

## ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՈՒՄԸ ՀԱՅԿԱԿԱՆ ՏԱՐԲԵՐԱԿՈՎ

### Ք. ՅՈՒ. ԲԱՂԴԱՍԱՐՅԱՆ

Բաժնետիրական ընկերությունների իմաստը ըստ սահմանման, հանդիսանում է տարբեր բաժնետերերի միջոցների համախմբումը և օգտագործումը: Այդ համախմբումը և օգտագործումը իրականացվում է որոշակի օրենքներով: Հասկանալի է, որ ամեն երկիր ընդունում է խաղի սեփական կանոններ, որոնք տարբերվում են միմյանցից: Այնուհանդերձ, տարբեր երկրներում կորպորատիվ ֆինանսները կարգավորող օրենքները կարելի է բաժանել երկու դասի.

1. *փոքր ներդրողների շահերը առավել ուժեղ պաշտպանող օրենքներ*
2. *փոքր ներդրողների շահերի պաշտպանության ավելի մեղմ տարբերակ:*

Համապատասխանաբար, առաջին տարբերակի դեպքում կորպորատիվ ֆինանսները ցրված կան «փոշիացած են բաժնետերերի միջև», իսկ երկրորդ տարբերակում, ընդհակառակը, կենտրոնացած են մի խումբ բաժնետերերի մոտ: Երկրորդ դեպքում հիմնական բաժնետերեր են հանդիսանում բանկերը և տարբեր տիպի մասնագիտացված ներդրումային և ֆինանսական կառույցները:

Այս երկու տարբերակները անվանում են մաս «շուկայական» և «բանկային» կամ համապատասխանաբար՝

1. անզլո-ամերիկյան
2. գերմանա-ճապոնական:

Առաջին տարբերակը բնութագրվում է կապիտալի շուկաների բարձր դերով, այդ շուկաներում ակտիվ առևտրով ու բարձր իրացվելիությամբ և բնորոշ է ԱՄՆ-ին և Մեծ Բրիտանիային:

Երկրորդ տարբերակը բնութագրվում է բանկային կապիտալի բարձր դերով, կապիտալի շուկաների համեմատաբար

ցածր ակտիվությամբ և իրացվելիությամբ: Երկրորդ տարբերակը բնորոշ է Ճապոնիային, Գերմանիային և մայրցամաքային Եվրոպայի մի շարք այլ երկրներին: Այդ պատճառով այն հաճախ անվանվում է «մայրցամաքային» տարբերակ:

Նշենք, որ շատ հետազոտողներ կարծում են, որ այդ երկու տարբերակների մեջ տարբերությունները զուտ պայմանական են և կրում են ակադեմիական բնույթ: Ավելին, տարբեր համակարգերին բնորոշ մեխանիզմները կարող են օգտագործվել համատեղ այս կամ այն համամասնությունով<sup>1</sup>, հատկապես՝ անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում:

Հասականալի է, որ ոչ մի երկրում էլ օրենքը չի կարող ինքնանպատակ լինել, և այս կամ այն տարբերակը ընտրելիս անհրաժեշտ է ղեկավարվել տվյալ երկրում ստեղծված իրավիճակով: *Հիշենք, որ բաժնետիրական ընկերության իմաստը բաժնետերերի միջոցների համախմբումն է:* Այդ իմաստը կորում է, երբ համախմբված են լինում առանց միջոցների բաժնետերերը:

Այսօր Հայաստանում զանգվածային սեփականաշնորհումից հետո ստեղծվել է մի իրավիճակ, երբ բաժնետիրական ընկերությունների մեծ մասը վերահսկվում է մի քանի բաժնետերերի կողմից, որոնց մոտ գտնվում է ընկերության բաժնետոմսերի 70-100%: Ընդ որում, այդ բաժնետերերի մոտ բացակայում է սեփական կապիտալը:

Սեփականաշնորհման արդյունքում ստեղծված բաժնետիրական ընկերությունների մեծ մասը բնորոշվում են հետևյալ հատկանիշներով.

- ունեն որոշակի հողատարածք, արտադրական և օժանդակ տարածքներ, որոնք ունեն վերանորոգման կարիք, իսկ արտադրական տարածքներն ունեն վերակառուցման կարիք՝ կապված նոր, ժամանակակից տեխնոլոգիական հոսքերի տեղակայման հետ:

---

<sup>1</sup> Формирование рынков капитала в Центральной и Восточной Европе, Доклад всемирного банка, 1994. 190-192 стр.

