

Обравит В.І.

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ: СТРУКТУРНИЙ АНАЛІЗ

У статті проведено критичний аналіз стану та динаміки функціонування фондового ринку України протягом 2006-2015 років. Розкрито особливості розвитку фондового сегменту фінансового ринку: досліджено динаміку обсягу торгів та розподілено їх за фінансовими інструментами. Наведено співвідношення операцій з цінними паперами на організованому та неорганізованому ринках, а також на фондових біржах країни зокрема. Автором здійснено структурний розподіл біржових контрактів з цінними паперами між первинним та вторинним ринком. Здійснено прогноз на 2016-2018 роки основних показників фондового ринку.

Ключові слова: фондовий ринок, операції з цінними паперами, фінансові інструменти, фондові біржі.

Постановка проблеми. Фондовий ринок є одним з найефективніших факторів піднесення економіки розвинутих країн світу та невід'ємною складовою структури фінансового ринку. Він виступає в якості сфери мобілізації фінансових ресурсів у ринковій економіці, інструментом проведення інноваційної політики та інституційного регулювання у державі. Враховуючи вищесказане, дослідження проблематики фондового ринку та визначення перспектив його розвитку є актуальним завданням на сьогоднішній день.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми функціонування фондового ринку інтенсивно досліджуються вітчизняними та зарубіжними науковцями, практиками. У вітчизняній фінансовій науці основні аспекти розвитку фондового сегменту висвітлено у працях, О.М. Денисенка, А.Д. Глушка, А. Г. Загородного, В.В. Корнєєва, Д. Г. Лук'яненка, О.М. Мозгового, М. І. Назарчука, В.М. Опаріна, В. В. Оскольського, І.І. Рекуненко, Г. М. Терещенко, Н.В. Ткаченко, І.О. Школьник, В.М. Шелудько та ін. Що стосується дослідження даної тематики зарубіжними науковцями, то до них належать: Л. Вільямс, Б. Гамільтон, А. Елдер, Р. Кіосакі, Е. Лефевр, Е. Найман, У. О'Нил, Д. Сорос, Р. Тьюлз, Д. Акерлоф, Л. Вальрас, Дж. Лінтнер, Ж. Моссен, В. Сміт, Д. Тобін, Дж. Хікс, М. Шоулз тощо.

Невирішені раніше частини проблеми. Значна кількість науковців досліджують проблеми функціонування фондового ринку України, визначають бар'єри, що перешкоджають його ефективному розвитку та пропонують застосувати ряд заходів з метою

створення дієвого фондового ринку України. Але незважаючи на це, недостатньо дослідженими залишаються окремі аспекти розвитку вітчизняного фондового ринку. З огляду на це вважаємо за необхідне провести детальне дослідження сучасних умов, особливостей та тенденцій розвитку фондового ринку України протягом 2006-2015 років.

Формулювання цілей статті. Метою статті є аналітичний огляд особливостей функціонування фондового ринку України та визначення тенденцій його подальшого розвитку.

Опис основного матеріалу дослідження. В Україні фондовий ринок формально існує вже 25 років, (з часу прийняття Закону України «Про цінні папери та фондову біржу»). Експерти фондового ринку запевняють, що до цих пір вітчизняний фондовий ринок перебуває на стадії інституційного становлення. Даний сегмент фінансового ринку значно відстає у розвитку від фондових площадок розвинутих країн, що зумовлено як об'єктивними, так і суб'єктивними чинниками [9].

Доказом цього є результати аналізу ситуації на фондовому ринку України протягом останніх 10 років (рис. 1). Варто звернути увагу, що починаючи з 2009 р. спостерігаємо активне превалювання обсягів торгів цінними паперами (далі – ЦП) порівняно з ВВП. Зазначимо, що станом на 01.01.2016 р. обсяг торгів перевищує ВВП на 193,21 млрд грн. Це є доказом того, що Україна має значний економічний потенціал, який може послужити основою для ефективного розвитку вітчизняного фондового ринку [5].

