

РИНОК ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ

ТЕОРЕТИЧНІ ТА ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ



Людмила АЛЕКСЕЄНКО



Людмила КУЗНЕЦОВА

Основну увагу приділено теоретичним та інституціональним засадам розвитку ринку фінансового капіталу в економічній системі. Досліджено сутність і особливості структури ринку фінансового капіталу; напрями синхронізації функціонування даного ринку при взаємодії та взаємозалежності його учасників. Особливу увагу акцентовано розвитку національних ринків фінансових активів і перспективам реорганізації механізмів торгівлі цінними паперами з урахуванням активізації фінансової інженерії.

The general attention is drawn to the theoretical and institutional bases of the financial capital market development in the sphere of economy. The essence and the peculiarities of the financial capital market structure, synchronization directions of the given market functioning with its members' interaction and interdependency are investigated. The accent is made on the national markets development of financial assets and the prospects of risk trading (trading in securities) mechanisms reorganization, with financial engineering intensification taken into account.

Ринкові перетворення сучасної епохи зумовлюють формування якісно нової системи економічних відносин. З урахуванням активізації глобалізаційних процесів ринок стає атрибутом не лише стійкості поступального економічного розвитку суспільства, а й за своєю сутністю регульований ринок перетворюється в соціальний інститут. Актуальною

є проблематика функціонування ринку фінансового капіталу з точки зору формування адекватної цілісної, стійкої і впорядкованої структури, яка розвивається й удосконалюється з урахуванням поточних запитів його учасників.

Різноманітним аспектам складної і багатопланової проблеми ринку фінансового капіталу присвячено праці прові-

дних вітчизняних економістів та фінансистів: В. Андрущенко, В. Базилевича, О. Барановського, Ю. Воробйова, В. Гейця, Б. Кваснюка, В. Корнєєва, М. Крупки, І. Лютого, В. Міщенко, О. Мозгового, П. Нікіфорова, А. Пересади, С. Ревєрчука, В. Федосова, С. Юрія, а також зарубіжних економістів: Ч. Вульфена, Дж. Гелбрейта, З. Боді, М. Енга, Р. Мертон, Ф. Мишкіна, Е. Ріда, П. Роуза, Дж. Сакса, Дж. Сінкі, М. Фрідмена; російських вчених В. Барда, А. Грязнової, Л. Красавіної, Д. Молькова, М. Песселя, П. Солюса.

Проте проблема інституціональних засад розвитку ринку фінансового капіталу (РФК) у вітчизняній економіці залишається недостатньо висвітленою. Відсутні праці й публікації, які комплексно розглядають теоретичні аспекти функціонування ринку фінансового капіталу як важливого сегмента забезпечення інвестиційно-інноваційного розвитку економічної системи. Метою даної публікації є висвітлення теоретичних та інституціональних засад функціонування ринку фінансового капіталу з урахуванням новітніх тенденцій розвитку фінансових відносин.

Загалом об'єктивний розвиток РФК варто розглядати як єдине ціле із зазначенням того, що найважливіший методологічний принцип при дослідженні цього ринку – вивчення його як цілісної системи фінансових відносин, основними особливостями котрої є специфічний спосіб взаємозв'язку й взаємодії її складових елементів.

Вважаємо за можливе виокремити наступні основні аспекти у дослідженні структури ринку фінансового капіталу: по-перше, розвиток цього ринку має характерні особливості у кожній країні залежно від конкретно-історичних умов, що згодом знаходить відображення в його структурі та зумовлює відповідний вплив на економічний розвиток суспільства.

