєве зростання частки проблемних активів та значну потребу формування додаткових резервів. Перегляд процедур кредитування відбувся практично в усіх банках у напрямку жорсткого аналізу джерел доходу клієнтів та наявності реальної застави. На сьогодні обсяги кредитування знизилися, а банкам доводиться працювати з реструктуризацією заборгованості, аби унити додаткового формування резервів, чи констатувати її безнадійність. Однак у цьому дослідженні автор не звертатиметься до аналізу знаменника формули, що ґрунтовно опрацьований науковцями.

За цих умов та у зв'язку з негативними корективами, що внесені у кризовий період, необхідно детальніше зупинитися на зростанні власного капіталу як у кількісному, так і у якісному розрізах, що сприятиме зростанню показника капіталізації вітчизняних банків.

© ПАЙТРА Н.Г., 2012

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. В економічній літературі питанням достатності банківського капіталу, підвищення рівня капіталізації банківської системи присвячені праці багатьох провідних вітчизняних і зарубіжних економістів, серед яких: М. Алексеєнко, О. Барановський, А. Вожжов, А. Гальчинський, В. Геєць, Л. Герасименко, О. Дзюблюк, Е. Долан, Т. Кох, В. Міщенко, Ф. Мишкін, А. Мороз, С. Мочерний, О. Пронін, Д. Розенберг, Е. Рід, П. Роуз, Дж. Синкі, Дж. Хікс та інші.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Не знижуючи значення напрацювань науковців у цій сфері, треба наголосити на відсутності системного підходу до процесу посилення капіталізації вітчизняних банків, особливо у зв'язку з тим, що фінансова криза сприяла виявленню проблем та перспективних напрямів розробки процедур докапіталізації банків, що потребують додаткового дослідження.

Постановка завдання. Мета статті – систематизувати критерії вибору способів збільшення капіталу, розробити поетапну модель докапіталізації та запропонувати практичні рекомендації щодо її реалізації.

Виклад основного матеріалу дослідження. Процес формування капіталу, спрямований на вирішення низки завдань: формування достатнього обсягу капіталу, який забезпечуватиме заплановані темпи економічного розвитку (визначення загальної потреби в капіталі, розробка системи заходів із залучення), узгодження з відповідними вимогами контролюючих органів, забезпечення мінімізації фінансового ризику, пов'язаного з формуванням капіталу (диверсифікація форм капіталу, оптимізація структури джерел його формування), забезпечення достатнього рівня контролю над банком зі сторони засновників, забезпечення належного рівня гнучкості (здатність банку швидко сформувати необхідний обсяг додаткового капіталу).

На практиці банки використовують два методи управління капіталом: метод внутрішніх і метод зовнішніх джерел поповнення капіталу.

До внутрішніх джерел зростання капіталу належать продаж активів та реінвестування прибутку – це найприйнятніші і порівняно дешеві форми фінансування банку, який прагне розгортати свою діяльність. Такий підхід нарощування капітальної бази не розмиває структури власності, а тому, дає змогу зберегти наявну систему контролю за діяльністю банку і уникнути зниження дохідності акцій внаслідок збільшення їхньої кількості в обігу.

Практика антикризового менеджменту значною мірою пов'язувалася з реалізацією непрофільних, збиткових та заставних активів. Проте в ситуації, коли ринок перенасичений відповідними активами та незабезпечений ліквідністю, такі продажі здійснювалися за низькими цінами, що неспівмірні з докризовою вартістю їхньої купівлі. Таким чином, такий спосіб збільшення власного капіталу можна вважати економічно необґрунтованим, а його застосування спрямовувалося на оптимізацію витрат утримання. На сучасному етапі банки продовжують реалізацію заставленого майна, однак на отримання прибутку таким чином вони не розраховують, бо основною метою є покриття витрат кредитування (тіло кредиту, відсотки, пеня, комісії тощо).

Зниження прибутковості банків у посткризовий період пов'язане зі зростанням ціни ресурсів, а для банківських установ, що мають можливість продовжувати активні операції, виникла проблема з наявністю контрагентів, що відповідають критеріям надійності та погоджуються платити високу ціну за ресурси. Крім того, значну частину прибутку поглинає створення резервів під неякісні активи, частка яких не знижується з початку кризи.