- Բացակայում է կամ ֆիզիկապես և բարոյապես մաշվել է հիմնական միջոցների մեծ մասը: Այսպիսի իրավիճակը պահանջում է կամ ընդհանրապես փոխել տեխնոլոգիական ցիկլերը և նորովի վերազինվել, կամ վերականգնել գոյություն ունեցող տեխնոլոգիաների շարքից դուրս եկած օղակները: Նշենք, որ այսօր աշխատող արտադրությունները հիմնականում վերագործարկվել են երկրորդ տարբերակով:
- Ձեռնարկություններից շատերին անհրաժեշտ է վերապրոֆիլավորվել, որի պատճառը կարող է լինել.
  1. հումքի մատակարարման սխեմաների փոփոխությունը
  2. նախկինում արտադրվող ապրանքների արտադրության արդիականության բացակայությունը (նախկինում արտադրվող արտադրանքի նկատմամբ ունեցած պահանջի բացակայությունը՝ կապված տեխնոլոգիական զարգացման հետ, նախկինում գոյություն ունեցած ճյուղային և միջճյուղային կապերի կորուստը):
    - Տվյալ արտադրատեսակով հնարավոր չէ դուրս գալ հին շուկաները կամ մտնել նոր շուկաներ:
    - Սեփականաշնորհված ձեռնարկությունների մեծ մասն ունի ժամկետանց պարտքեր բանկերի, այլ ձեռնարկությունների և պետության առջև:
    - Ձեռնարկությունների մեծ մասն ունի ժամկետանց սոցիալական պարտավորություններ:
    - Ձեռնարկությունները չունեն շրջանառու ֆինանսական միջոցներ:

Այս բոլոր խնդիրների լուծումը պահանջում է երկարատև ներդրումներ: Հաճախ ունեցած սուղ միջոցներով սեփականաշնորհված ձեռնարկությունների բաժնետերերը նախկին արդյունաբերական խոշոր ձեռնարկություններում կազմակերպում են որևիցե լայն սպառման ապրանքի տնայնագործական արտադրություն, որը բավարարում է փոքրաթիվ բաժնե-

տերերի կարիքները: Այդպիսի իրավիճակում սեփականատերերը հաճախ շահագրգռված չեն արտադրության ընդլայնմամբ, նոր շուկաների որոնմամբ, նոր տեխնոլոգիաների կիրառմամբ, քանի որ այդ ամենը պահանջում է կառավարման ժամանակակից սկզբունքների կիրառում և ֆինանսական հոսքերի կառավարման նոր մեթոդներ:

Այսպիսով, կարելի է պնդել, որ երկրում իրարից գրեթե լրիվ առանձնացված գոյություն ունեն ֆինանսական միջոցներ և բաժնետիրական ընկերություններ: Սա Հայաստանի տնտեսության գլխավոր խնդիրներից մեկն է:

**Աղյուսակ 1-ում** բերված է զարգացած երկրներում բաժնետիրական ընկերությունների ֆինանսավորման սկզբունքների նկարագրությունը: Ինչպես երևում է աղյուսակից, զարգացած երկրներում կորպորատիվ ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր են ընկերությունների սեփական միջոցները (չբաշխված շահույթ և բաժնետոմսերի թողարկումներ): Պետք է ուշադրություն դարձնել նաև այն հանգամանքին, որ կապիտալի շուկաների կարգավորման «շուկայական» տարբերակը ընտրած ԱՄՆ-ի և Մեծ Բրիտանիայի ընկերությունները ավելի շատ են օգտվում բանկային վարկերից, քան «բանկային» տարբերակը ընտրած Գերմանիայի ընկերությունները: Սա ևս մեկ անգամ վկայում է այն մասին, որ «կապիտալի շուկաների կարգավորման տարբերակների մաքրության» սկզբունքը կորցրել է իր արդիականությունը: Նշենք նաև, որ Գերմանիան, Ճապոնիան և մայրցամաքային Եվրոպայի մի շարք երկրներ իրենց կապիտալի շուկաների այսօրվա տեսքը ստացել են հետպատերազմյան տարիներին, երբ գոյություն ուներ արտասահմանյան ֆինանսական միջոցների աննախադեպ հոսք դեպի այդ երկրները:

