

Д. В. Маляр, кандидат економічних наук,
доцент кафедри менеджменту
зовнішньоекономічної діяльності
Університету митної справи та фінансів

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ: ПРОБЛЕМИ ЛІСТИНГУ АКЦІЙ ТА КАПІТАЛІЗАЦІЇ ЛІСТИНГОВИХ КОМПАНІЙ В УКРАЇНІ

Об'єктом дослідження обрано лістингові компанії, що здійснюють емісію акцій та розміщують їх на фондових біржах. Проаналізовано показники динаміки капіталізації лістингових компаній України, а також статистику емісії акцій, допущених до торгів на фондових біржах у 2010–2014 рр. Запропоновано й обґрунтовано необхідність введення III рівня лістингу щодо емісії акцій та створення умов для здійснення подвійного лістингу вітчизняними емітентами, у тому числі за кордоном.

Ключові слова: лістингові компанії; акціонерні товариства; рівні лістингу; подвійний лістинг; фондовий ринок; фондова біржа; емісія акцій; емітент; капіталізація компаній.

As the object of study selected listed companies engaged in issue of shares and place them on stock exchanges. Analyzed the performance dynamics capitalization of listing companies of Ukraine, and the statistics issue shares admitted to trading on the stock exchanges in 2010–2014. Proposed and justified the need for a third level listing on the share issue and the creation of conditions for dual-listing domestic issuers, including including abroad.

Key words: listed companies; joint stock companies; level listing; dual listing; stock market; stock exchange; issue of shares; issuer; capitalization companies.

Постановка проблеми. Основною організаційно-правовою формою великого бізнесу в Україні, як і в світовій практиці, є акціонерні товариства або корпорації. Така закономірність пояснюється величезним потенціалом залучення майже необмежених активів за допомогою механізму акціонування, в результаті чого кожна така компанія автоматично стає учасником фондового ринку, пропонуючи власні акції для продажу. Акціонерна форма підприємництва є найбільш яскравим прикладом утворення та реалізації корпоративних відносин, власне сам механізм акціонування передбачає відсторонення акціонерів (співвласників товариства) від подальшого управління господарською діяльністю, отже, з моменту відокремлення функції привласнення та керування і починаються корпоративні відносини. Однак успішне створення та розвиток акціонерного товариства неможливі без вдалого розміщення акцій, що, своєю чергою, є більш перспективне завдяки фондовим біржам. Від того, чи зможе випуск акцій певного товариства потрапити на біржу і в якій категорії торгів (лістингових або позалістингових) братиме участь, залежить ефективність та масштаби залучення капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика розміщення цінних паперів на фондових біржах, проходження процедури лістингу, обігу цінних паперів

© Д. В. Маляр, 2015

відображена у працях Т. Гринь, П. Гулькіна, К. Забарного, С. Ковергі, В. Корнеєва, І. Проніка, І. Фіщука, В. Шіпова, Т. Ясінської та інших. Але поточні зміни в економіці країни, безпосередній розвиток корпоративного сектора висувають нові проблемні питання, що потребують вирішення.

Мета статті – аналіз умов розміщення акцій на фондових біржах, вивчення статистики лістингових і позалістингових емісій акцій, дослідження обсягів капіталізації лістингових компаній в Україні для виявлення шляхів поживлення розвитку корпоративного сектора економіки та фондового ринку.

Виклад основного матеріалу. Можливості акціонерного товариства щодо розміщення власних акцій та облігацій початково зумовлюються безпосередньо його формою, яка відповідно до Закону України “Про акціонерні товариства” може бути приватною або публічною. Наприклад, публічне товариство зобов’язане пройти процедуру лістингу хоча б на одній фондовій біржі, у той час як для приватного товариства це зовсім не обов’язково. У зв’язку з цим доцільно проаналізувати сучасну структуру акціонерних товариств в Україні (рис. 1).