Значна частина банків, що мають зайву ліквідність, зараз отримують прибуток з валютного ринку та ринку державних цінних паперів, що при незначному ризику характеризуються значною прибутковістю, тобто основна частка банківського прибутку формується зі спекулятивної складової.

У цей час банкам корисно було б звернути увагу на якість обслуговування та спектр пропонованого продуктового ряду. Мова йде не тільки про різноманітні програми реструктуризації кредитів, чи різнотермінові (від одного дня) депозитні програми, але й про якісне збільшення кількості продуктів комісійного напряму. Так, лише незначна кількість

банків пропонує операції з векселями, обіг яких активізувався через брак ліквідності та дорожнечу кредитів серед підприємств. Безумовного розширення та рекламування потребують послуги з пластиковими картками, мобільний та Інтернет-банкінг, факторинг.

Якість обслуговування та обізнаність персоналу про пропоновані банком продукти безумовно впливає на сприйняття клієнтами банку, а у сучасних умовах кожен відвідувач, навіть якщо він просто цікавиться або обмінює валюту, згодом може стати надійним контрагентом, яких так бракує.

Чистий прибуток банку, що залишається в його розпорядженні після сплати податків, спрямовується на забезпечення дивідендних виплат акціонерам або достатнє фінансування діяльності. Тому дивідендна політика банку вагомо впливає на можливості розширення власного капіталу за рахунок внутрішніх джерел.

Дивідендна політика впливає не тільки на внутрішні джерела зростання капіталу, а й на зовнішні, адже можливості додаткового залучення капіталу формуються на підставі здійснюваної банком дивідендної політики. Тут доцільно згадати про гіпотезу змісту інформації або сигналізування. Згідно цієї теорії, припущення ринку про 5% підвищення дивідендів для банку має три можливих наслідки. Якщо збільшення відбудеться на рівні 5%, то зміна ціни акцій не відбудеться, оскільки підвищення передбачене, тобто можна сказати знецінене. Проте збільшення більш ніж на 5% спричинить зростання курсу акцій, як і зростання менше ніж на 5% викличе зниження ціни. Тому менеджери обмежують виплати лише в крайніх випадках і підвищують виплати лише будучи певними у стабільному зростанні прибутку в майбутньому.

Додатковим обмеженням для виплати дивідендів можуть бути також вимоги кредиторів, визначені у договорах, щодо максимального накопичення прибутку або певного показника прибутковості в період використання їхніх коштів.

Загалом, використання дивідендних реінвестиційних планів обґрунтоване, оскільки це спосіб для банку залучити довгострокових акціонерів, при цьому останнім, зазвичай, надається знижка 3–5% від номіналу акцій [1, с.548]. Недоліком для акціонерів є необхідність сплати податків, незважаючи на те, що реального готівкового дивіденду отримано не було.

У ситуації переважної збитковості в банківській системі виплата дивідендів не здійснювалася, лише поступове відновлення стабільності сприяє можливості відновлення отримання прибутку акціонерами.

Залучення капіталу за рахунок зовнішніх джерел можливе шляхом емісії акцій та капітальних боргових зобов'язань (субординованого боргу).Менеджмент банку вдається до зовнішніх джерел нарощування капіталу тоді, коли потрібно забезпечити отримання великих обсягів коштів. Така ситуація може виникнути, якщо НБУ переглянув норми достатності капіталу, банк планує активне розширення діяльності чи зазнає значних збитків, тому менеджмент має завдання суттєво наростити капітал, що можливо лише за рахунок зовнішніх джерел.

Оптимальне зовнішнє джерело – емісія акцій. При додаткових емісіях банк прагне випускати насамперед привілейовані акції, щоб запобігти розширенню кола власників звичайних акцій та зміни структури управління банком. Підвищення попиту на привілейовані банківські акції можливе за підвищення їх прибутковості до рівня облігацій (оскільки акціонер менш захищений, а за відсутності права управління стимулом має бути прибуток), можливість конвертації на прості акції [2, с.77].