## Աղյուսակ 1.

### Մաքուր կորպորատիվ ֆինանսավորման աղբյուրներ (մաքուր ներդրումային ֆինանսավորում հաճած ֆինանսական ակտիվների կուտակում)

Ցուցանիշներ	Գերմանիա	Ճապոնիա	Մեծ Բրիտանիա	ԱՄՆ
Ներքին <sup>2</sup>	81	69	97	91
Բանկեր <sup>3</sup>	11	31	20	16
Պարտատոմսեր	-1	5	4	17
Բաժնետոմսեր	1	4	-10	-9
Առևտրային վարկեր	-2	-8	-1	-4
Այլ	10	0	-8	-13
Աղբյուրը՝ Corbett and Jenkinson				

Այսօր Հայաստանում բաժնետիրական ընկերությունների ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր են հանդիսանում բանկային վարկերը: Ընդ որում, ֆինանսավորման միայն այդ ձևը ի սկզբանե չի կարող լինել արդյունավետ: Այն կարող է բերել արդյունքի միայն այն դեպքում, երբ պահպանի փոխառու միջոցներ/ սեփական միջոցների հարաբերության որոշակի մակարդակը, և գրեթե լիովին անարդյունավետ, եթե տվյալ հարաբերությունը ձգտի անվերջի: Հայաստանում խնդիրն ավելի է սրվում բանկային վարկերի թանկության և կարճաժամկետ լինելու պատճառով: Այս պայմաններում բանկային վարկերը հիմնականում սպասարկում են կարճաժամկետ առևտրային գործարքները և առանձին դեպքերում վերը նշված տնայնագործական արտադրությունները: Հայտնի է, որ արտադրության վերազինման, տեխնոլոգիական նոր հոսքագծերի ներմուծման համար նույնիսկ միջնաժամկետ ծրագրերը

<sup>2</sup> Ներքին ասելով հասկանում ենք ընկերության չբաշխված շահույթի հաշվին կատարվող ֆինանսավորումը:

<sup>3</sup> Բանկային վարկեր:

բավարար չեն: Սակայն այսօր սիյուռքի և միջազգային կազմակերպությունների կողմից իրականացվող վարկային ծրագրերը լավագույն դեպքում կրում են միջնաժամկետ բնույթ և նույնպես չեն կարող լուծում հանդիսանալ վերը նշված խնդիրների համար:

Մեր կարծիքով այդպիսի խնդիրների լուծումը կարող է իրականացվել աշխարհի բոլոր զարգացած երկրներում բաժնետերերի սեփական միջոցների հաշվին: Այսօր Հայաստանում ստեղծված իրավիճակում կա խնդրի լուծման երկու տարբերակ.

1. գոյություն ունեցող բաժնետերերի սեփական միջոցների ավելացում
2. նոր՝ սեփական միջոցներ ունեցող բաժնետերերի ներգրավում:

Առաջին տարբերակը իրականացնելու իրական մեխանիզմներ գոյություն չունեն: Երկրորդ տարբերակը կարող է իրականացվել հետևյալ 4 ուղղություններով.

- ՀՀ բանկերի առավել ակտիվ մասնակցությունը բաժնետիրական ընկերությունների կապիտալում:
- Սեփական միջոցներ ունեցող արտաքին ներդրողների ուղիղ ներդրումները բաժնետիրական ընկերությունների կապիտալում:
- Սեփական միջոցներ ունեցող միևնույն տարբերակների ներգրավումը բաժնետիրական ընկերություններում:
- Կոլեկտիվ ներդրումների կառույցների ստեղծումը (Ներդրումային հիմնադրամներ, Համատեղ հիմնադրամներ, Վենչուրային հիմնադրամներ), որոնք կիրականացնեն երկարատև ներդրումային ծրագրեր բաժնետիրական ընկերություններում:

Հասկանալի է, որ չորս տարբերակներն էլ իրականացնելու ուղղակի մեխանիզմներ գոյություն չունեն, պարզապես օրենսդրական դաշտը պետք է հնարավորություններ ստեղծի բոլոր չորս տարբերակների համար՝ հաշվի առնելով վերը