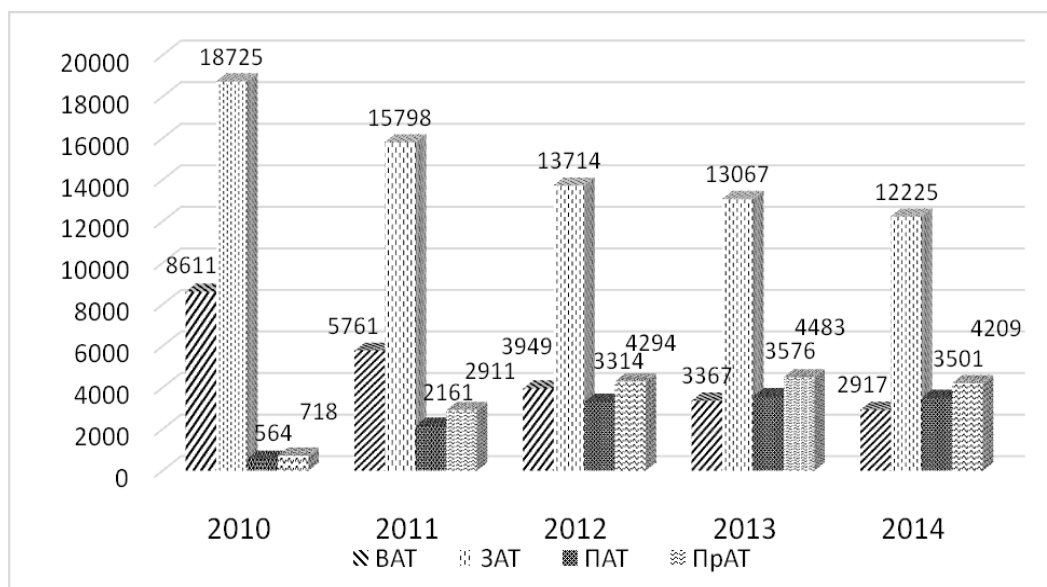


Рис. 1. Структура та обсяги акціонерних товариств у 2010–2014 рр.
(складено автором за [1, 62])

Згідно з графіком, поданим на рис. 1, спостерігається стабільна тенденція до зрушень у структурі акціонерних товариств країни, а саме зменшення кількості відкритих та закритих форм з одночасним збільшенням кожного року приватних і публічних товариств. Це пояснюється необхідністю нових товариств обирати між публічними та приватними формами, а також перереєстрацією певних старих товариств відповідно до Закону про акціонерні товариства, тобто поступово відбувається відмирання так званих відкритої та закритої форм акціонерних товариств. Якщо дослідити підсумкову динаміку акціонерних товариств (рис. 2), то можна побачити тенденцію до скорочення об-

сягів акціонерної організаційно-правової форми підприємств через її складність реєстрації та функціонування: випуск акцій, підзвітність НКЦПФР, необхідність проходити лістинг на хоча б одній із фондових бірж, виконання множини корпоративних та нормативних вимог тощо. Отже, більшість підприємців, відчуваючи на собі тягар адміністративно-бюрократичних процедур, надають перевагу іншим формам ведення господарської діяльності, таким як товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю, кількість яких, навпаки, має переконливу тенденцію до перманентного зростання [2].

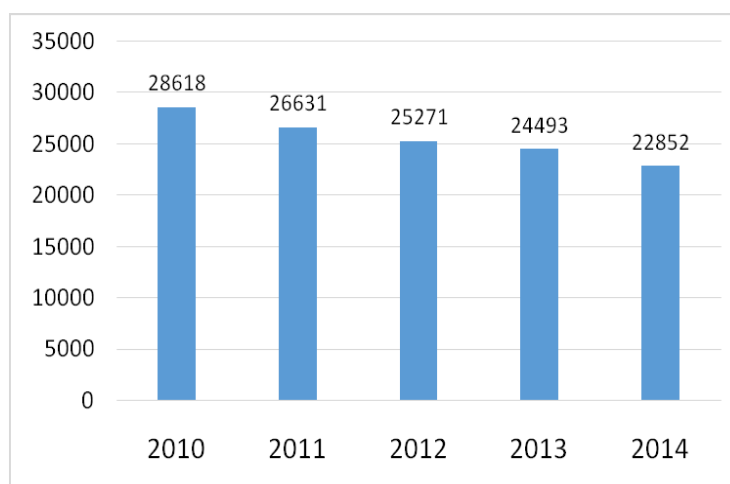


Рис. 2. Динаміка обсягів акціонерних товариств у 2010–2014 рр.
(складено автором за [1, 62])