Такий спосіб збільшення статутного капіталу можна використати тоді, коли є впевненість у позитивній реакції акціонерів і їхній спроможності доплатити різницю вартості більшості акцій. В іншому випадку банкові доведеться викупити значну кількість акцій та організовувати їх розміщення.

Якщо йдеться про додатковий випуск акцій, то у світовій практиці напрацьовано такі методи їх розміщення [3, с.230]: публічна пропозиція на ринку необмеженому колу інвесторів, пропозиція для обмеженого кола інвесторів, продаж акцій серед існуючих акціонерів і продаж в межах опціонних чи конверсійних зобов'язань.

Як варіант випуску акцій може виступати IPO (initial public offerings) – перше публічне розміщення акцій на біржі, де їх вільно купує широке коло приватних і інституційних інвесторів. На практиці в термін IPO вкладають і поняття публічного розміщення, що здійснюється повторно: приватне розміщення серед вузького кола інвесторів відібраних консультантом з лістингом на біржі; пряме розміщення акцій прямо інвесторам без використання торгових площадок; додаткове розміщення акцій емітентом, що вже має лістинг на біржі, публічний продаж акцій одним з великих акціонерів [4, с.70].

До переваг IPO варто віднести поліпшення фінансового становища, підвищення попиту на акції та їх ціни, поліпшення іміджу та корпоративної культури, диверсифікація портфеля за рахунок продажу частини акцій акціонерами або вихід з бізнесу, визначення ринкової вартості банку, ефективний шлях до злиттів та поглинань.

Поряд із численними перевагами існує і ряд можливих недоліків IPO, таких як втрата контролю над банком та обмеження свободи дій керівництва, необхідність розкриття інформації про бізнес і власників та регулярна звітність, великі витрати на організацію IPO (до 12% від обсягу залучених коштів) [5, с.14–15].

Випуск і розміщення на ринку акцій банку – це найдорожчий з погляду вартості спосіб нарощування капіталу. Високі витрати супроводжуються чималим ризиком, який полягає в ймовірності зниження прибутку на одну акцію та втрати контролю над банком акціонерами. Якщо емісія акцій велика, то акціонери можуть бути не в змозі викупити всі нові акції, тоді перед банком постане загроза зміни власників шляхом переходу контрольного пакета до інших акціонерів. Проте розширення кола акціонерів може створити сприятливі умови для залучення додаткових коштів у майбутньому. Перевагами цього способу є можливість отримати значні грошові ресурси та поліпшити позиції банку щодо залучення коштів у майбутньому. Крім того, додаткова емісія може бути використана як захист від недружнього поглинання. Варто також зауважити, що коли значно зростає прибуток банку, акціонери претендують на пропорційне зростання їх дивідендів, в той час як власники боргових зобов'язань отримують стабільні відсотки (проте у випадку відсутності прибутку акціонери можуть залишатися без дивідендів, а от власникам боргових вимог платити відсотки все одно потрібно).

Зростання власного капіталу через додаткову емісію найбажаніше з боку як НБУ, так і клієнтів банку, адже це додаткова гарантія надійності установи та забезпечення прав її контрагентів. Проте її використання серед постійного кола акціонерів малоймовіне через обмеженість їхніх можливостей, а залучення додаткових внесків можливе лише за стабільної та прибуткової діяльності, основою якої і є власний капітал банку.

Складаючи плани емісії акцій, менеджмент банку має визначити свої можливості й проаналізувати, чи буде забезпечено достатній рівень прибутковості для підтримки стабільного рівня дивідендів, бо якщо цього досягти не вдається, акції банку будуть знецінюватися.

У сучасних умовах розвитку економіки більшість банків стикнулися з потребою збільшення статутного капіталу. Для тих структур, власники яких спроможні дофінансувати, відбувається відновлення діяльності, для інших – застосовується тимчасова адміністрація, що сприяла пошуку нових акціонерів, в тому числі держави, або ліквідації.

