

УДК 353:330.322

О. А. КИРИЧЕНКО, Ю. Г. КІМ

ДЕРЖАВА НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Викладено проблеми діяльності держави на ринку цінних паперів в умовах глобальної фінансової кризи. Досліджено сутність державних цінних паперів і роль держави у вирішенні складних питань фінансування економіки в умовах фінансової кризи.

Проблемы деятельности государства изложены на рынке акционерных капиталов в условиях глобального финансового кризиса. Исследована сущность государственной безопасности и роль государства в решительных сложных вопросах финансирования экономики в условиях финансового кризиса.

У 2008 р. Україна увійшла до десятки країн з найбільш високим ступенем фінансового ризику в світі. Основні причини уразливості української економіки такі: великий дефіцит рахунку поточних операцій; тягар зовнішнього боргу; слабкість банківського сектора.

У 2009 р. очікується збільшення дефіциту рахунку поточних операцій до 24 млрд дол., що становить 10 % від прогнозованого ВВП. Такі об'єми потребуватимуть зовнішнього фінансування. Близько 10 млрд дол., цього дефіциту рахунку поточних операцій пояснюються імовірним підвищенням цін на імпортований газ.

Одним з найчастіше використовуваних інвесторами показників дефолтного ризику облігацій є премія по кредитному дефолтному свопу (К/тС). КДС – це договір, подібний до страхового, який передбачає компенсацію збитків по облігаціях у разі невиконання емітентом своїх зобов'язань. Покупець КДС страховки платить страхову премію в обмін на компенсацію збитків у разі дефолту. Ринок КДС було створено в 1994 р. і сьогодні він оцінюється в 45 трлн дол. Дослідження показали, що премії КДС визначають ризик дефолту раніше, ніж облігаційні спреди або рейтинги: це найкращий передвісник дефолтів, і відповідно, ризиків, що насуваються. Премія КДС по п'ятирічних облігаціях, випущених урядами країн, що розвиваються, на даний момент перебуває в діапазоні від 50 до 200 базисних пунктів на рік.

За останні два роки загальний зовнішній борг зростав на 45 % на рік і досяг 100 млрд. Зовнішній борг приватного сектора виріс до 85 млрд дол., з яких 29 млрд дол. становить короткостроковий борг (класифікований по первинному терміну погашення). На даний момент зовнішній борг

України перевищує середній показник по країнах в аналогічній кредитно-рейтинговій категорії: при 60 % ВВП, співвідношення зовнішнього боргу до ВВП в Україні перевищує середній показник в 40 % для країн з аналогічним рейтингом. При 120 % надходжень по поточному рахунку, співвідношення зовнішнього боргу до надходжень по поточному рахунку в Україні також перевищує середній показник в 84 % для країн з аналогічним рейтингом [1].

Уразливість України пояснюється необхідністю погашення великого короткострокового боргу, високим дефіцитом рахунку поточних операцій, швидким зростанням споживчого кредитування і великими зобов'язаннями банків в іноземній валюті.

Такі ризики розкрилися в підвищенні премій по КДС в Україні з 250 до 600 базисних пунктів з середини 2007 р. – більше, ніж в інших країнах. Крім того, надходження портфельного капіталу в Україну зменшилося з 803,3 млрд дол., у першій половині 2007 р. до 350 млн в аналогічному періоді 2008 р. Частково в результаті цього індекс ПФТС знизився на 65 % з початку року (станом на 19 вересня 2008 р.), що є одним з найбільш сильних падінь у світі. У цих умовах неймовірно зростає роль держави в регулюванні ринкових процесів і особливо на фондовому ринку. Цим зумовлена актуальність і мета дослідження.

Питання ролі та місця держави на фінансовому ринку України мало досліджено. Хоч з цього питання є достатньо розробок таких відомих вчених як М. Азарова, В. Гейца, Б. Данилишина, О. Василика, В. Корнева, О. Мозгового та ін. Ця проблематика залишається поза межами методології науки.