Таблиця 1

**Обсяг зареєстрованих випусків акцій та корпоративних облігацій
у 2010–2014 рр.***

Показники	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.
ВВП, млрд грн	1079	1300	1405	1465	1587
Обсяг зареєстрованих акцій протягом року, млрд грн	41	58	16	64	144
Накопичувальний підсумок зареєстрованих акцій, млрд грн	434	492	508	572	716
Частка зареєстрованих акцій у ВВП, %	40,2	37,8	36,2	39,0	45,1
Обсяг зареєстрованих корпоративних облігацій протягом року, млрд грн	9,49	35,91	51,39	42,47	29
у тому числі:					
підприємства, млрд грн	6,3	21,9	39,6	34,4	24
банки, млрд грн	3,2	14	11,8	8	4,8

*Складено автором за [1, 19, 27; 3]

Капітал, залучений акціонерними товариствами, втілений в акціях, тобто чим більша вартість акціонерного капіталу, тим вищі виробничі можливості підприємства і тим активніше воно змушене брати участь у торгах на фондовому ринку.

Найбільшими акціонерними товариствами в Україні поряд з виробничими підприємствами постають банки, принаймні в ТОП-5 емітентів, які зареєстрували найбільші випуски акцій у 2014 р., перше місце посідає ПАТ “Нафтогаз України”, а наступні 2–4-те місця займають саме банки.

До речі, на користь зазначеної п’ятірки припадає аж 90,6 % від загального випуску акцій по Україні [1, 20]. Відповідно до рекомендацій Базельського комітету з питань банківського нагляду (за правилами “Базель-2”), якщо банк протягом року не лістингує та не продає свої акції на біржі, він не повинен показувати у звіті більш як 70 % номінальної вартості акцій [4]. Саме гідне пропонування своїх акцій на фондовому ринку відкриває перспективи для подальшої капіталізації акціонерних товариств і, відповідно, зростання їхньої вартості (а також курсу їх акцій). Водночас ще Франко Модільяні і Мертон Міллер наголошували на тому, що ринкова вартість акцій товариства, або “вартість компанії”, не залежить від структури її капіталу, а зумовлюється нормою капіталізації очікуваного доходу в компаніях її класу [5].

Отже, одним із показників ефективності корпоративного управління є рівень капіталізації акціонерних товариств (табл. 2).

Таблиця 2

Показники динаміки капіталізації лістингових компаній України у 2010–2014 рр.*

Показники	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.
Капіталізація лістингових компаній, млрд грн	171,76	179,86	277	311,73	457,61
Темп росту капіталізації лістингових компаній, %	127,21	104,71	154,02	112,53	146,8
Капіталізація лістингових компаній до ВВП, %	15,87	13,66	19,66	21,4	29,2

*Складено автором за [1, 23]

Аналіз обсягів капіталізації лістингових активів свідчить про поступове і стабільне їх зростання протягом 2010–2014 рр., найбільш високі темпи зростання мали місце в 2012 р. – 154,02 % та в 2014 р. – 146,8 %. Проте порівняно з розвинутими ринковими країнами рівень капіталізації акціонерних компаній і дотепер залишається вкрай низьким. Так, відношення частки капіталізації лістингових компаній до ВВП в Україні становило тільки 19,7 % станом на 2012 р., у той час як у Великобританії в цей же час – 122,2 %, у Франції – 69,8 %, в Польщі – 36,3 % [5, 4]. У 2013–2014 рр. таке відношення досягло величини 29,2, що суттєво більше показника 2010 р., але все рівно не витримує критики в порівнянні з розвинутими країнами.