Капітальні боргові зобов'язання (субординований капітал) – це довгострокові позичкові кошти, вкладені в банк зовнішніми інвесторами. Такі зобов'язання банку в разі банкрутства є другорядними порівняно із зобов'язаннями перед вкладниками, але мають пріоритет перед акціонерами під час встановлення порядковості виплат. Субординовані зобов'язання за своєю економічною природою для банку є позиковими коштами, які потрібно буде повертати власникам, проте, з огляду на тривалий період їх використання та можливість обміну на акції банку, такі кошти можна прирівнювати до власних. Крім того, банки можуть скористатися цим джерелом знову, погашаючи попередній борг за рахунок нової емісії. Залучення субординованих зобов'язань може здійснюватися шляхом випуску облігацій чи єврооблігацій.

Доступність такого джерела поповнення капіталу великою мірою визначається банківським законодавством конкретної країни, тому не всі банки можуть ним скористатися. Випуск субординованих зобов'язань, як метод поповнення капіталу, полягає в підвищенні показників прибутковості на акцію, якщо такі кошти приносять дохід, який перевищує процентні виплати за ними. Проте такий спосіб формування капіталу порушує стійкість банку (співвідношення власних і залучених коштів – леверидж) і підвищує ризик банківських операцій, що може негативно вплинути на ціну акцій банку.

Проблеми з виплатою боргових зобов'язань у період фінансово-економічної кризи сприяли зниженню довіри до вітчизняних банків. Проте для стабільних і надійних контрагентів залучення капіталу таким чином є нормальною практикою. Серед перших розміщення єврооблігацій здійснив ПАТ «Укрексімбанк» вже у квітні 2010 р. під 8,375% річних, при цьому викуп відбувся достроково за значного попиту [6].

За результатами проведеного дослідження методів докапіталізації потрібно зауважити, що управлінський підхід до оцінки оптимальних джерел отримання коштів ґрунтується не лише на аналізі вартості ресурсів, а передбачає низку критеріїв, що залежно від існуючої в банку та на ринку ситуації мають більше чи менше значення при прийнятті рішення (табл. 1). Перевагою управлінського підходу є спрощення підготовчого етапу капіталізаційного процесу для банківської установи та здійснення обґрунтованого вибору, що базується на глибокій оцінці можливих варіантів.

Таблиця 1

Застосування управлінського підходу
до вибору методу збільшення власного капіталу(розроблено автором)

		Внутрішні методи залучення		Зовнішні методи залучення	
		Рекапіталізація прибутку	Продаж активів	Емісія акцій	Субординовані зобов'язання
Залежність від кон'юнктури ринку		–	+	+	+
Наявність витрат залучення		–	+ але незначні	+	Менші, ніж в акцій
Наявність витрат обслуговування		–	–	+ (дивіденд)	+ (відсоток)
Простота процедури		+	+	–	–
Загроза втрати корпоративного контролю		–	–	+	–
Зниження прибутковості на акцію		–	–	+	–
Оподаткування		+	+	+	+
Сума залучення	Значна	–	–	+	+
	Незначна	+	+	–	–
Швидкість нарощування	Значна	+	+	–	–
	Незначна	–	–	+	+
Сприяння майбутнім залученням		–	–	+	+

Вартісну оцінку джерел докапіталізації здійснюють математично (рис. 1).

Інколи вартість субординованих зобов'язань корегують ще на ставку податку, оскільки відсотки за облігаціями відносять до валових витрат.

Ці показники є оптимальними для розрахунку вартості, оскільки враховують вплив більшості факторів розміщення та є доступними у використані. Більш точні, проте складні розрахунки здійснюються за допомогою комп'ютерних програм.