Мета дослідження полягає в розкритті суті, ролі і місця держави в формуванні ефективного ринку цінних паперів.

Українська національна економічна система, що досить інтегрована у світове господарство, не могла залишитися осторонь світових процесів. І порушення макростабільності на зовнішніх ринках мала знайти відгук у внутрішніх процесах в Україні.

Світова фінансова криза 2007-2008 рр., як і будь-яка інша, проходить кілька хвиль у своєму розвитку. Дві попередні українці пережили досить упевнено, хоча й не без помилок.

Перша хвиля поширилась у 2007 р., коли на світових фондових ринках відбулося перше падіння фондових індексів провідних банків і фінансових компаній. За таких обставин спекулятивний капітал, що шукає стабільні ринки з найвищими прибутками, перейшов із ринків розвинених країн до країн з економіками, що розвиваються, які продовжували демонструвати високі темпи зростання та прибутковості. За оцінками фінансових експертів, співвідношення ризику та прибутковості в таких країнах було досить привабливим. Як наслідок, у 2007 р. фондові ринки таких країн продемонстрували зростання. Китай і Україна стали лідерами

такого зростання.

Так само значними були обсяги припливу кредитів. За 2007 р. українська економіка запозичила 24,3 млрд дол. середньо- та довготермінових кредитів.

Друга хвиля стартувала на початку 2008 р., коли падіння фондових ринків світу зумовило переорієнтацію фінансових потоків з одних активів в інші, зокрема сировинні та енергетичні. Ці активи стали більш привабливими, що одразу стимулювало істотне зростання цін на сировинні ресурси. За підсумками січня – липня, ціна на метал у середньому у восьми регіонах світу зросла майже на 81 %, вартість нафти марки Brent – на 32 %. До моменту, коли з'явилися перші позитивні прогнози щодо світового валового збору зернових у 2008/2009 маркетинговому році, за 2007-2008 маркетинговий рік ціни на пшеницю (США, FOB) зросли в середньому на 79 %.

Наслідки для економіки України були такими.

Посилився загальний інфляційний фон. Інфляційна спіраль, розкручена в 2007 р., мала продовження і в 2008 р. Нестабільність політична не могла не позначитися на економічній площині. За підсумками восьми місяців, ціни виробників промислової продукції зросли на 36,5 %. Лідерами зростання стали такі галузі, як добування корисних копалин (крім паливно-енергетичних) – 70,4 %, металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів – 68,1, виробництво коксу – 64,3, хімічне виробництво – 55,9 %. Тобто всі галузі, які орієнтовані на зовнішні ринки або, відповідно до особливостей виробничого процесу, обслуговують експорторієнтовані виробництва.

Третю хвилю світової кризи спостерігається і сьогодні.

Наслідками цього етапу світової фінансової кризи стала серія банкрутств провідних світових фінансових компаній та поширення фінансової кризи на реальний сектор світового господарства, падіння попиту на світових ринках та, як результат, обвал цін на сировинних ринках, стагнація провідних економічних систем.

Третя хвиля світової фінансової кризи примусила уряди провідних країн переглянути свою політику щодо фінансових ринків. Зокрема уряди США, Великобританії, Німеччини, Росії, країн Бенілюксу тощо прийняли рішення про державну підтримку окремих фінансових установ, які переживають фінансові труднощі.

Того ж очікують інвестори і від уряду України. Але проблеми, які в США та інших розвинених країнах призвели до іпотечної і фінансової криз, та проблеми, які можуть сформувати негативні тенденції в розвитку економіки України, істотно різняться.

Для прийняття рішень, які справді дозволять пом'якшити вплив світової кризи на економіку України, необхідно проаналізувати, через які канали найбільш відчутним може бути цей вплив. Наразі фондовий

канал впливу світової фінансової кризи на Україну буде насправді найбільшчим.