Зазначену проблематику не слід розглядати суто технічно, адже рівень капіталізації лістингових компаній України є наслідком розв'язання суперечностей між портфельними й стратегічними інвесторами. Для міноритаріїв пріоритетним є теперішній дохід (дивіденди), а для стратегів – більш цікаво реінвестувати прибутки, капіталізуючи їх. Уже нині така суперечність досить ефективно долається в Україні, так само як і на Заході, шляхом купівлі акцій не заради дивідендів, а для того, щоб заробити на зростанні їхньої курсової вартості. У такий спосіб обидві категорії інвесторів одержують можливості реалізувати власні економічні інтереси, що є дуже позитивним, оскільки будь-який з цих варіантів сприятиме економічному розвитку, але через автентичні ринкові механізми.

Достатньо об'єктивно віддзеркалює рівень корпоративного управління та стан фондового ринку в цілому частка лістингових цінних паперів у їхньому загальному обсязі, що подано в табл. 3. З одного боку, вимоги до проходження лістингу постійно підвищуються; відповідно, кількість випусків акцій I рівня лістингу, який вирізняється найбільш чітким дотриманням вимог НКЦПФР, має тенденцію до скорочення з 20 до 1 протягом 2010–2014 рр. Водночас, усе більше компаній намагаються виходити на біржові торги з метою підвищення котировки власних акцій та вартості самої компанії, тому протягом 2010–2014 рр. спостерігається переконливе зростання випусків акцій II рівня лістингу майже вдвічі – з 95 до 181.

Таблиця 3

Кількість випусків акцій, які допущено до торгів на фондових біржах, шт. *

Показники	2010 р.	2011 р.	2012 р.	2013 р.	2014 р.
Усього	799	1242	1731	1993	1910
I рівень лістингу	20	16	14	1	1
II рівень лістингу	95	114	146	187	181
Позалістингові	684	1112	1571	1805	1728
Частка лістингових у загальному обсязі акцій, %	14,39	10,47	9,24	9,43	9,53
Частка позалістингових у загальному обсязі акцій, %	85,61	89,53	90,76	90,57	90,47

* Складено автором за [1, 21]

Було б доцільно повернутися до ідеї створення III рівня лістингу на біржах для публічних акціонерних товариств. Така думка далеко не нова, оскільки III рівень лістингу мав місце в Україні до 2007 р., після чого за рішенням ДКЦПФР його було скасовано. Як наслідок, уже в жовтні 2007 р. 89,9 % акцій українських емітентів (в основному акції, які раніше котирувалися на III рівні ПФТС) опинилися поза лістингом. Позалістинговим став 681 цінний папір, у тому числі 313 акцій емітентів фондів [7]. У 2009 р., відповідно до затвердженого ДКЦПФР проекту змін у положенні № 1245 “Про функціонування фондових бірж”, вирішили повернутися до запровадження III рівня лістингу, навіть були встановлені терміни – приблизно до квітня 2011 р., що пов'язано з необхідністю реорганізації понад 30 тис. емітентів згідно з Законом України “Про акціонерні товариства” [8]. Однак пізніше такі нововведення були відхилені, наразі в корпоративному законодавстві зберігається 2 рівні лістингу.

Також певною спробою вирішити питання розвитку середнього бізнесу стала програма Української біржі “міні-ІРО”, яка повинна була ще 2014 р. створити ефективний механізм залучення інвестицій у підприємства України та стати фінальною ланкою інвестиційного ланцюжка – від фінансування на ранній стадії компаній, що розвиваються, до виходу на біржовий ринок. Відповідно до програми “міні-ІРО”, прості і демократичні правила “ринку залучення капіталу” враховують особливості українських компаній і не вимагають наявності тривалої історії діяльності, не встановлюють вимог щодо “великої капіталізації”, тобто дозволяють обійти всі суворості лістингових вимог [9]. Але, на наш погляд, це лише певні “милиці” для подолання надмірно складних вимог для проходження лістингу на біржах. Більш об’єктивним було б запровадити III рівень лістингу, ніж намагатися у такий спосіб надати можливість молодим компаніям обійти надто жорсткі умови лістингу за допомогою додаткових програм. Було б логічним змінити самі умови лістингу, ніж створювати нові законні шляхи для того, щоб усе ж стати учасником фондового ринку та мати можливість для залучення капіталів. На користь цього свідчить і той факт, що проходження лістингової процедури надає емітентам низку переваг:

