

БІРЖОВА ТОРГІВЛЯ ЯК ПРІОРИТЕТНИЙ НАПРЯМ МОДЕРНІЗАЦІЇ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

©2018 ПЕХОТА А. В.

УДК 336.76

Пехота А. В. Біржова торгівля як пріоритетний напрям модернізації ринку цінних паперів України

У статті розглянуто основні проблеми, що стримують розвиток біржової торгівлі цінними паперами за допомогою фондових бірж в Україні. Серед таких проблем: низька капіталізація та ліквідність біржового ринку цінних паперів; переважання позабіржового ринку над біржовим; слабкий захист прав інвесторів; мізерність активів інституційних інвесторів; відсутність консолідації серед українських бірж; низька активність населення. Зазначено, що подальші пріоритетні напрями модернізації біржової торгівлі України повинні супроводжуватись: впровадженням сучасних торгових, розрахункових та інформаційних технологій; створенням ефективної консолідованої моделі клірингу та розрахунків; розширенням асортименту фінансових інструментів, зокрема деривативів; удосконаленням нормативно-правової бази; створенням умов для обігу іноземних цінних паперів; удосконаленням депозитарної системи та системи клірингу та розрахунків; поєднанням заходів щодо посилення системи державного нагляду та контролю з розвитком процесів саморегулювання. Розглянуто передумови становлення та розвитку українського біржового ринку цінних паперів в контексті євроінтеграційних процесів.

Ключові слова: біржова торгівля, фондова біржа, регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок, інтернет-трейдинг.

Бібл.: 12.

Пехота Артем Володимирович – аспірант кафедри фінансів, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

E-mail: artempiekhota@gmail.com

УДК 336.76

UDC 336.76

Пехота А. В. Биржевая торговля как приоритетное направление модернизации рынка ценных бумаг Украины

В статье рассмотрены основные проблемы, сдерживающие развитие биржевой торговли ценными бумагами с помощью фондовых бирж в Украине. Среди таких проблем: низкая капитализация и ликвидность биржевого рынка ценных бумаг; преобладание внебиржевого рынка над биржевым; слабая защита прав инвесторов; скудность активов институциональных инвесторов; отсутствие консолидации среди украинских бирж; низкая активность населения. Отмечено, что дальнейшие приоритетные направления модернизации биржевой торговли Украины должны сопровождаться: внедрением современных торговых, расчетных и информационных технологий; созданием эффективной консолидированной модели клиринга и расчетов; расширением ассортимента финансовых инструментов, в частности деривативов; совершенствованием нормативно-правовой базы; созданием условий для обращения иностранных ценных бумаг; совершенствованием депозитарной системы и системы клиринга и расчетов; сочетанием мер по усилению системы государственного надзора и контроля с развитием процессов саморегулирования. Рассмотрены предпосылки становления и развития украинского биржевого рынка ценных бумаг в контексте евроинтеграционных процессов.

Ключевые слова: биржевая торговля, фондовая биржа, регулируемый (организационно оформленный) фондовый рынок, интернет-трейдинг.

Библ.: 12.

Пехота Артем Владимирович – аспирант кафедры финансов, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (просп. Победы, 54/1, Киев, 03057, Украина)

E-mail: artempiekhota@gmail.com

Piekhota A. V. The Exchange Trade as a Priority Direction of Modernization of the Securities Market of Ukraine

The article considers the main problems that inhibit the development of stock exchange trading with the help of stock markets in Ukraine. Among such problems are: low capitalization and liquidity of stock market; predominance of OTC market over exchange; weak protection of investors' rights; scarcity of institutional investors' assets; lack of consolidation among Ukrainian exchanges; low population activity. It is indicated that further priority directions of modernization of exchange trade of Ukraine should be accompanied by: introduction of modern trading, settlement and information technologies; creation of an effective consolidated model of clearing and settlements; expansion of the range of financial instruments, in particular derivatives; improvement of the legal and regulatory framework; creation of conditions for circulation of foreign securities; improving the depository system and clearing and settlement system; combination of measures to strengthen the system of the State supervision and control with the development of self-regulation processes. The preconditions of formation and development of the Ukrainian stock market of securities are considered in the context of European integration processes.