Іншими словами, становлення РФК має історичний контекст, який містить передумови протиріч економічних відносин, властивих даному ринку і потребує адекватної інфраструктури, яка розвивається й удосконалюється з урахуванням поточних економічних потреб. Зокрема, на розвиток впливає цілісна система економічних відносин; з одного боку, вона надає йому конкретної форми, а з іншого – зі зміною економічних відносин модифікується й структура даного ринку. Відповідно елементи фінансової індустрії, що не є прибутковими, поступово скорочуються чи взагалі зникають або ліквідуються. По-друге, згідно з принципом матеріалістичної діалектики основну ознаку єдиної цілісної структури визначають інтегральні якості та реальний економічний стан учасників. На початкових стадіях розвитку ринкових відносин нагромадження фінансового капіталу визначається, насамперед, організаційно-правовими формами господарювання й відповідними чинниками у виробничій сфері. Поступово у процесі ринкової інтеграції зникає якісна самостійність виробничої й фінансової сфер, вони стають елементами цілісної системи промислово-інвестиційної діяльності. Крім того, розвиток цих сегментів ринку спонукає дотримуватися принципу рівноваги з метою забезпечення відносної стійкості економічних зв'язків між учасниками економічних відносин.

По-третє, структурний фактор може впливати як позитивно, так і негативно на ефективність консолідації фінансового капіталу, тому важливо створити сприятливі умови для реалізації переваг спільної діяльності учасників РФК на всіх рівнях і в усіх сферах, зокрема, виробничій та фінансовій. Водночас структурна ефективність РФК залежить від формування відповідного співвідношення у формах і суб'єктах функціонування

національного господарства на всіх його рівнях. Тому ефект економічної діяльності залежить від оптимізації залучення суб'єктів господарювання у сферу відтворення, що в результаті дає змогу власникам фінансового капіталу досягнути його консолідації. У даному контексті Я. Корнаї зауважив, що хоча ринок функціонує на основі приватних контактів між покупцями і продавцями, але в реальності ці складні угоди можуть включати тисячі параметрів [1, 4]. Оскільки в цьому процесі особливе місце займає РФК, на якому фінансовий капітал перебуває в постійному обігу, і відповідно його структура змінюється під впливом співвідношення попиту та пропозиції, розвитку й появи нових учасників ринку, фінансових інструментів та технологій. При цьому за структуризацією можна виокремити сегменти ринку, враховуючи наступні критерії – за інституційними ознаками, за видами фінансових інструментів і за економічним призначенням ресурсів. Із урахуванням інституційних ознак фінансовий капітал у процесі руху консолідується у взаємопов'язаній системі секторів грошового ринку: фондового ринку, ринку банківських кредитів і ринку послуг небанківських фінансових установ. За видами інструментів, що застосовують для переміщення фінансового капіталу, можна виокремити три сегменти – ринок цінних паперів, ринок позичкових зобов'язань і валютний ринок. Загалом на РФК здійснюють операції з фінансовими активами і грошовими коштами з терміном обігу понад рік, хоча за економічним призначенням РФК є частиною (складовою) фінансового ринку, який об'єднує ринок капіталів і ринок грошей. Кожен із розглянутих критеріїв – складне багатфункціональне явище, що відображає той чи інший аспект фінансових відносин з огляду на конкретні обставини.

У підсумку варто відзначити, що новітні підходи до філософії бізнесу, в ролі якої виступають "глобальні фінанси", потребують визнання того, що коли темпи фінансових інтеграційних процесів випереджають наукові дослідження, виникає загроза кризових ситуацій в економіці. Отже, теоретичні дослідження структури ринку фінансового капіталу потребують суттєвих перманентних коректив з урахуванням адекватності розвитку, зокрема, міжкорпоративної електронної комерції (B2B – бізнес–бізнес, B2C – комерційні відносини бізнес–споживач) чи віртуальної приватної мережі (VPN – Virtual Private Network – дає банкам змогу об'єднувати філії в єдину мережу для забезпечення проходження всіх корпоративних інформаційних потоків).

Оскільки фінансовий капітал є капіталом у грошовій формі, то в процесі його обігу відбувається мобілізація як грошових коштів, так і виражених у грошовій формі часток матеріальних, нематеріальних і фінансових активів, що перебувають у розпорядженні виробничих структур та фінансових установ. Зокрема, згідно із Законом України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" № 2664-III від 12 липня 2001 р. до фінансових активів відносять кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів. Можна зробити узагальнення: якщо реальні активи беруть участь у створенні матеріальних благ, то фінансові активи – це права на можливе отримання згаданих благ частково або в повному обсязі. Отже, фінансові активи опосередковують розподіл між інвесторами прав власності на реальні активи.