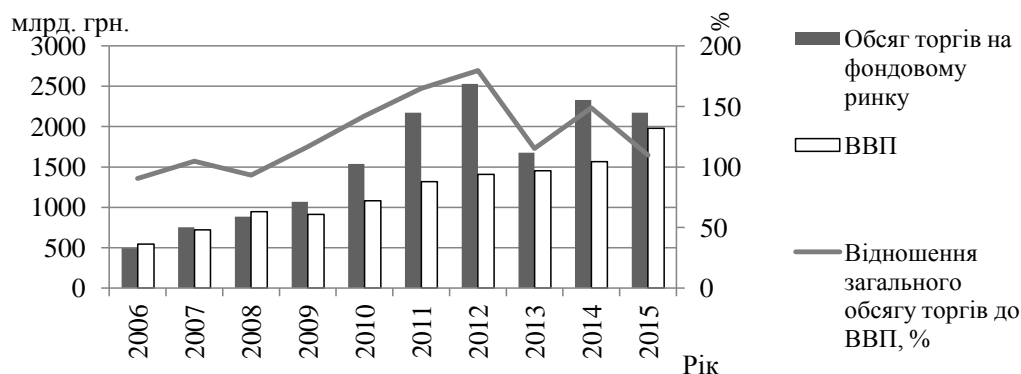


Рис. 1. Обсяг торгів на фондовому ринку та ВВП у 2006 – 2015 роках, млрд грн.*

* Складено автором на основі [8]

Здійснюючи аналіз напрацювань головного регулятора фондового ринку України [8], слід відзначити наступне: за підсумками 2015 р. обсяг торгів на ринку знизився на 6,83% порівняно з 2014 р. та становить 2 172,67 млрд грн. Варто зауважити, що зростання показників

вітчизняного фондового ринку, у першу чергу, несе в собі спекулятивний характер. Адже для України характерним є значне переважання неорганізованого (позабіржового) ринку над організованим. Як доказ цього наведемо структурні показники у табл. 1.

Таблиця 1

Частка біржового та позабіржового ринку в загальному обсязі торгів на фондовому ринку протягом 2006 – 2015 років, %*

Рік	Частка організованого ринку	Частка неорганізованого ринку
2006	5,90	94,10
2007	6,49	93,51
2008	5,50	94,50
2009	4,50	95,50
2010	10,74	89,26
2011	12,99	87,01
2012	12,44	87,56
2013	27,69	72,31
2014	26,59	73,41
2015	13,35	86,65

* Складено автором на основі [8]

Частка біржового сегменту слугує важливим індикатором розвитку фондового ринку, адже на основі даного показника формується відповідний рівень прозорості, надійності фондового ринку та привабливості участі професійних суб'єктів (у т.ч. іноземних інвесторів) у проведенні операцій з цінними паперами. Важливо зауважити, що організований ринок характеризується впорядкованістю торгівельного процесу та значно нижчою ризиковістю порівняно з позабіржовим [2].

Отже частка біржового ринку в загальному обсязі торгів є мізерною порівняно з позабіржовим (13,35 % та 86,65 % відповідно). Варто звернути увагу, що за досліджуваний період частка організованого ринку зросла на 126,27 %. Але аналізуючи останні роки ми спостерігаємо низхідну тенденцію з 2013 р.

(зменшення обсягу контрактів з ЦП на організаторах більше, ніж у два рази), що становить 14,46 % ВВП України. Тобто близько 85 % угод з ЦП в Україні укладається поза межами біржового ринку. Це дає змогу говорити про значні диспропорції у розвитку інфраструктури фондового ринку, підвищення рівня спекулятивності, ризиковості та зниження ліквідності.

Незважаючи на свою єдність, фондовий ринок можна умовно розділити на два сегменти: первинний та вторинний, кожен з яких характеризується специфічними умовами, учасниками, фінансовими інструментами тощо [12]. Вважаємо за необхідне дослідити співвідношення саме цих ринків у структурі вітчизняного фондового ринку (рис. 2).

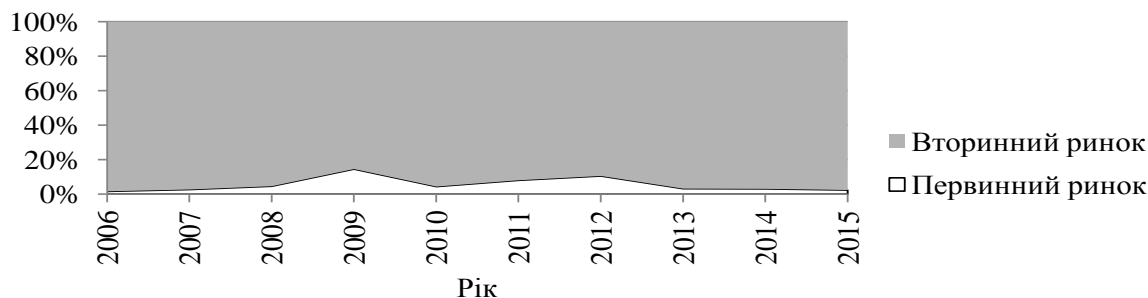


Рис. 2. Структурний розподіл біржових контрактів з ЦП між первинним та вторинним ринком протягом 2006-2015 років, %*