Keywords: exchange trade, stock exchange, regulated (institutionalized) stock market, Internet trading.

Bibl.: 12.

Piekhota Artem V. – Postgraduate Student of the Department of Finance, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

E-mail: artempiekhota@gmail.com

Актуальність теми визначається тим, що розвиток біржової торгівлі цінними паперами України тісно пов'язаний зі станом економіки держави. Зараз український біржовий ринок цінних паперів працює в умовах економічної та політичної нестабільності. На жаль, біржова торгівля цінними паперами характеризується рядом проблем, починаючи від низької ліквідності та недостатньої капіталізації, та закінчуючи непрозорістю біржових ринків і недосконалістю нормативного регулювання. Обся-

ги біржової торгівлі, порівняно з іншими країнами, в Україні є незначними. Зважаючи на значну роль біржової торгівлі у сучасній фінансово-економічній системі, розв'язання існуючих проблем у цій сфері є важливим науково-практичним завданням.

Дослідженням проблем розвитку біржової торгівлі в Україні присвячено низку наукових праць українських учених, зокрема, З. Г. Ватаманюка, О. М. Мозгового, В. В. Оскольського, С. Є. Шишкова, І. О. Школьника, І. В. Дорошенко та ін.

Метою статті є аналіз стану біржової торгівлі цінними паперами України, виявлення основних проблем, що стримують розвиток цієї торгівлі, та розроблення практичних рекомендацій, спрямованих на вдосконалення організації та регулювання біржової торгівлі цінними паперами в Україні.

Організація біржової торгівлі за допомогою фондових бірж на сьогодні є одним із основних напрямків державної політики в економічній сфері. І очевидно, що без правового забезпечення ринкові відносини не можуть далі розвиватися, а отже, процеси інтеграції у світовий ринок стають неможливими. Тому найбільш актуальним є вдосконалення нормативної бази регулювання біржового ринку паперів.

Згідно з останніми світовими тенденціями у сфері обігу біржових інструментів кількість повноцінних ринків поступово скорочується. Особливо відчутно це на фондовому ринку. Деякі світові експерти допускають, що в найближчі роки національні ринки переформуються у світові фондові центри. А їх наявність у національних економіках розглядатиметься як ознака конкретності та розвиненості економіки країни [10].

Сьогодні держава має виважено підійти до формування концептуальних основ формування біржового ринку цінних паперів, чітко визначити цілі, завдання та пріоритети розвитку біржової торгівлі. Як було відмічено в ювілейному виданні «Двадцятилітє Української фондової біржи: ітоги, уроки, задачі» видатним діячем В. В. Оскольським, який стояв у витоків створення фондового ринку в Україні, «... відсутність загальнонаціональної системи фондової торгівлі, яка б об'єднувала на уніфікованій основі всіх учасників ринку – це найголовніша проблема фондового ринку, яка виникла в результаті недалекоглядної державної політики у виборі пріоритетів формування та розвитку ринку цінних паперів в Україні» [9].

Щоб витримати конкуренцію, вітчизняним інвесторам, національним регуляторам та учасникам біржових відносин потрібно урахувати процеси інтеграції світового фондового ринку. Для цього потрібно усунути відставання від провідних світових фінансових центрів, зокрема у сфері державного регулювання.

Ключову роль у цьому має зіграти держава як захисник національних інтересів, а саме – створення ефективної системи державного регулювання та контролю за біржовою діяльністю з метою модернізації ринку цінних паперів України [10].