Провідним емітентом на ринках боргових цінних паперів у багатьох країнах світу є держава. У більшості країн держава випускає боргові зобов'язання, щоб забезпечити фінансування різниці між податковими надходженнями та поточними витратами та іноді профінансувати деякі непередбачені поточні витрати.

Під державними цінними паперами (public sector securities) розуміють папери, які емітують уряд і його центральні установи, а також урядові органи нижчих рівнів. Основними типами державних цінних паперів є різні види облігацій, казначейські векселі та ноти.

Випускаючи цінні папери, держава переслідує цілу низку цілей, головні з яких показано на рис. 1.



Рис. 1. Основні цілі випуску державних цінних паперів

Фінансування поточного бюджетного дефіциту.

Для досягнення своїх цілей держава здійснює витрати з державного бюджету. З огляду на різноманітні обставини бюджет часто зводиться з дефіцитом, тобто видатки перевищують доходи. З метою залучення коштів на покриття дефіциту випускаються цінні папери.

Регулювання грошової маси в обігу.

Випуск державних цінних паперів є інструментом для зменшення маси грошей в обігу; скупка державою своїх боргових зобов'язань означає збільшення грошової маси.

Переоформлення раніше випущених цінних паперів.

Можлива ситуація, коли держава бажає відкласти платежі по своїх цінних паперах, строк викупу яких уже настав. Тоді вона обмінює ці

папери на нові чи випускає інші цінні папери, кошти від реалізації яких спрямовуються на погашення раніше випущених.

Касове виконання державного бюджету передбачає використання короткострокових цінних паперів для того, щоб у межах одного бюджетного року ліквідувати короткостроковий розрив між доходами та видатками.

Згладжування нерівномірного надходження податкових платежів. У деяких випадках розрив між доходами та видатками бюджету зумовлений незбалансованістю надходжень податкових платежів. Випуск державних цінних паперів може усунути цю причину.

Забезпечення комерційних банків ліквідними активами.

Розміщуючи свої активи в державних цінних паперах, комерційні банки отримують не лише високоліквідний, а й безризиковий товар.

Державні цінні папери класифікуються:

- на ринкові, тобто ті, що вільно обертаються на ринку;
- на неринкові, які не переходять від одного власника до іншого [6].

Основні порівняльні характеристики державних ринкових і неринкових цінних паперів наведено в табл. 1.

Таблиця 1

Основні порівняльні характеристики державних цінних паперів

<i>Ринкові цінні папери</i>	<i>Неринкові цінні папери</i>
Інтенсивно продаються і купуються; мають найбільшу ліквідність з усіх цінних паперів; мають найбільшу стабільність з усіх інших цінних паперів; дають право власнику на податкові пільги і на можливість використання їх як застави; розміщуються переважно на аукціонах; становлять основну частку державного боргу	Розміщуються переважно серед індивідуальних інвесторів; мають високу ліквідність і надійність; не підлягають передачі і не можуть використовуватися як застава; дають право власнику на податкові пільги

Державні ринкові цінні папери поділяються (за терміном обігу):

- на короткострокові, що обертаються до 1 року;
- середньострокові – до 10 років;
- довгострокові – понад 10 років.

Державні ринкові цінні папери можуть мати похідні – так звані “стріпи” – від американського терміна “stripped treasury securities” [5]. Суть їх полягає в тому, що під ті державні цінні папери, які є власністю

інституціональних інвесторів, останні випускають власні папери, забезпечені майбутніми доходами від державних боргових зоб'язань.

Класифікацію державних неринкових цінних паперів наведено на рис. 2.