* Складено автором на основі [8]

Відповідно до звітів головного регулятора фондового ринку України [8], первинний фондовий ринок включає в себе строковий ринок, ринок приватизації та спотовий, а вторинний розмежовують на: строковий, спотовий, ринок РЕПО, ринок приватизації та ринок ЦП, на які звернено стягнення.

Для фондового ринку України характерне домінування вторинного ринку над первинним. Станом на 01.01.2016 р. частка біржових контрактів на первинному ринку становила 2,36 % (6909,07 млн грн.) порівняно з 97,64 % (286208,01 млн. грн.) на вторинному. Варто відмітити, що протягом досліджуваного періоду найбільша частка первинного ринку зафіксована 14,51 % у 2009 році.

Така ж практика спостерігається і на ринках країн з розвинутою ринковою економікою. Адже саме на вторинному ринку у процесі купівлі-продажу фінансового активу визначається його дійсна ринкова вартість.

Фондовому ринку України властива ще одна особливість – обмежена кількість інструментів, тобто вузька номенклатура ЦП (рис. 3). Аналізуючи структуру торгів за фінансовими інструментами протягом 2006-2015 рр., зазначимо, що вона зазнала суттєвих змін. Станом на 01.01.2016 р. найбільш поширеними є операції з депозитними сертифікатами, акціями, державними облігаціями України, що не характерно для інших фінансових інструментів.

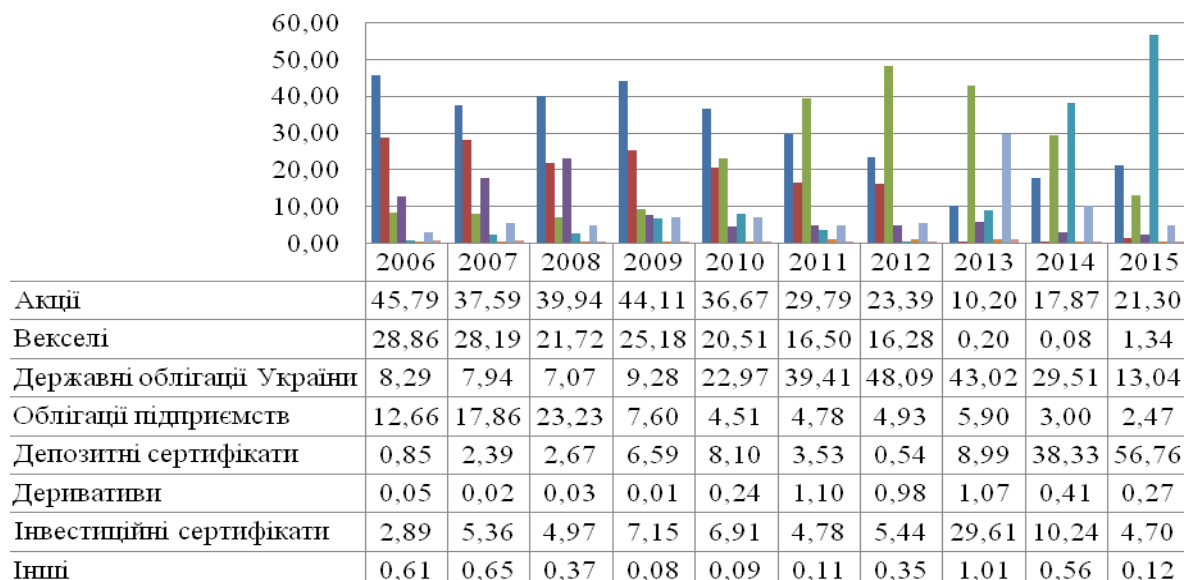


Рис. 3. Структура торгів на фондовому ринку за фінансовими інструментами у 2006 – 2015 роках, %

* Складено автором на основі [8, 9]

Вагома частка 56,76 % припадає на торги з депозитними сертифікатами у результаті зміни настроїв інституційних інвесторів (банків) щодо

вкладення коштів у облігації внутрішньої державної позики. Зазначимо, що Національний банк України [6] зацікавлений у цьому, адже у

результаті такого тренду скорочується надлишкова ліквідність у банківському секторі.