Біржова торгівля цінними паперами є однією з форм організованого ринку, що діє за визначеними правилами. Саме фондова біржа є організованим та постійно діючим ринком, на якому концентрується торгівля найбільш ліквідними цінними паперами.

Слід зазначити, що становлення національного біржового ринку цінних паперів розпочалося в 1991 р. після проголошення України незалежною державою. У цьому ж році було прийнято Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» та створено перший біржовий ринок цінних паперів на Українській фондовій біржі. Проте з прийняттям Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України, яка затверджена Постановою Верховної Ради України від 22.09.1995 р. № 342/95-ВР, передбачено поряд з біржовим ринком створення позабіржового ринку цінних паперів, і, крім фондових бірж, почали здійснювали свою діяльність торговельно-інформаційні системи.

При цьому учасники ринків цінних паперів надавали перевагу позабіржовій торгівлі та нехтували біржовою торгівлею, оскільки норми національного законодавства були невимогливі.

Тобто на державному рівні було недооцінене значення фондових бірж як єдиних інституцій, які спроможні створити організований (регульований) ринок фінансових ресурсів, та майже не були використані властивості національних фондових бірж під час масової сертифікатної приватизації майна державних підприємств.

Нині фондова біржа – це регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання та виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів; це організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами [1].

На даний час в Україні функціонує вісім фондових бірж, проте торги концентруються тільки на трьох організаторах торгівлі: ФБ «ПФТС», ФБ «Перспектива» та «Українська біржа», на яких відбувається 90–97% угод [12].

Упродовж останніх років на національному ринку цінних паперів утримується ситуація, яка характеризується перевагою позабіржового ринку цінних паперів над біржовим (частка біржового сегмента ринку цінних паперів у 2016 р. складала 11,18%, тоді як у 2013 р. вона складала 27,69%); невисокою інвестиційною привабливістю наявних фінансових інструментів та, як наслідок, – низькою ліквідністю [12].

Подрібнення вузького біржового сегмента організованого ринку тільки ще більше поглиблює ситуацію і не сприяє залученню на фондовій біржі емітентів, інвесторів та учасників ринку. Крім цього, це не сприяє залученню інвестицій, необхідних для розвитку самих бірж.

Таким чином, виникли ризики втрати ключової ролі біржової торгівлі на біржовому ринку цінних паперів.

У реальних умовах функціонування ринків цінних паперів України, коли більшість угод укладається в позабіржовому режимі, існуючі індекси активності, у тому числі індекс ПФТС, не можуть адекватно характеризувати стан ринку. Суттєвим недоліком індексу ПФТС є також його вузька база, яка включає порівняно незначну кількість емітентів. На основі розрахунку ринкової капіталізації їх акцій і будується зазначений індекс.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку ввела у обіг так званий інтегральний індекс українського фондового ринку, який розраховується за даними звітності торговців цінними паперами. Однак унаслідок того, що інтегральний індекс та подібні до нього індекси розраховуються в основному за даними щоквартальної або річної звітності торговців, вони не придатні для оперативного інформування учасників ринків цінних паперів.

Нерозвиненість біржової торгівлі зумовлює низький рівень ліквідності та недостатню капіталізацію ринку цінних паперів, слабку концентрацію торгівлі фінансових інструментів на біржовому ринку [4].

Зниження ліквідності вітчизняного ринку стимулює емітентів до пошуку більш ліквідних біржових майданчиків, серед яких вагоме місце займають розвинені іноземні фондові біржі. Зростають ризики того, що на внутрішньому ринку залишаться акції тільки компаній низького та середнього рівня інвестиційної привабливості, які не відповідають вимогам лістингу на міжнародних фондових біржах. Як результат, національний ринок може перетворитися на «другосортний» та втратити зацікавлення іноземних інвесторів [11].

Збільшити ліквідність українського ринку міг би обов'язковий подвійний лістинг. Так, українські компанії отримали б можливість розмішувати цінні папери на зарубіжних ринках, а підприємства, які вже котируються на закордонних біржах, могли б торгуватися і на вітчизняних майданчиках [8].