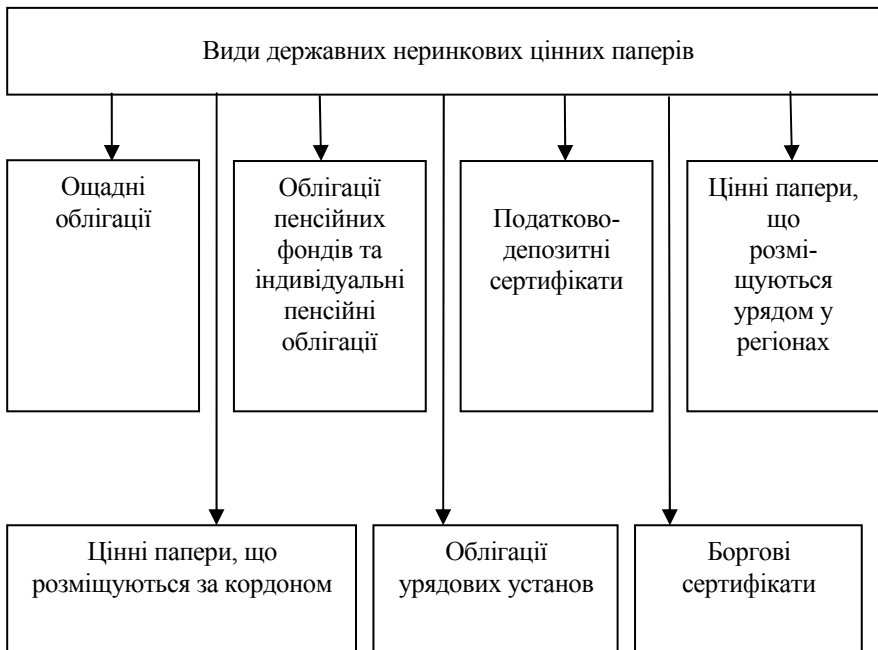


Рис. 2. Класифікація неринкових цінних паперів

Ощадні облігації призначені виключно для громадян, котрі використовують їх, як правило, для збереження і нагромадження власних коштів. Облігації пенсійних фондів та індивідуальні пенсійні облігації призначені для пенсійного забезпечення громадян. Для осіб, що зайняті індивідуальною трудовою діяльністю, кошти на придбання таких облігацій виключаються із сум, які обкладаються податком.

Податково-депозитні сертифікати підтверджують внесок юридичними та фізичними особами коштів у рахунок майбутніх податкових платежів. Залежно від терміну, на який депонуються кошти, а також від кон'юнктури ринку, власники отримують на ці папери різні відсотки – найбільші, коли кошти використовуються для сплати податків, найменші – коли сертифікат погашається до терміну сплати податків.

Цінні папери, що розміщуються центральним урядом у регіонах. Місцеві органи влади мають можливість випускати власні цінні папери. Але не всі кошти, отримані від їх розміщення (а також з інших джерел

фінансування доходів місцевого бюджету), можуть бути використані негайно. Тимчасово вільні кошти можуть вкладатися в державні облигації, що приносять, окрім того, вищі доходи, ніж місцеві цінні папери.

Цінні папери, що розміщуються за кордоном. Держава розміщує цінні папери за кордоном для того, щоб залучити кошти приватних чи інституціональних іноземних інвесторів. У деяких випадках ці папери можуть вільно обертатися, тобто бути ринковими.

Боргові сертифікати. За формою та умовами реалізації подібні до контрактів на одержання кредиту, але мають самостійну вартість і можуть (з деякими обмеженнями) бути продані власником іншим особам.

Облигації урядових установ випускаються урядовими установами для залучення коштів в окремі галузі народного господарства. Вважаються високодохідними, оскільки передбачається, що уряд гарантуватиме виконання таких зобов'язань.

Як правило, першим серед великих ринків боргових зобов'язань з'являється ринок державних облигацій. У багатьох країнах держава має найбільшу кількість випущених облигацій. Ціна державних облигацій слугує базою для визначення ціни боргових зобов'язань інших позичальників, які мають кредитний ризик.