Також слід звернути увагу на контракти з векселями, частка яких протягом останніх 10-ти років зменшилася аж у 21,5 рази (на 27,52 %). Адже векселі, як правило, використовувались для реалізації фінансових схем, не можуть обертатись на біржах, а також угоди з даними ЦП є досить витратними.

Обсяг контрактів з ЦП інститутів спільного інвестування (інвестиційними сертифікатами) зменшився порівняно з 2013-2014 роками, що позначилося на зниженні частки до 4,70 %.

Варто звернути вашу увагу, що у структурі торгів на ринку майже відсутні операції з похідними фінансовими інструментами, які сприяють зменшенню рівня ризику учасників на ринку базових активів. Частка торгів з деривативами є мізерною і станом на 01.01.2016 року становить 0,27 %.

Так звана «централізація» торгівлі певними видами інструментів призводить до неможливості диверсифікувати фінансові ризики при інвестуванні, що зменшує бажання зацікавлених осіб виходити на фондовий ринок [2].

Згідно з даними НКЦПФР [8] станом на 01.01.2016 р. в Україні ліцензію на здійснення діяльності з організації торгівлі мають 10 фондових бірж (далі – ФБ): ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Східно-європейська ФБ», ПАТ «ФБ «Перспектива», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПрАТ «Українська міжнародна ФБ», ПАТ «Київська

міжнародна ФБ», ПАТ «ФБ ПФТС», ПрАТ «Придніпровська ФБ», ПрАТ «ФБ «ІННЕКС», ПрАТ «Українська ФБ».

Зауважимо, що для фондових ринків більшості країн світу притаманна значно менша кількість торгових площадок [11].

Аналізуючи діяльність фондових бірж протягом 2006-2015 рр. (табл. 2) необхідно зазначити, що найбільша частка укладених угод в біржовому сегменті належить ПАТ «ФБ «Перспектива» та ПАТ «ФБ ПФТС». Отже, на дві біржі в Україні у 2015 р. припадає майже 96 % загального обсягу торгів. Частка інших бірж в загальному обсязі торгів за той же час склала лише 4 %. Слід додати, що більшість із вищеназваних бірж на сьогоднішні є дотаційними, умовно прибутковими, що спричинено високим рівнем операційних витрат [1].

Отже, біржова структура вітчизняного фондового ринку характеризується високою фрагментарністю. Функціонування такої кількості організаторів призводить до децентралізації попиту та пропозиції на ЦП, ускладнює процес контролю за операціями на ринку, уповільнює розповсюдження інформаційних індикаторів [10], сприяє підвищенню рівня маніпулювання вартістю ЦП та сприяє розвитку шахрайства [2]. У зв'язку з цим ми погоджуємося з поглядами науковців щодо доцільності консолідувати фондовий ринок України, а саме скоротити кількість торгових майданчиків до 5-ти.

Таблиця 2

Структура торгів за організаторами ринку протягом 2006-2015 років, %*

Фондова біржа	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ПЕРСПЕКТИВА	0,02	1,24	3,64	32,40	27,92	33,58	55,21	67,23	79,15	76,98
ПФТС	96,35	87,54	90,02	39,62	46,46	37,74	33,93	23,78	15,47	18,58
УБ	х	Х	0,00	9,33	20,95	26,96	9,11	2,35	1,38	2,34
КМФБ	1,51	1,26	3,13	4,47	2,03	0,88	0,81	2,54	1,60	1,25
СЄФБ	х	Х	0,50	0,39	0,04	0,08	0,14	0,23	0,20	0,49
ПФБ	0,12	0,10	0,56	2,75	0,17	0,10	0,25	2,82	2,06	0,21
УФБ	0,82	0,23	0,24	0,17	0,04	0,17	0,16	0,72	0,07	0,11
УМВБ	0,76	0,17	0,27	5,19	0,97	0,00	0,02	0,00	0,04	0,04
УМФБ	0,12	0,36	1,40	5,10	1,38	0,46	0,38	0,26	0,02	0,00
ІННЕКС	0,26	2,74	0,23	0,58	0,06	0,01	0,00	0,05	0,00	0,00
ПТІС	0,02	6,36	0,01	х	х	Х	х	х	Х	х
КФБ	0,00	0,00	х	х	х	Х	х	х	Х	х
ЛФБ	0,01	Х	х	х	х	Х	х	х	Х	х
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Складено автором на основі [8]