Слід підкреслити, що обіг фінансових активів відображає рівень економічного розвитку країни, тому тісно взаємопов'язаний із процесами інтеграції виро-

бничої та фінансової систем. Водночас становлення національної економіки кожної країни має особливості, що суттєво впливають на структуру РФК. Саме у США і Великій Британії розвиток інститутів спільного інвестування сприяв поступовому зниженню впливу банківського сектору, а обсяги ринків акцій стали перевершувати обсяги операцій ринків державних і корпоративних облігацій. Порівняно зі США та Європою стриманішим є ставлення до активізації обігу фінансових активів у Японії, де традиційно зберігається висока норма заощаджень населення. Оскільки Україна обрала європейську модель розвитку, то доцільно розглянути інструменти сфери фінансових послуг [2, 90]. Загалом у Європейському Союзі ринок включає наступні інвестиційні послуги: 1) цінні папери, що підлягають обігу, та інвестиційні сертифікати; 2) інструменти грошового ринку; 3) строкові контракти (ф'ючерси) та інші інструменти, що передбачають грошову форму оплати; 4) відсоткові строкові контракти (форварди); 5) строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) при залежності ціни від процентної ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи); 6) опціони, що надають право на купівлю чи продаж будь-якого зі зазначених інструментів, у т. ч. тих, що передбачають грошову форму оплати, наприклад, курсових і відсоткових опціонів. Зокрема, до цінних паперів належать: акції та подібні цінні папери; облігації й інші боргові зобов'язання; будь-які цінні папери, що підлягають обігу і дають право придбати перераховані цінні папери шляхом передплати чи обміну, крім технічних документів та деривативів небіржового походження.

В Україні у процесі адаптації законодавства до європейських стандартів, у сфері господарювання використовують

такі види цінних паперів: акції, облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, облігації місцевих позик, облігації підприємств, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, векселі та інші цінні папери, передбачені законодавчими актами. Обсяги випуску цінних паперів в Україні зросли з 1,83 млрд. грн. у 1997 р. до 207,01 млрд. грн. у 2006 р. До основних характеристик цих цінних паперів можна віднести стандартизованість, обіговість і серійність. Цінні папери за порядком їх розміщення (видачі) поділяються на емісійні та неемісійні.

Отже, на фінансовому ринку (за призначенням) є в обігу наступні фінансові інструменти: інструменти власності (прості акції, привілейовані акції), інструменти позики (інструменти боргу (облігації, ощадні сертифікати, казначейські зобов'язання, векселі та інші), кредитні інструменти) й похідні фінансові інструменти. Розширення функціонування акціонерної форми діяльності підприємств зумовлює зростання фінансового капіталу в процесі подальших емісій цінних паперів, а також за рахунок можливості підвищення курсів акцій. Т. Владігеров у праці "Фіктивний капітал (зміни його в умовах сучасного капіталізму)" (1963 р.) зауважив, що "нагромадження фіктивного капіталу сприяє зростанню фінансового капіталу" [3, 7].

Загалом же багато похідних цінних паперів є продуктами фінансової інженерії (financial engineering), яка становить процес створення й розробки цінних паперів із певними властивостями, що задовольняють потреби інвесторів. К. Уолш зауважив, що поняття "фінансова інженерія" протягом останнього часу набуло неабиякої популярності, його особливо часто застосовують у схемах, які дають змогу підвищити прибуток акціонерів за умов незмінного прибутку компанії [4, 190]. Відповідно фінансова

інженерія спрямована на мінімізацію фінансових ризиків, оскільки оцінюється імовірність результату конкретної фінансової операції чи ризикованість окремого фінансового інструмента до оцінки ризикованості сукупності різних фінансових і інших операцій.