- можливість скористатися найдешевшим способом залучення активів порівняно з позиками;
- зменшення ризиків, оскільки у разі незадовільної діяльності компанії просто страждають акціонери, але немає необхідності відповідати по кредитних зобов’язаннях;
- акції та облігації, які котируються на біржі, вже де-юре будуть володіти ліквідністю тощо.

Це стає об’єктивно виправданим з огляду на той факт, що в 2013 і 2014 рр. частка випусків акцій, яка припадає на позалістингову емісію, становить 90,6 % і 90,5 % від загального обсягу випусків відповідно. Примітним є й те, що на I рівень лістингу в цей період припадає лише 0,0005 % від загального обсягу випуску акцій, тобто випуски акцій за I рівнем лістингу в Україні взагалі відсутні як такі (табл. 4).

На наш погляд, назріває гостра необхідність у послабленні вимог до лістингу I рівня та запровадження додаткового III рівня лістингу з більш м’якими умовами. В іншому випадку регулятор самостійно стримує розвиток фондового ринку та корпоративного сектора, не даючи акціонерній формі підприємництва активно розвиватися в країні. Вважаємо, що лістингові вимоги мають бути автентично асимільовані до особливостей рівня розвитку національного фондового ринку, а їх надмірна жорсткість у гонитві за “ідеальними стандартами” розвинутих країн на сьогодні може лише стримувати потенціал розвитку корпоративного сектора. З метою більш докладного вивчення цього питання розглянемо відмінності I та II рівнів лістингу випусків акцій згідно з положенням про функціонування фондових бірж.

На нашу думку, мінімальні вимоги до II рівня лістингу наразі є об’єктивно виправдані й тому не потребують жодної корекції, про це наочно свідчить частка даної категорії емісії акцій у табл. 3. Стосовно I рівня лістингу – лише 1 випуск акцій відповідав мінімальним вимогам у 2013–2014 рр., що потребує певного переосмислення. Останнім часом ускладнено майже всі вимоги для проходження I рівня лістингу. Зокрема, такі критерії як власний капітал емітента, річний дохід за останній рік, капіталізація емітента зросли в 10 разів – з 100 млн грн до 1000 млн грн. Частково таке ускладнення вартісних вимог до емітентів об’єктивно виправдане тією ж інфляцією, але водночас

кризові тенденції в економіці країни нівелюють “девальваційно надуті” обороти компаній, тому дотримання даних критеріїв стає мало вірогідним. Посуворішали й такі невартісні критерії, як тривалість існування емітента: якщо раніше цей період налічував до 3 років, то зараз – це 5 років стабільного функціонування. Вже сьогодні емісії українських компаній штучно позбавлені регулятором навіть незначної можливості потрапити до I рівня лістингу. Тому, зважаючи на кризові тенденції в економіці, було б доцільно запровадити такі зміни щодо Положення про функціонування фондових бірж [10] у пункті 3.1. Для акцій:

- скоротити тривалість існування емітента до 3 років;
- зменшити обсяг капіталізації емітента до 500 млн грн.