З метою більш глибокого дослідження ситуації на фондовому ринку України пропонуємо розрахувати прогностичні показники. Для цього застосуємо метод статистичних

рівнянь залежностей (далі – метод СРЗ), що дозволяє врахувати напрямок зміни фінансового показника (обсяг торгів на фондовому ринку) [4]. Слід додати, що при застосуванні методу СРЗ

розраховують коефіцієнт стійкості тренду. При цьому прогностні дані вважаються достовірними лише при значенні показника від 0,7 до 1,0.

Метод СРЗ дозволяє виявити основний напрямок розвитку (тренду); обґрунтувати прогностні рівні фінансового показника; оцінити інтенсивність використання чинників, що формують зміну рівня відповідного показника.

В першу чергу необхідно зазначити, що прогностні показники розраховуватимемо на основі даних про динаміку обсягу торгів на фондовому ринку України за останні десять років (див. рис.1). Зазначимо, що протягом 2006-2012 років спостерігалася чітко виражена тенденція до збільшення обсягу торгів на фондовому ринку України. Аналізуючи ситуацію у 2013-2015 рр. варто зауважити, що обсяг торгів кожного року коливається або в напрямку зниження, або ж навпаки – підвищення. Таку динаміку інтегрованої оцінки розвитку найкраще

вивчати за допомогою рівняння № 1 (див. табл. 3).

Здійснивши всі необхідні розрахунки, параметри рівняння складуть: $Y_{\max} = 2530,87$ млрд грн., а параметр залежності «b» = 0,8508 (визначено за формулою № 2, табл. 3). Рівняння залежності набуде наступного вигляду:

$$Y_t = 2530,87 \left(1 - 0,8508 * d \right)^{1 - \frac{t_i}{t_{\max}}} \quad (1)$$

Отже, параметр залежності «b» показує, що при зміні розміру відхилень коефіцієнта порівняння ряду динаміки на одиницю розмір відхилень коефіцієнта порівняння обсягу торгів змінюється у 0,85 рази. Правильність виконаних розрахунків підтверджується рівністю: $\sum Y = \sum Y_t$.

Таблиця 3

Необхідні рівняння (формули) для розрахунку прогностних показників*

№	Рівняння (формула)	Пояснення
1.	$Y_t = Y_{\max} \left(1 - bd \right)^{1 - \frac{t_i}{t_{\max}}}$	Y_t - рівняння лінійного тренду; Y_{\max} - максимальне значення результативної ознаки; b - параметр рівняння тренду; d - знак відхилень коефіцієнта порівняння; t_i - значення символу року; t_{\max} - максимальне значення символу року.
2.	$b = \frac{\sum \left(1 - \frac{Y_i}{Y_{\max}} \right)}{\sum \left(1 - \frac{t_i}{t_{\max}} \right)}$	b - параметр залежності
3.	$K = 1 - \frac{\sum d_y - bd_t }{\sum d_y}$	K - коефіцієнт стійкості тренду
4.	$\bar{d} = \frac{\sum y - \bar{y} }{n}$	\bar{d} - середнє лінійне відхилення між фактичними та середніми значеннями досліджуваного показника; n - кількість спостережень (років)

* Складено автором на основі [3, 4]

З метою здійснення репрезентативних прогностних розрахунків ми обчислили коефіцієнт стійкості тренду (формула № 3, табл. 3), який становить $K > 0,74$, що свідчить про

високий стійкий зв'язок, що дозволяє відібрати параметри для розрахунків (табл. 4).

Зазначимо, що мінімальні та максимальні значення прогнозу визначено на основі застосування формули № 4 (табл. 3).