Досвід США свідчить, що підйом ринку боргових зобов'язань розпочався після випуску облигацій для фінансування участі США в Першій світовій війні. Люди, які за інших обставин не купували б фінансові цінні папери, купували ці облигації з патріотичних міркувань. Позитивний досвід, отриманий від операцій з цими цінними паперами, заохотив людей вкладати кошти в корпоративні цінні папери. Це забезпечило ліквідність ринку корпоративних цінних паперів і дало можливість суттєво розширити ці ринки у подальшому [3].

Проте не можна стверджувати, що держава, яка здійснює консервативну фіскальну політику, не може сприяти виникненню міцного ринку боргових зобов'язань. Приклад Гонконгу свідчить, що це не обов'язково так. Зрештою, для розвитку ринку має значення загальний борг, а не чиста торгова позиція держави.

Крім забезпечення витрат бюджету державні цінні папери мають обіг серед широкого загалу інвесторів і в усьому світі є не лише надійним та ліквідним фінансовим інструментом для диверсифікації вкладень, а й визначальним орієнтиром (еталоном) для встановлення дохідності за корпоративними запозиченнями. Наприклад Гонконг розробив орієнтовну криву дохідності цінних паперів біржі, знаходження від яких використовуються, в основному, для інвестування на міжнародних ринках, а не на фінансування державних витрат [2].

Якщо уряд ставить перед собою мету сприяти створенню міцного ринку боргових зобов'язань, він повинен прагнути розробити орієнтовну криву дохідності, яка може слугувати безризиковим орієнтиром для

визначення ціни інших цінних паперів. Це означає прийняття зобов'язання здійснювати програму регулярних випусків цінних паперів з відповідними термінами погашення – як правило, три місяці, шість місяців, один рік, три роки, п'ять років і, зрештою, десять років. З самого початку потрібно визнати, що мета створення міцного ринку боргових зобов'язань може конфліктувати з метою мінімізації вартості державних запозичень.

Вирішальне значення має визначення процентної ставки за державними облігаціями саме ринком, а не адміністративними засобами. Якщо держава намагається маніпулювати ринком боргових зобов'язань, щоб скоротити вартість державних запозичень, то буде втрачена важлива інформація, а це може призвести до викривлень у розміщенні капіталу. Це означає, що держава не повинна вимагати від певних установ утримувати свої боргові зобов'язання або створювати спеціальний режим оподаткування державних боргових зобов'язань, відмінний від режиму оподаткування інших цінних паперів. Тут знову спостерігається природне протиріччя між сприянням створенню міцного ринку боргових зобов'язань та мінімізацією вартості державних запозичень.

Загалом, прискоренню процесу визначення ціни сприяє поєднання конкурентних аукціонів по розміщенню нових випусків з розміщенням через мережу первинних дилерів, які виступають у ролі андерайтерів. Рекомендується запрошувати іноземні компанії виступити у ролі первинних дилерів на тих самих засадах, що і національні компанії. Це може сприяти прискореному запровадженню найбільш ефективної практики світового рівня на внутрішніх ринках боргових зобов'язань та доступу національних позичальників до довгострокових іноземних джерел фінансування. До первинних дилерів повинна бути висунута вимога формувати ринок випущених цінних паперів шляхом постійного котирування ціни покупця та продавця та бути готовими купувати чи продавати їх за заявленими цінами.

Хоча природними клієнтами держави, готовими придбати більш довгострокові цінні папери, стануть установи, які мають більш довгострокові пасиви, такі розміщення не сприятимуть розвитку ліквідного вторинного ринку, оскільки ці установи, як правило, купують цінні папери і тримають їх до настання терміну погашення. Тому важливо залучити інших інвесторів, які були б зорієнтовані на торгівельні операції. Наприклад, слід залучати взаємні фонди до участі у роботі ринку.

Облігації внутрішніх державних (ОВДП) та місцевих позик.