Ведення діалогу про паралельний лістинг почалося ще 2011 р., втім певний прогрес у цьому питанні намітився лише у 2013 р.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку рішенням від 10.09.2013 р. № 1754 затвердила перелік іноземних фондових бірж, на яких мають бути допущені до обігу цінні папери іноземних емітентів, що мають намір отримати допуск до обігу цінних паперів на території України. Це: мережа фондових бірж, що входять до Nasdaq, Inc; New York Stock Exchange (NYSE); фондові біржі країн, що входять до Європейського Союзу»; London Stock Exchange та Hong Kong Exchanges and Clearing [3].

Крім цього, регулятор затвердив Порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України. Такий дозвіл видається при одночасному дотриманні умов, а стосовно акцій – також за умови, якщо кількість акцій, щодо яких планується здійснення розміщення та обігу за межами України, не перевищує 75 відсотків від загальної кількості акцій відповідного випуску [2].

Ще одним фактором, що знижує розвиток біржової торгівлі цінними паперами в Україні на фондовому ринку, є низька активність населення, що пов'язана із загальним низьким рівнем фінансової грамотності населення України, нерозумінням ролі біржового ринку та сутності його фінансових інструментів, недовірою населення до фінансових інструментів довгострокового вкладення капіталу та низьким рівнем доходів населення.

Невеликий інтерес інвесторів до біржового ринку в нашій країні також обумовлений недосконалістю законодавчої та правової бази його функціонування. Нормативна база, що врегульовує стосунки в біржовому сегменті, не повністю відповідає вимогам міжнародних стандартів, таким чином, інвестори ніяк не захищені з боку держави [8].

Крім цього, особливу увагу треба звернути на дуже слабку технічну оснащеність. Тільки починаючи з 2009 р., компанії, що надають послуги торгівлі на біржовому ринку, стали пропонувати своїм клієнтам послугу Інтернет-трейдингу, яка є дуже популярною в усьому світі. Вона дозволяє фізичній особі самостійно здійснювати угоди з покупки та продажу фінансових інструментів за допомогою мережі Інтернет та виплачуючи комісійну платню за здійснення угоди брокеру. Відсутність налагодженої роботи технічних засобів уповільнила залучення широкого кола індивідуальних інвесторів [8].

Перелік проблем розвитку біржового торгівлі цінними паперами в Україні є досить численним. На нашу думку, ключовою серед них є незначна частка організованого ринку, адже основна маса операцій здійснюється поза біржами. Наслідком цього є невеликі обсяги біржової діяльності, її низька ліквідність та прибутковість, непрозорість ціноутворення, інформаційна закритість емітентів і, як результат, неможливість адекватної оцінки реальної вартості підприємств інвесторами [7].

Тому одним із основних заходів щодо реформування діяльності вітчизняних фондових бірж є їх консолідація [5].

Сидоренко О. В., досліджуючи проблеми розвитку ринку цінних паперів, визначив питання консолідації біржової системи та необхідності побудови ефективної системи регулювання біржового ринку з усіма його інструментами як головний та ефективний механізм підвищення конкурентоздатності на фінансових та товарних ринках.

Краснова І. В. у своєму дослідженні стану та перспектив розвитку фондового ринку України наголосила на необхідності формування консолідованої інфраструктурної складової біржового ринку як на важливому аспекті реформування фондового ринку в Україні.

Ми погоджуємося і з позицією автора [6] щодо необхідності консолідації регульованого біржового ринку цінних паперів.

Сучасний стан біржової торгівлі підтверджує, що вона потребує суттєвої перебудови та технологічної модернізації, імплементації законодавства України у сфері обігу цінних паперів до правових норм європейського законодавства.

Завдяки процесу об'єднання та злиття організаторів торгівлі як інституцій, що управляють біржовим ринком, світові фондові біржі зміцнили свої позиції на світовому фондовому ринку.