Таблиця 4

Прогностні значення обсягу торгів на фондовому ринку України у 2016-2018 роках*

Рік	Символ року, t	$d_t = 1 - \frac{t_i}{t_{\max}}$	bd_t	Прогностні значення обсягу торгів на фондовому ринку України, Y_t		
				мінімальні	середні	максимальні
2016	11	-0,1000	-0,0851	2602,64	2746,19	2889,74
2017	12	-0,2000	-0,1702	2817,97	2961,52	3105,07
2018	13	-0,3000	-0,2552	3033,29	3176,84	3320,39

* Складено автором на основі власних розрахунків та [4]

Отже, за даними табл. 4 видно, що прогнозне значення обсягу торгів на фондовому ринку України у 2016 р. складе 2746,19 млрд. грн., у 2017 р – 2961,52 млрд. грн. та у 2018 р. –

3176,84 млрд. грн. відповідно. Тобто прогносні показники свідчать про тенденцію до підвищення (рис. 4).

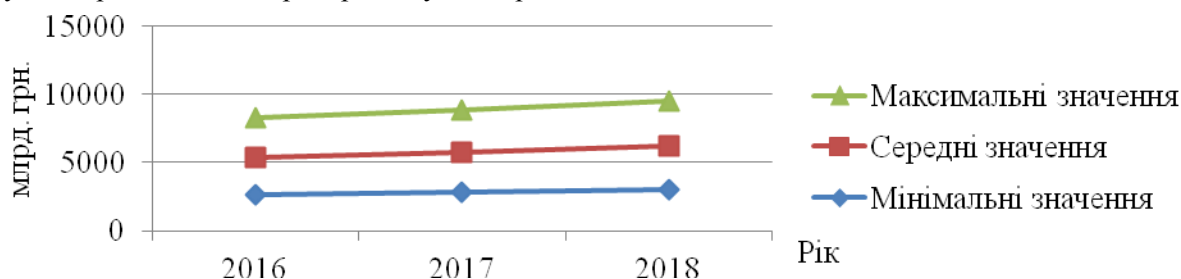


Рис. 4. Прогносні значення обсягу торгів на фондовому ринку протягом 2016-2018 років, млрд. грн.*

* Складено автором на основі власних розрахунків

У випадку, якщо динаміка досліджуваного показника визначається нестійкою тенденцією, то саме метод СРЗ дозволяє одержати достовірну апроксимацію та прогноз.

Підсумовуючи все вищенаведене, слід зазначити, що застосування методу СРЗ для прогнозування показників фондового ринку є досить ефективним засобом, адже це дозволяє здійснити науково обгрунтоване вивчення загальної тенденції розвитку та прогнозування динаміки показників.

Висновки і перспективи подальших досліджень. У процесі дослідження ми дійшли наступних висновків: вітчизняний фондовий ринок характеризується значними диспропорціями у розвитку його інфраструктурних елементів. Фондовому сегменту фінансового ринку України властиве: переважання неорганізованого ринку над

біржовим; домінування вторинного ринку над первинним; вузька номенклатура фінансових інструментів («централізація» торгівлі); висока фрагментарність біржової складової ринку. Це дає змогу говорити про високий рівень спекулятивності, ризиковості та низьку ліквідність фондового ринку України, децентралізацію попиту та пропозиції на ЦП, неможливість здійснення ефективного контролю за операціями на ринку, що у свою чергу сприяє розвитку шахрайства та є основою для здійснення подальших наукових досліджень у даній сфері.

З огляду на окреслені вище аспекти подальші наукові дослідження повинні спрямовуватися на пошук дієвих інструментів щодо усунення структурних дисбалансів вітчизняного фондового ринку з урахуванням досвіду зарубіжних економічно розвинутих країн.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Глушко А. Д. Сучасний стан та перспективні напрями модернізації інфраструктури фондового ринку України / А. Д. Глушко // Науковий вісник Херсонського державного університету. – Випуск 10. Частина 2. – 2015. – С. 126-129.
2. Клименко К. В. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграційних процесів / К.В. Клименко // Економіка та держава. - № 8. – 2015. – С. 63-71.
3. Кулинич О. І., Кулинич Р. О. Статистичні методи прогнозування макроекономічних показників та способи їх оцінки / О. І. Кулинич, Р. О. Кулинич // Університетські наукові записки. – 2014. - № 4 (52). – С. 283-295.
4. Кулинич Р. О. Способи прогнозування економічних явищ методом статистичних рівнянь залежностей / Р. О. Кулинич // Університетські наукові записки. – № 3 (23). – 2007. – С. 295-305.
5. Нескорородева І. Особливості функціонування фондового ринку України / І. Нескорородева // Вісник НБУ. - Лютий 2013. - С. 36-42.
6. Офіційний сайт Національного банку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>. – 27.08.2016. – Назва з екрана.
7. Офіційний сайт Національного рейтингового агентства «Рюрик» – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua>. – 25.08.2016. – Назва з екрана.
8. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>. – 27.08.2016. – Назва з екрана.
9. Параниця Н. Актуальні проблеми фондового ринку України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://oldconf.neasmo.org.ua/node/688>. – 23.08.2016. – Назва з екрана.