Таблиця 4

Порівняльна характеристика мінімальних вимог для перебування акцій на I та II рівнях лістингу (складено автором за [10])

Критерій порівняння	I рівень лістингу	II рівень лістингу	III рівень лістингу*
Тривалість існування емітента	не менше 5 років	не менше 3 років	не менше 1 року
Власний капітал емітента	не менше 1000 млн грн	не менше 400 млн грн	не менше 100 млн грн
Річний дохід за останній рік	не менше 1000 млн грн	не менше 400 млн грн	не менше 100 млн грн
Капіталізація емітента	не менше 1000 млн грн	не менше 100 млн грн	не менше 40 млн грн
Мінімальна частка акцій у вільному обігу становить	не менше 25%	не менше 10 %	не менше 10 %
Кількісний склад акціонерів емітента	не менше 500 осіб	не менше 200 осіб	не менше 100 осіб
Кількість незалежних членів наглядової ради емітента становить	не менше 25%	–	–
В емітента запроваджено посаду	корпоративного секретаря	корпоративного секретаря	–
Емітент проводить щорічну аудиторську перевірку відповідно до міжнародних стандартів аудиту за участю незалежного зовнішнього аудитора	не менше трьох років	не менше двох років	не менше одного року

* III рівень лістингу відсутній у законодавстві України і розглядається як пропозиція автора для нововведення у перспективі.

Навіть такі незначні послаблення дозволять відтворити I рівень лістингу в корпоративному секторі України.

У табл. 4 представлено наше бачення того, якими мають бути мінімальні вимоги для III рівня лістингу, які за великим рахунком відповідають умовам, що висувалися для II рівня приблизно 10 років тому. Введення III рівня лістингу дозволить збільшити загальний обсяг лістингованих випусків акцій з 9,5 % (станом на 2013–2014 рр.) приблизно до 20–25 %. При цьому відбудуться певні структурні зрушення в корпоративному секторі, оскільки наявність III рівня лістингу дозволить молодим стрімко зростаючим компаніям зарекомендувати себе на фондовому ринку, створити певний імідж, підняти котировки власних акцій, що, своєю чергою, надасть можливість багатьом із них уже через 1–1,5 року претендувати на II рівень лістингу свої акції. Отже, цілком імовірним є зростання частки компаній II рівня лістингу за рахунок попередньої підготовки (обкатки) емісій акцій цих компаній на III рівні лістингу. Такі новації мають надати необхідний поштовх і для розвитку фондового ринку в цілому внаслідок зростання маси цінних паперів, залучення нових активів та нових інвесторів. Водночас введення III рівня лістингу має сприяти стрімкому розвитку молодих компаній, розширенню корпоративного підприємництва в Україні.

Не варто залишати поза увагою потенціал подвійного лістингу, оскільки для емітентів – це завжди можливість додаткового залучення активів. Йдеться про спроможність національних компаній лістингу мати власні емісії акцій на базі закордонних фондових бірж. Цей напрям є досить перспективним з погляду насичення капіталами економік розвинутих країн, фізичні та юридичні особи яких за умов такої можливості ймовірно побажали б здійснити вкладення у певні українські компанії. Згідно з даними Асоціації “Українські фондові торговці” (АУФТ), у 2005–2011 рр. за кордоном було здійснено 70 розміщень акцій іноземних емітентів, які ведуть бізнес в Україні. За цей період компанії залучили капітал майже 4 млрд дол. [11]. За цей же час на українських фондових біржах емітенти залучили всього 2,14 млрд грн (385 млн дол.), що становить 9 % від загального обсягу одержаних коштів [12]. Однак механізм виходу на закордонні фондові біржі є складною справою насамперед з погляду українського законодавства. Про це наочно свідчать ті способи завдяки яким українські компанії намагаються скористатися можливостями закордонних фондових ринків. Насамперед це розміщення цінних паперів шляхом створення холдингу або спеціальної компанії SPV (Special Purpose Vehicle) за кордоном з переведенням усіх активів на баланс такого холдингу (компанії), який, відповідно, є юридичною особою та емітентом, зареєстрованим за кордоном, хоча сам бізнес організовується та здійснюється в Україні. Така ситуація склалася з двох причин. По-перше, акції українських емітентів вважаються інвесторами високоризикованими і тому попит на них досить низький. По-друге, вітчизняне законодавство недосконале з погляду виходу вітчизняних емітентів на закордонний фондовий ринок, тому емітенти змушені вдаватися до “сірих” та “чорних” схем для розміщення власних акцій за кордоном [13]. Отже, необхідне вдосконалення законодавства щодо розміщення вітчизняних випусків акцій за кордоном та будь-яке сприяння в цих питаннях з боку регулятора, оскільки це дуже потужний і важливий канал притоку інвестицій в економіку країни.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Аналіз обсягів капіталізації лістингових активів свідчить про поступове і стабільне їх зростання протягом 2010–2014 рр., найбільш високі темпи зростання мають місце у 2012 р. – 154,02 % та в 2014 р. – 146,8 %. Так, відношення частки капіталізації лістингових компаній до ВВП у цей період становило 29,2 %, що майже вдвічі більше за показник 2010 р. Проте рівень капіталізації акціонерних компаній дотепер залишається вкрай низьким порівняно з розвинутими ринковими країнами (у Великобританії в цей же час – 122,2 %, у Франції – 69,8 %).