З макроекономічної точки зору ринок державних боргових зобов'язань має виконувати декілька функцій, зокрема: фінансування дефіциту бюджету, регулювання обсягу грошей в обігу та ефективного розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів.

На українському ринку цінних паперів держава представлена облігаціями внутрішніх державних та місцевих позик. Обсяги випуску

ОВДП зростали до кризи 1998 р., після тенденція змінилась на протилежну (табл. 2).

Таблиця 2

Результати аукціонів з розміщення облігацій
внутрішньої державної позики на первинному ринку*

<i>Рік</i>	<i>Сума коштів, залучених до бюджету, млрд грн</i>	<i>Дохідність (середньозважена), %</i>
2000	1.9	20.49
2001	1.20	15.68
2002	2.9	10.81
2003	1.2	9.75
2004	2.2	11.24
2005	7.2	7.2
2006	1.6	9.26
2007	3.6	6,71

* Бюлетень НБУ

Місцеві позики були здійснені містами Києвом, Харковом, Дніпропетровськом, Черкасами, Запоріжжям та іншими великими містами. До 1998 р. випуски облігацій місцевої позики не підлягали реєстрації в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Але після того, як, відповідно до Указу Президента України “Про впорядкування внутрішніх та зовнішніх запозичень, що провадяться органами місцевого самоврядування” від 18 червня 1998 року № 655/98, ДКЦПФР було надано відповідні повноваження, вона затвердила “Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик”, яким установлювався порядок реєстрації випуску облігацій та інформації про їх випуск у ДКЦПФР, порядок подання звіту про результати розміщення випуску облігацій, звіту про погашення облігацій та скасування реєстрації випуску цих облігацій.

Роль державних цінних паперів у розвитку фондового ринку України недостатній. Як засвідчив іноземний досвід, державні боргові зобов’язання відігравали суттєву роль у становленні фондових ринків. За останніми даними, у США на операції з державними цінними паперами (казначейськими зобов’язаннями) припадає більше половини загального обсягу торгів, у той час як в Україні цей показник становить лише 8,5 % [4].

Операції держави на внутрішньому ринку скорочуються, а натомість збільшуються обсяги залучення коштів на зовнішніх ринках капіталу, зокрема емітованих державою євробондів.

Потягом останніх років боргова політика уряду була спрямована на

активізацію операцій з розміщення євробондів на зовнішніх ринках при відносному скороченні обсягів запозичень на внутрішньому ринку. Переорієнтація уряду на відносно дешеві зовнішні джерела фінансування дефіциту бюджету призводить до стримування розвитку національного фондового ринку та зменшує можливості використання Національним банком України державних цінних паперів в якості інструменту рефінансування комерційних банків [1].

Відсутність розвинутого ринку державних цінних паперів позбавляє інституційних інвесторів надійного напрямку вкладення накопичених ресурсів, адже саме державні облигації, як найменш ризиковані фінансові інструменти, становлять основу фондових ринків більшості країн.

За реальної ревальвації гривні така політика Уряду дійсно має переваги, оскільки дає можливість заощаджувати бюджетні ресурси, призначені для здійснення виплат по зовнішнім зобов'язанням. Проте визначення основною метою Національного банку забезпечення внутрішньої стабільності гривні (перехід до таргетування інфляції) передбачає поступовий перехід до плаваючого обмінного курсу гривні до іноземних валют. За таких умов зростає потреба в розширенні спектру та збільшенні обсягів інших інструментів грошово-кредитної політики, зокрема й державних боргових зобов'язань.

Надаючи додатковий імпульс розвитку власне фондового ринку, збільшення обсягу операцій держави як емітента цінних паперів дозволить Національному банку України розширити використання цього інструмента грошово-кредитної політики, який використовується для підтримки ліквідності банківської системи. Крім цього, наявність на ринку достатньої кількості цінних паперів з мінімальним ризиком формуватиме цінні орієнтири для учасників ринку, сприяючи тим самим його стабільності. Це також надасть інституційним інвесторам, зокрема недержавним пенсійним фондам, додаткові можливості вкладення залучених коштів у високоліквідні та надійні цінні папери.