նշված այն փաստը, որ հատկապես զարգացող երկրներում կարող են միաժամանակ կիրառվել կապիտալի շուկաների կարգավորման տարբեր համակարգերին բնորոշ մեխանիզմներ:

Բանկերի ավելի ակտիվ մասնակցությունը բաժնետիրական ընկերությունների կապիտալում կարող է էականորեն աշխուժացնել արժեթղթերի շուկան և, ընդհանրապես, բարելավել տնտեսական վիճակը երկրում: Միևնույն ժամանակ, պետք է նշել, որ բանկերը զանգվածային սեփականաշնորհման ընթացքում հնարավորություն են ունեցել մասնակցել ձեռնարկությունների բաժնետիրական կապիտալի ձևավորմանը, սակայն չեն արել վերջինս: Այստեղ մեր կարծիքով, պատճառը ոչ միայն ցանկության բացակայությունն է: Հայաստանյան բանկերում չկան «երկար» փողեր, որոնք կարող են ներդրվել սեփականացման իրավունքի դիմաց և վերադարձվեն երկար ժամանակահատվածից հետո: Այնպես որ, խնդրի լուծման հիմնական տարբերակները վերջին երեքն են: Այդ երեք տարբերակներն էլ ենթադրում են միևնույն տարբերակների շահերի առավել ուժեղ պաշտպանություն, շուկայում տեղեկատվական ազատություն և թափանցիկություն, ինչպես նաև բաժնետոմսերի խոշոր փաթեթներ պահելու թանկություն, որը թույլ կտա խոշոր փաթեթների առավելությունից օգտվել միայն բավարար սեփական միջոցներ ունեցող բաժնետերերին: Միևնույն ժամանակ այս մոտեցումները պետք է չխանգարեն առաջիկայում բանկերի մասնակցությանը բաժնետիրական ընկերությունների կապիտալում, եթե այդպիսի դեպքեր լինեն:

Հայաստանյան ընկերությունների մեծ մասում բաժնետոմսերի 50%-ից ավելին պատկանում է մեկ անձի կամ մեկ ընտանիքի, որը ընդհանուր եզրեր է դրսևորում իտալական ընկերությունների հետ: Այսպես իտալական տնտեսությունը առավելապես հիմնված է ընտանիքներին պատկանող ընկերությունների վրա, որոնք ունեն կորպորատիվ կառուցվածք: Նրանք թողարկել են բաժնետոմսեր, բայց բաժնետոմսերի մեծ մասը պատկանում է փոքր թվով մարդկանց: Միևնույն է, այդ

ընկերություններն էլ իրենց կորպորատիվ կառավարման արդյունավետությունը պետք է համեմատեն մրցակիցների հետ, նրանք պետք է կարողանան մրցունակ գտնվել այլ ընկերությունների համեմատ:

Ընդ որում, կորպորատիվ կառավարման արդյունավետությունը տարբեր ընկերություններում գնահատվում է մեթոդներով, ինչպես օրինակ ծախսեր/եկամուտներ հարաբերակցության կամ նորմածությունների ներգրավվածության աստիճանով: Բոլոր դեպքերում, նրանք պետք է կարողանան մրցակցել այն ընկերությունների հետ, որոնք ավելի շատ բաժնետերեր ունեն:

Այլ հարց է, որ այդ պարագայում սեփականության կառուցվածքը մի բան է, իսկ շահութաբերության մակարդակը և մրցունակության մակարդակը՝ այլ: Եթե սեփականության կառուցվածքը չի հանգեցնում երկարատև ժամկետով մրցունակության պահպանման, ապա կարող եք շարունակել գոյություն ունենալ, սակայն մրցունակ չեք լինի:

Չարգացնելով վերջին պարբերության միտքը՝ կարող ենք նշել, որ ոչ բոլոր դեպքերում է շատ բաժնետեր ունենալը դիտարկվում որպես առավելություն:

Ավելին, դա կախված է այն հանգամանքից, թե ընկերությունը որքան կապիտալի պահանջ ունի: Մի կողմից, այն ընկերությունները, որոնք կապիտալի ավելի մեծ պահանջարկ ունեն, ձգտում են ավելի մրցունակ լինել, որպեսզի կարողանան կապիտալի պահանջարկը բավարարել: Մյուս կողմից, այն ընկերությունները, որոնք կապիտալի մեծ պահանջարկ չունեն, կարող են այդ հարցերին ավելի հանգիստ նայել: Սակայն հաճախ նրանք սկսում են իրենց վստահ զգալ, մոռանում են մրցունակության մասին, որի հետևանքով էլ կարող են շուկայից դուրս մղվել:

Հայաստանյան ընկերությունների մեծ մասում որոշումները միանձնյա կայացնելու հնարավորությունը հակասում կամ կաշկանդում է կորպորատիվ կառավարման սկզբունքներ-

րին, հատկապես, եթե խոսվում է կառավարման ավելի բարդ համակարգ ունեցող կորպորացիաների մասին:

Ինչ վերաբերում է կառավարման ավելի պարզ համակարգ ունեցող կորպորացիաներին, ապա անհատ ձեռներեցը մի բան է, սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունը՝ այլ բան: Բայց եթե խոսվում է կորպորացիայի, մասնավորապես՝ բաժնետիրական ընկերությունների մասին, որոնք ներգրավել են նաև առևտրային բանկերից ինչ-որ փոխառություններ, ապա միանձնյա որոշում կայացնողը պետք է որոշակի տեղեկատվություն տրամադրի: Բանկին պետք է տրամադրի բիզնես պլան, ֆինանսական հաշվետվություն, զարգացման ռազմավարություն, ինչ-որ երաշխիքներ:

Վերոգրյալ համալիր միջոցառումներ իրականացնելուց հետո հաջորդ աստիճանը պարտատոմսերի թողարկումն է: Այդ պարտատոմսերի սեփականատերերը նույնպես տեղեկատվություն ստանալու իրավունք ունեն: Իսկ եթե ընկերությունն արդեն թողարկել է բաժնետոմսեր, ապա դժվար է պատկերացնել, որ բաժնետոմսերի 100%-ը մի անձի մոտ է, որովհետև իմաստ չունի այդքան իրավական պահանջներին համապատասխանել և 100%-ով բաժնետեր լինել: Բայց եթե նման դեպքեր կան, Կենտրոնական բանկն իրավասու է պահանջել որոշակի տեղեկատվության բացահայտում: Այսինքն, միանձնյա որոշումներ ընդունելը հնարավոր է բացառապես կորպորատիվ կառավարման սկզբունքները ընդունելու դեպքերում:

Այժմ խոսենք այն մասին, թե ՀՀ բաց և փակ բաժնետիրական ընկերություններից որոնք են արդյունավետ աշխատում կորպորատիվ կառավարուման սկզբունքներով: Խնդիրն այն է, որ բոլոր ընկերությունների համար կան լավագույն փորձի օրինակներ՝ լինի բաց բաժնետիրական ընկերություն, փակ կամ պետական ձեռնարկություն: Վերջինները ևս պետք է մտածեն իրենց արդյունավետության, օրինակ՝ գնումների կամ ծախսերի արդյունավետության մասին: Բացի այդ, պետական ձեռնարկությունների մեծ մասը կարծում է, թե ջուրն ու

էլեկտրաէներգիան իրենց են պատկանում, քանի որ պետական են: Սակայն դա այդպես չէ, դա լավագույն փորձը չէ: Անգամ եթե ընկերությունը համարվում է պետական, պետք է ունենա նախ՝ ղեկավարություն, ներքին վերահսկողություն, ապա՝ կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների կիրառության՝ մտածելով արդյունավետության մասին:

Առանցքային քառեր. բաժնետիրական ընկերություն, «երկար» փողեր, բաժնետիրական շահ, միևնույն քառեր, արտադրության վերազինում, չբաշխված շահույթ, բանկային վարկեր, պարտատոմսեր, շահաբաժիններ, կապիտալիզացիա, կորպորատիվ կառավարում, ֆինանսական ակտիվների կուտակում:

### ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. Corporate Finance, Aswath Damodaran, New York University's Stern School of Business. 120 p.
2. Corporate Finance: First Principles, Aswath Damodaran, New York University's Stern School of Business. 400 p.
3. The framework for this section is based on Notes by Aswath Damodaran at New York University's Stern School of Business. 45-54p.
4. Investment Decisions and Capital Budgeting, Prof. Campbell R. Harvey; The Investment Decision of the Corporation, Prof. Don M. Chance. 112p.
5. Valuation, Prof. Aswath Damodaran; Equity Valuation, Prof. Campbell R. Harvey. 22p.
6. Campbell R. Harvey's Hypertextual Finance Glossary or investopedia.com. 790p.
7. Corbett and Jenkinson report, 2008. 23-25p.
8. Формирование рынков капитала в Центральной и Восточной Европе, Доклад всемирного банка, 1994. 190-192 стр.