Зв'язки національних ринків фінансових активів зі світовою економікою виявляються у взаємозв'язку провідних країн, тому реорганізація механізму торгівлі цінними паперами зумовлена й розширенням комерційних операцій у світовій мережі Інтернет. Крім Інтернет-трейдерів – “електронних трейдерів” – у мережі Інтернет діють інвестиційні банки: Wit Capital (Wit Capital, який створив Ендрю Кляйн, ще у 1995 р. вперше розмістив в Інтернеті цінні папери пивоварної компанії), E* Offering, W. R. Hambrecht. Відомі інвестиційні банки пропонують первісне розміщення акцій (IPOs) в Інтернеті за допомогою “електронних брокерських операцій”. Проте онлайнів інвестори не поспішають купувати IPOs і зважено підходять до пропозицій. Приблизно 90% акцій IPOs скуповують інституціональні інвестори, а решту – VIP-клієнти інвестиційних банків. Відповідно, в процесі перепродажу зацікавлені посередники мають змогу отримати прибуток (“sprinping”) при продажу цих акцій у перший день торгів. Отже, відкритим залишається питання, чи стануть онлайнів інвестори настільки ж надійними покупцями IPOs-акцій, як інституційні інвестори.

Таким чином, активізація операцій із фінансовими активами у результаті розвитку електронної інженерії та зростання обсягів емісії і розміщення цінних паперів сприяє становленню інтегрованих фінансових ринків. З одного боку, міжнародний обіг цінних паперів – це доволі складна технічна процедура, що залежить від багатьох факторів і тен-

денцій розвитку світової економіки. Тому фінансові установи, які набули достатній досвід роботи на національному ринку цінних паперів і є фінансово потужними, хоча не мають практики міжнародної діяльності, можуть зазнати суттєвих зовнішньоекономічних збитків. З іншого боку, новітні фінансові технології дають змогу з допомогою похідних фондових інструментів управляти наявними ризиками без традиційних обмежень у часі, просторі та інформаційному забезпеченні (відкритості й публічності інформації). Слід зазначити, що деякі вчені-економісти відмічають, що в сучасних умовах фінансові ринки особливо ринки, які зароджуються, характеризуються різного роду нестандартними, кризовими і катастрофічними явищами [5, 15]. Ці тенденції слід враховувати при узгодженні регуляторної політики на вітчизняному фінансовому ринку для запобігання можливим кризовим ситуаціям.

Саме тому структура ринку фінансового капіталу включає організаційно-правові форми, що опосередковують фінансові відносини, тобто це є сукупність систем та установ для обслуговування даного ринку.

Від узгодженості взаємозв'язків учасників ринку (насамперед держави), виробничих структур та фінансових установ залежить забезпечення доступності, швидкості обігу й зручності у використанні фінансового капіталу з метою отримання прибутку. Учасниками РФК є фінансові установи – оператори ринків фінансових послуг. Загалом до ринків фінансових послуг належать професійні послуги на ринках банківських, страхових та інвестиційних послуг, операцій з цінними паперами й інших видах ринків, що забезпечують обіг фінансових активів. Відповідно, до фінансових послуг відносять наступні: торгівлю цінними паперами, довірче управління фінансо-

вими активами, послуги у сфері страхування та накопичувального пенсійного забезпечення, фінансовий лізинг, факторинг, залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їхнього повернення, надання коштів у позику (в т. ч. на умовах фінансового кредиту), надання гарантій та поручництв, кліринг й інші форми забезпечення розрахунків. Оскільки фінансові установи, віднесені до посередників, одночасно можуть мати статус емітентів фінансових активів та інвесторів, то вони взаємодіють майже з усіма учасниками інфраструктури: біржами, позабіржовими системами, депозитаріями, кліринговими центрами, реєстраторами, аудиторамі, консалтинговими фірмами і рейтинговими агентствами.