10. Поворозник В. О. Фондовий ринок України на сучасному етапі: проблеми та шляхи їх вирішення / В.О. Поворозник // Стратегічні пріоритети. - № 1 (2). - 2007. – С. 127-132.
11. Рекуненко І. І. Діяльність фондових бірж на тлі глобалізаційних процесів / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1. – С. 113-120.
12. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: монографія / І.О. Школьник. – Суми : ВВП «Мрія» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

REFERENCES

1. Hlushko, A. D. (2015) *Suchasnyj stan ta perspektyvni napriamy modernizatsii infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy* [Current status and future trends of modernization of the infrastructure of the Ukrainian stock market] *Naukovyj visnyk Khersons'koho derzhavnoho universytetu*, vol. 10 issue 2, pp. 126-129.
2. Klymenko, K. V. (2015) *Rozvytok fondovoho rynku Ukrainy v konteksti ievrointehratsijnykh protsesiv* [The development of the stock market of Ukraine in the context of European integration processes] *Ekonomika ta derzhava*, no. 8, pp. 63-71.
3. Kulynych, O. I., Kulynych R. O. (2014) *Statystychni metody prohnozuvannia makroekonomichnykh pokaznykiv ta sposoby ikh otsinky* [Statistical methods for forecasting macroeconomic indicators and their assessment methods] *Universytets'ki naukovy zapysky*, no.4 (52), pp. 283-295.
4. Kulynych, R. O. (2007) *Sposoby prohnozuvannia ekonomichnykh iavysch metodom statystychnykh rivnian' zalezhnostej* [The methods of forecasting economic phenomena by statistical equations dependencies] *Universytets'ki naukovy zapysky*, no. 3 (23), pp. 295-305.
5. Neskorodieva, I. (2013) *Osoblyvosti funkcionuvannia fondovoho rynku Ukrainy* [Peculiarities of the stock market of Ukraine] *Visnyk NBU*, pp. 36-42.
6. Ofitsijnyj sayt Natsional'noho banku Ukrainy. Available at: <http://www.bank.gov.ua>. (Accessed 27 August 2016).
7. Ofitsijnyj sayt Natsional'noho rejtynhovoho ahentstva «Riuryk» –Available at: <http://rurik.com.ua>. (Accessed 25 August 2016).
8. Ofitsijnyj sayt Natsional'noi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku. Available at: : <http://www.nssmc.gov.ua>. (Accessed 27 August 2016).
9. Paranytsia, N. *Aktual'ni problemy fondovoho rynku Ukrainy* [Actual problems of the stock market of Ukraine] Available at: <http://oldconf.neasmo.org.ua/node/688>. (Accessed 23 August 2016).
10. Povoroznyk, V. O. (2007) *Fondovyj rynek Ukrainy na suchasnomu etapi: problemy ta shliakhy ikh vyrishennia* [Stock market of Ukraine at the current stage: problems and ways of solutions] *Stratehichni priorytety*, no. 1 (2), pp. 127-132.
11. Rekuненко, І. І. (2013) *Diial'nist' fondovykh birzh na tli hlobalizatsijnykh protsesiv* [The activities of stock exchanges against the backdrop of globalization] *Visnyk Ukrain'skoi akademii bankiv'skoi spravy*, no. 1. pp. 113-120.
12. Shkol'nyk, I. O. (2008) *Finansovyj rynek Ukrainy: suchasnyj stan i stratehiia rozvytku* [The financial market of Ukraine: current state and strategic development]. Sumy : Publ. «Mriia», UABS NBU, 348 p.

Одержано 15.09.2016 р.