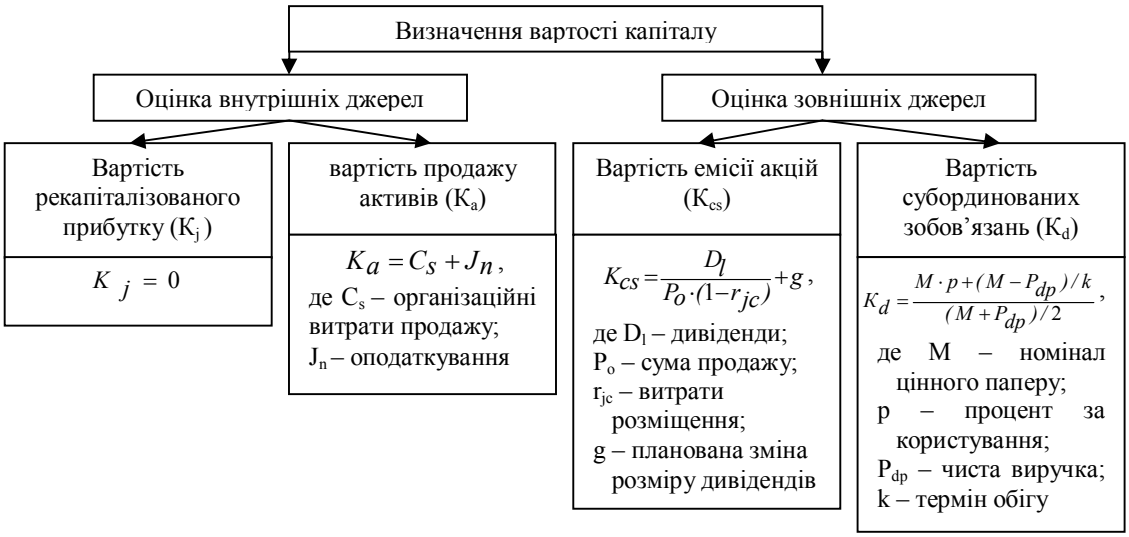

Рис. 1. Розрахунок вартості до капіталізації (узагальнено автором на підставі) [7, с.611–617].

Менеджмент банку повинен мати напрацьовану логіко-структурну функціональну модель реалізації заходів докапіталізації, що відповідають існуючій ситуації та є оптимальним для цієї установи. Вважаємо, що така модель повинна забезпечувати розробку і реалізацію управлінських рішень, спрямована на усунення диспропорцій між власним і залученим капіталом та забезпечує реалізацію визначеної стратегії діяльності банку у напрямку забезпечення стабільного розвитку (рис. 2).

Вибір конкретного способу залучення має ґрунтуватися на виявленні реального становища банку на ринку, адже фінансова система не ризикуватиме інвестиціями в банківську установу, що проявила себе як нестабільний контрагент чи у випадку наявності проблем у банку, падіння його ринкового рейтингу чи курсу акцій на біржі. Зрештою сама фінансова система може перебувати у стані кризи, що унеможливить залучення ресурсів.

У випадку необхідності незначної кількості коштів, зростання власного капіталу можливе за допомогою внутрішніх ресурсів. Наявність їх у потрібному обсязі дозволяє розпочати роботу із організації процесу доформування ресурсної бази.

Значна потреба у збільшенні капіталу, відсутність або недостатній обсяг внутрішніх ресурсів переміщує акценти на використання зовнішніх джерел поповнення капіталу.

У ході роботи проводиться всебічний аналіз факторів зовнішнього середовища, на основі якого визначаються альтернативні можливості залучення капіталу та виявляються переваги і недоліки кожного з таких методів. Володіння оперативною інформацією про стан ринку дає можливість менеджеру не лише використовувати найвигідніші умови залучення, але й прогнозувати майбутню ситуацію. При цьому необхідно враховувати існуючі вимоги з боку регулятора, аби уникнути порушень у процесі формування ресурсів.

Що ж до впливу Національного банку України, то, зважаючи на виконання ним функцій гаранта фінансової стабільності банківської системи, контролера належного рівня конкуренції та захисту прав кредиторів і акціонерів, низка методів збільшення власного капіталу може бути обмежена ним для використання.

Реалізація обраного способу залучення – важливий і трудомісткий процес. При цьому варто врахувати, що ефективність збільшення капіталу буде залежати від низки факторів.

Першим з таких факторів є рівень корпоративного управління, бо якість взаємодії менеджерів і акціонерів та кредиторів прямо впливає на швидкість узгодження шляхів доформування капіталу, якість отриманих ресурсів (оскільки реінвестування капіталу – найдешевша форма докапіталізації). Якщо розглянути вартість залучених ресурсів, то очевидним є обернений зв'язок з ефективністю, адже чим дорожчі ресурси, тим з більшими втратами пов'язане їх обслуговування і менша рентабельність банку.