Сьогодні у світі розпочався новий період для біржових майданчиків – укрупнення та консолідація фінансових капіталів та товарних ринків. Це активізує міжнародне інвестиційне середовище та полегшує роботу міжнародних і національних регуляторів біржових ринків. Основною особливістю об'єднання регульованих ринків капіталу та товарних ринків є їх ліквідність й мінімальні фінансові ризики.

Втім, сучасну біржову торгівлю в Україні процеси злиття та об'єднання не зачепили, що спричинило низьку ліквідність біржових ринків і відсутність необхідних для їх розвитку ресурсів. Це треба змінювати на рівні державної політики, формуючи національну біржову систему.

Національна система біржової торгівлі повинна формуватися на злитті та об'єднанні організаторів торгівлі. Центральним ядром має стати універсальна національна біржа.

Однією з провідних функцій бірж є створення консолідованої системи формування, надання та розкриття біржової інформації, мережа якої має включати відповідні інформаційні підсистеми регіональних бірж.

Політика Уряду має бути спрямована безпосередньо на підтримку процесу зосередження зростаючих біржових обсягів продажу цінними паперами на фондових біржах України та сприяння набуття статусу національних найбільш конкурентоспроможними біржами.

Подальші пріоритетні напрями модернізації біржової торгівлі України повинні супроводжуватись:

- ✦ запровадженням сучасних біржових інформаційних технологій торгівлі та постійної її модернізації;
- ✦ розширенням асортименту надійних фінансових інструментів для інвестування;
- ✦ забезпеченням імплементації законодавства України до основних положень законодавства ЄС;

- ✦ забезпеченням захисту прав інвесторів;
- ✦ створенням відповідних умов для обігу іноземних цінних паперів на біржовому ринку;
- ✦ підвищенням ефективності державного регулювання та нагляду за біржовою діяльністю.

ВИСНОВКИ

На основі проведеного дослідження можна зробити висновок, що з розглянутого переліку основних проблем, що стримують розвиток біржової торгівлі цінними паперами, його сучасний стан потребує істотної модернізації, зокрема імплементації законодавства України до основних положень законодавства ЄС.

Подальший розвиток біржової торгівлі цінними паперами залежить від економічного стану держави та вмілого поєднання адміністративних і економічних важелів управління. Подальша імплементація національного законодавства України до положень актів ЄС створить у майбутньому ефективний та дієвий біржовий ринок цінних паперів. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (зі змінами) від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

2. Рішення НКЦПФР «Про затвердження Порядку надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України» від 20.06.2013 р. № 1105, URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1201-13#n18>

3. Рішення НКЦПФР «Про затвердження Переліку іноземних фондових бірж, на яких мають бути допущені до обігу цінні папери іноземних емітентів, що мають намір отримати допуск до обігу цінних паперів на території України» від 10.09.2013 р. № 1754. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1672-13#n17>

4. Резнік Н. Особливості функціонування та перспективи розвитку біржової діяльності в Україні. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія «Економіка, аграрний менеджмент, бізнес»*. 2016. Вип. 247. С. 265–277. URL: <http://journals.nubip.edu.ua/index.php/Economica/article/view/8169>

5. Михальчишина Л. Г. Стратегія вдосконалення ринку цінних паперів в Україні. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія «Економіка, аграрний менеджмент, бізнес»*. 2016. Вип. 249. С. 306–314.

6. Ройко І. Консолідація системи біржового ринку цінних паперів в Україні. Ринок цінних паперів України. 2016. № 1-2. URL: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=92&pub=965

7. Заславська О. І. Проблеми та перспективи розвитку фондових бірж в Україні. *Науковий вісник Ужгородського університету: Серія «Економіка»*. 2015. Вип. 2. С. 310–315., URL: http://www.visnyk-ekon.uzhnu.edu.ua/images/pubs/46/1/46_54.pdf

8. Македон В. В., Тульських І. Л. Дослідження проблем розвитку національного фондового ринку. *Теоретичні*

i практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. 2013. Вип. 2 (1). С. 375–384.