Підвищенню ліквідності ринку державних боргових зобов'язань сприятиме запровадження інституту уповноважених осіб, що підтримуватимуть двосторонні котування облигацій внутрішніх державних позик (ОВДП) на вторинному ринку. За рахунок цього потенційні інвестори матимуть можливість у будь-який момент як придбати в необхідній кількості ОВДП, так і продати їх за стабільними цінами, управляючи за рахунок цього власною ліквідністю.

Таким чином, дефіцит рахунку поточних операцій є основною змінною, яка не повинна виходити з-під контролю, навіть якщо його спричинено перевитратою приватного сектора і держава має збалансований фіскальний бюджет.

Структура великих надходжень капіталу в країну – співвідношення між короткостроковими і прямими або довгостроковими інвестиціями –

дуже впливає на вразливість країни.

Спосіб використання іноземних інвестицій (у споживчих або продуктивних цілях) має велике значення для стабільності економіки.

Використання фіксованих або жорстко прив'язаних валютних курсів як інструмент стабілізації несе в собі внутрішню небезпеку. Складно здійснити м'яку посадку.

Недоліки банківського сектора країни можуть підвищити ризик проблемного кредитування, що може поглибити кризу.

Можливість виникнення фінансової кризи можна спрогнозувати шляхом аналізу розбалансування основних економічних взаємозв'язків. Але точний час, глибину і поширення кризи передбачити складно.

Якщо в країні починається фінансова криза, єдиним способом повернути довіру є жорстка фіскальна, грошова і економічна політика, підкріплена значними зовнішніми фінансовими ресурсами.

Банки країни повинні розробити плани екстреного фінансування, в яких будуть визначені можливості використання різних джерел фінансування і розроблені необхідні надзвичайні заходи зі швидкого забезпечення такого фінансування.

Необхідно розглянути доцільність створення державної компанії з повернення активів (на кшталт американського трастового фонду RTC) для купівлі та розв'язання проблеми деякої частини поганих активів банків.

Необхідно упровадити всебічну програму економічних реформ для поліпшення інвестиційного клімату України і відновлення зростання.

Зважаючи на ризики виникнення фінансової нестабільності, доцільно переглянути проект бюджету на 2009 р., збільшивши обсяги капітальних видатків, у тому числі будівельних, не посилюючи при цьому дефіциту. Також важливо передбачити створення Стабілізаційного фонду, кошти якого спрямовуватимуться на забезпечення всіх гарантійних зобов'язань держави, що посилить довіру до намірів уряду проводити виважену та збалансовану бюджетну політику.

Література:

1. *Данілішин Б.* Світова фінансова криза – тест для України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.news.finance.ua 2008| 10| 17

2. *Долан Э. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика : [пер. с англ.] / Э. Дж. Долан, К. Д. Кэмпбелл, Р. Дж. Кэмпбелл ; под общ. ред. В. Лукашевича. – М., СПб. : Профико; Мосинбанк; ЛО СП “Автокомп”, 1994. – 496 с.

3. *Кидуэлл Д. С.* Финансовые институты, рынки и деньги / Д. С. Кидуэлл ; [пер. с англ.]. – СПб. : Питер, 2000. – 749 с.

4. Світова фінансова криза і можливі наслідки для України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.ua.glavred.info 2008| 10|03

5. *Тьюлз Р. Дж.* и др. Фондовый рынок / Р. Дж. Тьюлз ; [пер. с англ.]. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 543 с.

6. *Шарп У. Ф.* Инвестиции : учебник / У. Ф. Шарп и др. ; [под ред. У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли]. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 376 с.

Надійшла до редколегії 27.01.2009 р.