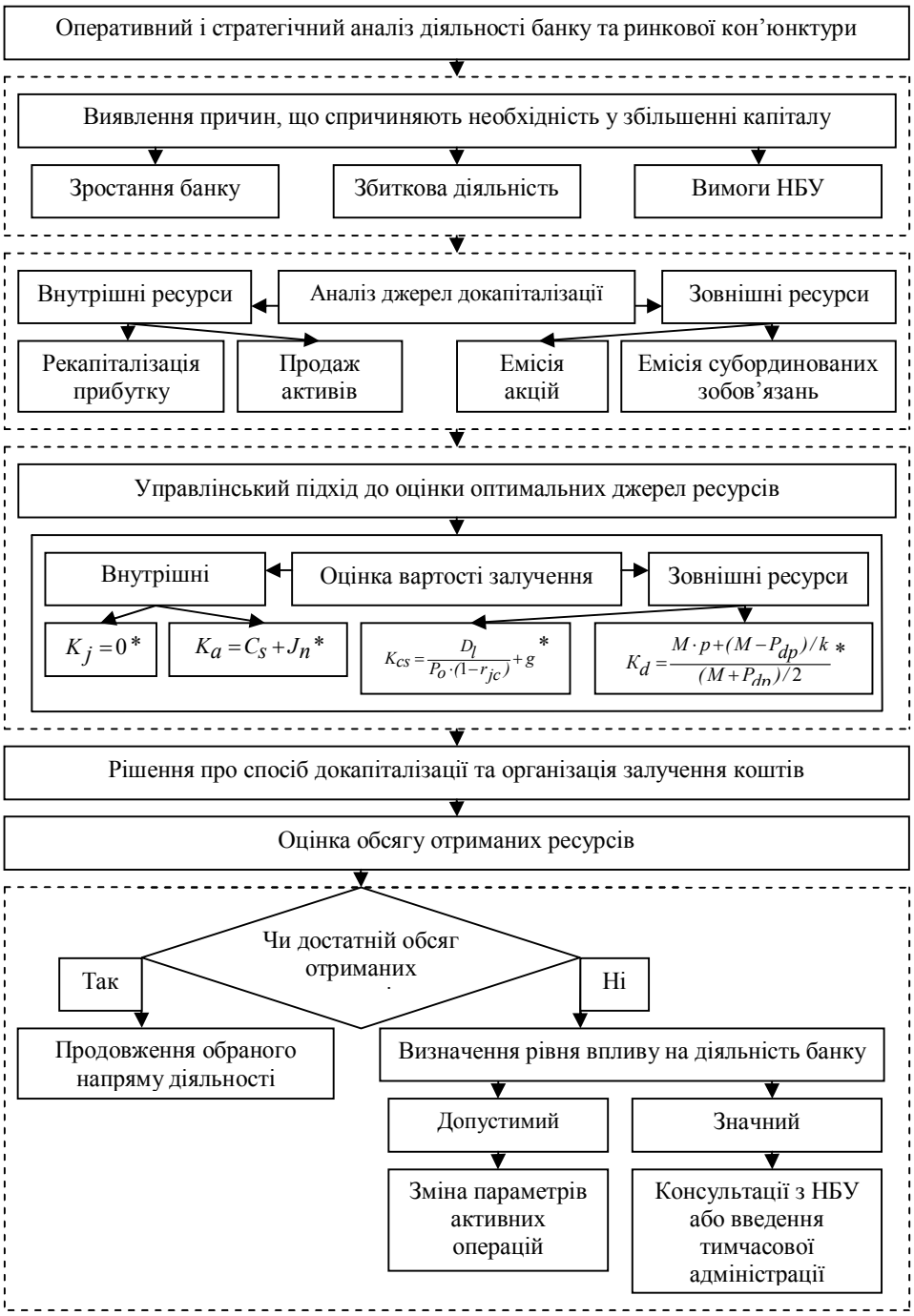

Рис. 2. Модель докапіталізації банківської установи (розроблено автором)

Важливим фактором, що впливає на ефективність, є час, оскільки тривалий у часі процес збільшення власного капіталу може не лише знизити рентабельність діяльності, призупинити надання певних видів послуг, але й внаслідок зміни ситуації на ринку анулювати актуальність залучення взагалі.