9. Іваницька О. М. Про концепцію удосконалення функціонування біржової торгівлі цінними паперами. *Наукові праці НДФІ*. 2012. Вип. 1. С. 86–94.

10. Сидоренко О. В. Консолідація біржової системи як фактор підвищення її конкурентоздатності. *Ефективна економіка*. 2011. № 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=787>

11. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України : інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової, Н. І. Гребеника. Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 132 с.

12. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку : річний звіт за 2016 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktsprf-za-2016-rk/>

Науковий керівник – Леонов Д. А., кандидат економічних наук, професор кафедри фінансів Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана

REFERENCES

Ivanytska, O. M. "Pro kontseptsiuu udoskonalennia funktsionuvannia birzhovoi torhivli tsinnymy paperamy" [On the concept of improving the functioning of stock trading in securities]. *Naukovi pratsi NDFI*, no. 1 (2012): 86-94.

[Legal Act of Ukraine] (2006). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

[Legal Act of Ukraine] (2013). <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1201-13#n18>

[Legal Act of Ukraine] (2013). <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1672-13#n17>

Makedon, V. V., and Tulsykyh, I. L. "Doslidzhennia problem rozvytku natsionalnoho fondovoho rynku" [Research of problems of development of the national stock market]. *Teoretychni i praktychni aspekty ekonomiky ta intelektualnoi vlasnosti*, no. 2 (1) (2013): 375-384.

Mykhalchyshyna, L. H. "Stratehiia vdoskonalennia rynku tsinnykh paperiv v Ukraini" [Strategy for improving the securities market in Ukraine]. *Naukovyi visnyk Natsionalnoho universytetu bioresursiv i pryrodokorystuvannia Ukrainy. Seriia «Ekonomika, ahraryni menedzhment, biznes»*, no. 249 (2016): 306-314.

"Natsionalna komisiiia z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku : richnyi zvit za 2016 rik" [National Securities and Stock Market Commission: Annual Report for 2016]. <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktsprf-za-2016-rk/>

Pytannia funktsionuvannia ta vdoskonalennia infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy : informatsiino-analitychni materialy [The issue of functioning and improvement of the infrastructure of the Ukrainian stock market: information and analytical materials]. Kyiv: Tsentri naukovykh doslidzhen NBU, 2005.

Reznik, N. "Osoblyvosti funktsionuvannia ta perspektyvy rozvytku birzhovoi diialnosti v Ukraini" [Features of functioning and prospects of development of stock market activity in Ukraine]. *Naukovyi visnyk Natsionalnoho universytetu bioresursiv i pryrodokorystuvannia Ukrainy. Seriia «Ekonomika, ahraryni menedzhment, biznes»*. 2016. <http://journals.nubip.edu.ua/index.php/Economica/article/view/8169>

Roiko, I. "Konsolidatsiia systemy birzhovoho rynku tsinnykh paperiv v Ukraini" [Consolidation of the stock market securities market in Ukraine]. *Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy*. 2016. http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=92&pub=965

Sydorenko, O. V. "Konsolidatsiia birzhovoi systemy yak faktor pidvyshchennia yii konkurentozdatnosti" [Consolidation of the exchange system as a factor in increasing its competitiveness]. *Efektivna ekonomika*. 2011. <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=78>.

Zaslavska, O. I. "Problemy ta perspektyvy rozvytku fondovykh birzh v Ukraini" [Problems and Prospects for the Development of Stock Exchanges in Ukraine]. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho universytetu: Seriia «Ekonomika»*. 2015. http://www.visnyk-ekon.uzhnu.edu.ua/images/pubs/46/1/46_54.pdf