Очевидним є те, що випуск та обіг фінансових активів тісно пов'язані з фондовим ринком, який є складовою фінансового ринку. Роль і значення фондового ринку в системі ринкових відносин широко висвітлені в економічній літературі. Так, О. Мозговий зазначив, що атрибутами фондового ринку є цінні папери різних типів, видів та різновидів, економічні суб'єкти, ринкова технологія, інфраструктура [6, 15]. О. Мендрул, І. Павленко вважають, що українська модель фондового ринку ґрунтована на конкретних правилах і процедурах, що охоплюють майже всі аспекти діяльності суб'єктів ринку [7, 22]. Якщо брати до уваги твердження, що синонімом поняття "фондовий ринок" є поняття "ринок цінних паперів", то прикладом ототожнення може слугувати й те, що "ринок цінних паперів – це реально існуючий ринок капіталу" [8, 7–9]. Отже, фондовий ринок становить систему відносин купівлі-продажу різних фінансових активів та фондових цінностей. На нашу думку, в процесі дослідження доцільно враховувати, що фондовий ринок є:

1) частиною ринку капіталів, де здійснюють емісію та купівлю-продаж цінних паперів; 2) сегментом фінансового ринку, на якому купують і продають усі види фондових інструментів, зокрема, цінні папери часткові (пайові) та боргові, первинні й похідні, коротко- і довготермінові; 3) сукупністю суспільних відносин, що виникають та діють щодо цінних паперів (у т. ч. державне, інституційно-правове та інше регулювання).

Сучасний фондовий ринок України розпочав становлення одночасно з аналогічними ринками інших постсоціалістичних країн. У рамках імплементації Директиви ЄС "Про фінансові ринки" від 21 квітня 2004 р. 2004/39/ЄС, а також інших директив ЄС, які стосуються ринку цінних паперів, вступив в дію Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" № 3480-IV від 23 лютого 2006 р. Визначено, що фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів). Учасники фондового ринку – емітенти, інвестори, саморегулювні організації та професійні учасники фондового ринку.

Відповідно головними учасниками фондового ринку є емітенти – юридичні особи, котрі мають потребу у вільних коштах під визначену діяльність (програму), інвестори – фізичні чи юридичні особи, які мають умовно вільні кошти та фінансові посередники – фізичні чи юридичні особи, котрі організують процес взаємодії між емітентами та інвесторами.

Важливу роль відіграють власне фондові біржі, які є типовими представниками організованого ринку цінних паперів, що функціонує на основі законодавчо визначених правил ведення такого виду торгівлі.

Отже, фондові біржі наполегливо і логічно входили в єдину систему фінансових відносин, ставали важливим

елементом цілісної економічної системи держави. Зокрема, нині у США діють кілька потужних фондових бірж (stock exchanges): загальнонаціональними вважають Нью-Йоркську фондову біржу (New York Stock Exchange – NYSE, або Big Board) й Американську фондову біржу (American Stock Exchange – Amex), регіональними – Бостонську (Boston), Тихоокеанську (Pacific) та інші фондові біржі. За станом на кінець квітня 2004 р. капіталізація Нью-Йоркської фондової біржі становила 13,9 трлн. дол. США, Токійської фондової біржі – 4,7, NASDAQ – 3,6, Лондонської фондової біржі – 3,8, Осацької біржі цінних паперів – 3,1, Euronext – 2,9, Фондової біржі Торонто – 1,6, Франкфуртської біржі – 1,3, Гонконгської фондової біржі – 1,1 і Іспанської фондової біржі – 1,1 трлн. дол. США [9, 9].

Водночас біржові системи постійно вдосконалюють та видозмінюють стратегію діяльності, зокрема, відповідно до зміни потреб ринку фінансового капіталу: 1) формуються й розвиваються ринкові структури, які працюють з цінними паперами середніх і дрібних компаній, що не котируються на фондовій біржі; 2) зростає кількість учасників торгівлі цінними паперами, що усуває монополію фінансових посередників у здійсненні операцій; 3) застосовують сучасні системи комп'ютеризації біржової торгівлі, що дає змогу створювати новітні системи розрахунків, обмін інформацією щодо котирування у режимі реального часу; 4) тенденція міжнародної інтеграції сприяє поглибленню взаємодії (зокрема, взаємопроникненню) біржових систем, а також учасників і цінних паперів.