Можливі випадки, коли зростання капіталу не відбулося або відбулося в недостатній кількості. У такому разі менеджмент банку має провести один з двох видів адаптаційних заходів. Якщо причини потреби в зростанні капіталу були внутрішні або посилення конкуренції, то банку необхідно провести зміну параметрів активних операцій, аби відповідати нормативам діяльності чи відстояти пріоритетну сферу діяльності. Коли ж потреба у збільшенні капіталізації виникла на підставі вимог НБУ, власники будуть змушені проводити консультації з регулятором щодо варіантів відтермінування вимог. У крайніх випадках центральний банк може вдатися до визнання банку неплатоспроможним

та надання Фонду гарантування вкладів фізичних осіб рекомендацій щодо запровадження тимчасової адміністрації для мінімізації потенційних витрат держави.

Проте на отриманні ресурсів процес функціонування механізму формування капіталу не завершується. Контроль за використанням коштів та обслуговуванням боргу, у випадку їх залучення на основі боргових цінних паперів, має не менше значення для підтримання належної репутації банку.

Вибір способу докапіталізації банку має ґрунтуватися на результатах глибокого фінансового аналізу альтернативних варіантів та визначення їхнього впливу на стан банківської установи. Менеджменту банку необхідно зважити відносну вартість і ризик, пов'язані з кожним джерелом, способи державного регулювання й доступність відповідних джерел нарощування капіталу, а також оцінити довгострокові перспективи та наслідки цих операцій, що значно полегшується запропонованим механізмом формування власного капіталу та комплексним баченням процесу його реалізації. Запровадження розробленої моделі докапіталізації слугуватиме основою цього аналізу та міститиме альтернативні систему рішень та альтернатив, що можуть застосовуватися за певних умов на ринку та всередині банку. Фактично, ця модель є елементом системи реагування за наслідками постійного моніторингу стану банку та має сприяти ефективним превентивним антикризовим заходом управління.

Висновки і перспективи подальших розробок. Посилення вимог до банківської діяльності, що прописані у Базелі – ІІІ та поступово запроваджуватимуться у систему банківського регулювання, стануть з часом актуальними і для вітчизняних банків, а потреба відповідати європейським стандартам вимагатиме зростання розміру власного капіталу. У зв'язку із цим вимагатимуть доопрацювання не лише напрацьовані банком моделі до капіталізації, а й механізми регулювання НБУ капіталотворчих процесів у банківській системі з метою інтеграції та гармонізації у світовий фінансовий простір. У контексті глобалізаційних процесів варто наголосити і на незначному забезпеченні капіталом вітчизняних банків у порівнянні навіть зі середньостатистичними закордонними, тому для підтримання конкурентоспроможності банківського сектора необхідна значна його капіталізація. Очевидно, що для сприяння цим процесам потрібні й інші заходи загальноекономічного спрямування. Серед них, безумовно, посилення добробуту населення, розвиток фондового ринку та інституційних інвесторів як потенційних посередників у залученні ресурсів, вкладників, інвесторів та кредиторів банку.

Список використаної літератури

1. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту / Є. Ф. Брігхем; [пер. з англ.] – К.: Молодь, 1997. – 1000 с.
2. Синки Д. Управление финансами в комерческих банках / Д. Синки; [пер. з англ.] – М.: Gatallaxy, 1994. – 820 с.
3. Банківські операції: [підруч.] / А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна; [за ред. А. М. Мороза]. – К.: КНЕУ, 2002. – 476 с.
4. Румянцев А. Особености украинских IPO / А. Румянцев // Финансовый директор. – 2006. – № 4. – С. 70–75.
5. Андробченко Л. О. IPO як інструмент підвищення вартості відкритих акціонерних підприємств / Л. О. Андробченко // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2005. – № 23. – С. 12–19.
6. Укрексімбанк відновив роботу зовнішнього ринку капіталу для України: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.eximb/ukr/press/2010/04/19/541/.
7. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 768 с.

Прийнято до друку 10.10.2012