Вивчення емісії акцій в Україні свідчить про те, що в 2013–2014 рр. лише 0,0005 % від загального обсягу емісії досягли I рівня лістингу і лише 9,5 % лістинговані за II рівнем, отже, частка компаній, що здатна до ефективної дії на фондових біржах країни, досить незначна. У зв'язку з цим з метою поживлення фондового ринку і, зокрема, корпоративного сектора рекомендовано переглянути мінімальні вимоги щодо проходження I рівня лістингу у бік пом'якшення, оскільки останні залишаються майже недосяжними для сучасних компаній. Вважаємо за необхідне повернутися до ідеї утворення III рівня лістингу, що дозволить молодим стрімко зростаючим компаніям брати участь в організованих торгах цінними паперами і сприятиме як розвитку фондового ринку, так і всього корпоративного сектора економіки.

Список використаних джерел:

1. Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання [Електронний ресурс] : річний звіт за 2014 р. НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
2. Маляр Д. В. Застосування теорії організації в корпоративному управлінні [Електронний ресурс] / Маляр Д. В. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4692&p=1>
3. Валовий внутрішній продукт за категоріями кінцевого використання [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/vvp/vvp_gic/vvpzkkv_u.htm
4. Задерей Н. Корпоративна криза / Н. Задерей // Український діловий тижневик “Контракти”. – 2004. – № 16. – С. 26.
5. Ігнат'єва І. А. Корпоративне управління : підручник / І. А. Ігнат'єва, О. І. Гарафонова. – К. : Центр учбової літератури, 2013. – 600 с.
6. Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання [Електронний ресурс] : програма розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/development/plan>
7. У лістинг ПФТС не потрапили емітенти третього ешелону [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/news/-/109622/u-listyng-pfts-ne-potrapiuly-emitenty-tretogo-eshelonu>
8. Для публичних компаній будет создан третий уровень листинга [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.prostobiz.ua/biznes/razvitie_biznesa/novosti/dlya_publichnyh_kompaniy_budet_sozdan_tretiy_uroven_listinga
9. “Українська біржа” проведитиме “міні-ІРО” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://real-economy.com.ua/print/40785.html>
10. Положення про функціонування фондових бірж [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12/para19#n19>
11. НКЦБФР рассчитывает на запуск двойного листинга уже осенью [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.ukrrudprom.ua/digest/NKTSBFR_rasschitivaet_na_zapusk_dvoynogo_listinga
12. Последняя надежда: что принесет двойной листинг на украинский фондовый рынок [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.prostobank.ua/finansovyy_gid/investitsii/stati/poslednyaya_nadezhda_chno_prineset_dvoynoy_listing_na_ukrainskiy_fondovyy_rynok
13. Харченко Н. В. Двойной листинг на зарубежных фондовых биржах и в Украине / Н. В. Харченко // Вісник Приазовського державного технічного університету. – 2013. – Вип. 26. – С. 58.