Співголова Віденської біржі Міхаель Бул зауважив, що кінцева мета – побудувати єдину холдингову компанію, що об'єднала б усі фондові ринки Центральної і Східної Європи. На користь цього говорить інформація, що у 2006 р. чотири європейських оператори фон-

дових площадок повідомили про плани виходу на український ринок [9, 9]. У 2005 р. кількість первинних розміщень акцій у Європі зросла на 39%. У 2004 р. 433 компанії розмістили свої акції на міжнародних біржах, а в 2005 р. число компаній збільшилося на 170 – до 603 одиниць. Обсяг залученого в такий спосіб капіталу становив у 2005 р. 51 млрд. євро, що майже у два рази перевищує обсяги коштів, залучених у 2004 р. (28 млрд. євро) [10, 30].

Варто зауважити, що, оскільки в Україні фінансовий ринок недостатньо розвинутий і зорієнтований здебільшого на внутрішнього інвестора, то загальносвітові фінансові тенденції на нього впливають лише частково. До того ж, поки що не вдалося створити потужну біржову інфраструктуру, в технологічному плані адекватну торговим осередкам промислово розвинутих країн. Вочевидь, що все це пов'язано не стільки з недосконалістю законодавства, а й з особливостями процесу приватизації та відповідною незацікавленістю певних посадових осіб у становленні цивілізованого фондового ринку, оскільки процес первинного нагромадження капіталу потребував “хаотичності” обігу цінних паперів.

Експерти вважають, що для того, щоб українська фондова біржа зацікавила іноземного інвестора, то щоденні обсяги торгів повинні становити 200-300 млн. дол. США. Одночасно вітчизняний ринок має всі перспективи стати привабливим місцем для інвестицій і через 15 років перейти з класу emerging markets у клас розвинених [11, 10–11].

Серед суб'єктів інфраструктури, які забезпечують обслуговування обігу фінансових активів, особливу роль відіграють: 1) позабіржові торговельно-інформаційні системи; 2) депозитарні установи (депозитарії, реєстратори, зберігачі), що здійснюють облік, збереження та фіксування пере-

міщення цінних паперів від одного власника до іншого; 3) розрахунково-клірингові установи (розрахункові палати, спеціалізовані відділи при біржах), що здійснюють платежі щодо операцій у межах власне ринку цінних паперів.

Підсумовуючи зазначимо, що у процесі поетапного становлення ринку фінансового капіталу не просто відбувається розвиток економічних відносин, а змінюється й структура і започатковуються якісно нові перетворення у відносинах між його учасниками. Оскільки лише в динаміці чітко проявляються як кількісні, так і якісні зміни, то підходи до подальшого ґрунтовного наукового дослідження розташовані не в довільному порядку, а у логічній послідовності, в якій вони внутрішньо і зовнішньо взаємопов'язані між собою, тому єдина субстанціональна основа відображає основний зміст історичного процесу виникнення, існування та розвитку ринку фінансового капіталу.

Література

1. Корнаї Я. Честность и доверие в переходной экономике // Вопросы экономики. – 2003. – № 9. – С. 4.
2. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – 912 с.
3. Владигеров Т. Фиктивный капитал (изменения его в условиях современного капитализма) / Пер. с болг. А. С. Никольского и С. М. Степанова. – М.: Изд-во иностранной литературы, 1963. – 352 с.
4. Кяран Уолш. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства: Пер. з англ. – К.: Всеуви-то; Наукова думка, 2001. – 367 с.
5. Наталуха И. Г. Влияние отклонений распределения доходности рискованных активов от нормального на инвестиционный спрос // Дайджест-Финансы. – 2006. – № 3. – С. 15–16.
6. Мозговий О. М. Фондовий ринок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
7. Мендрул О. Г., Павленко І. А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.
8. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В. С. Торкановского. – СПб.: АО "Комплект", 1994. – 421 с.
9. Мироненко В. Останеться ли фондовый рынок украинским? // Украинская Инвестиционная Газета. – 2006. – № 24. – 20 июня. – С. 9.
10. Шахматова Т. Европейцам понравилась биржа // Украинская Инвестиционная Газета. – 2006. – № 27. – 11 июля. – С. 30.
11. Мошенец Е. Спрос на место // Украинская Инвестиционная Газета. – 2006. – № 24. – 20 июня. – С. 10–11.