## Резюме

### Корпоративное финансирование по армянской версии. К. Ю. Багдасарян

Значение акционерных обществ, согласно определению, является консолидацией и использованием средств различных акционеров. То, что консолидация и использование реализованы с определенными законами.

Сегодня в Армении был создан после ситуации с массовой приватизацией, когда большая часть акционерных обществ контролируется несколькими акционерами около 70-100%-ов. Собственный капитал формируется по акционерам собственности.

Так, чтобы иметь существование, кто друг от друга почти полностью отделенного в стране, финансовой настаивают средства и акционерные общества.

Кроме того, проблемы в корпоративных финансах и улучшение главное направление правительства для развития экономики Армении в будущем.

**Ключевые слова:** управляющие акционерным обществом, “долгосрочным” потоком наличности, акционерным интересом, незначительным акционером смолы, повторно управляющее производство, кредит, предоставляемый банком, облигация, неассигнованная прибыль, капитализация производства, дивиденда, корпоративного управления, накопления финансовых активов.

## Литература

1. Corporate Finance, Aswath Damodaran, New York University's Stern School of Business. 120 p.
2. Corporate Finance: First Principles, Aswath Damodaran, New York University's Stern School of Business. 400 p.

3. The framework for this section is based on Notes by Aswath Damodaran at New York University's Stern School of Business. 45-54p.
4. Investment Decisions and Capital Budgeting, Prof. Campbell R. Harvey; The Investment Decision of the Corporation, Prof. Don M. Chance. 112p.
5. Valuation, Prof. Aswath Damodaran; Equity Valuation, Prof. Campbell R. Harvey. 22p,
6. Campbell R. Harvey's Hypertextual Finance Glossary or investopedia.com. 790p.
7. Corbett and Jenkinson report, 2008. 23-25p.
8. Формирование рынков капитала в Центральной и Восточной Европе, Доклад всемирного банка, 1994. 190-192 стр.

## **SUMMARY**

### **THE CORPORATIVE FINANCING IN ARMENIAN VERSION**

**K. YU. BAGHDASARYAN**

Meaning of the joint-stock companies, according to the definition, is being the consolidation and use of the different stockholders' means. That the consolidation and use is actualized with certain laws.

Today in Armenia has been created after the mass privatization situation, when much of joint-stock companies is supervised by a few stockholders 70-100 %s of stocks of the friendship is found near whom. The own capital moreover is missing near that stockholders.

So, in order to have existence who from each other almost fully separated in the country financial the means and joint-stock companies insist.

Furthermore, the problems in corporative finance and the salvations are the main direction to improve the economy of Armenia in future.

**Key words** governing a joint-stock company, “long-term” cash flow, a joint-stock interest, a minor tar stockholder, the production recontrolling, bank credit, a bond, an unallocated profit, the capitalization of the production, dividend, corporate management, an accumulation of the financial assets.

### **Literature**

1. Corporate Finance, Aswath Damodaran, New York University's Stern School of Business. 120 p.
2. Corporate Finance: First Principles, Aswath Damodaran, New York University's Stern School of Business. 400 p.
3. The framework for this section is based on Notes by Aswath Damodaran at New York University's Stern School of Business. 45-54p.
4. Investment Decisions and Capital Budgeting, Prof. Campbell R. Harvey; The Investment Decision of the Corporation, Prof. Don M. Chance.112p.
5. Valuation, Prof. Aswath Damodaran; Equity Valuation, Prof. Campbell R. Harvey.22p,
6. Campbell R. Harvey's Hypertextual Finance Glossary or investopedia.com. 790p.
7. Corbett and Jenkinson report, 2008.23-25p.
8. “The asserting capital market in Central and Western EU” World Bank’s report, 1994, 190-192p.