



Tom 30/2019, ss. 93–104
ISSN 1644-888X
e-ISSN 2449-7975
DOI: 10.19251/ne/2019.30(5)
www.ne.pwsplock.pl

Тетяна Черничко

Мукачівський державний університет

Олена Рибчак

Уманський державний університет садівництва

Галина Михальчинець

Мукачівський державний університет

РЕАЛІЇ ТА ІННОВАЦІЇ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ

**THE REALITIES AND INNOVATIONS
OF THE UKRAINIAN MARKET OF DERIVATIVES**

Анотація

У статті визначено, що внаслідок поглиблення трансформаційних процесів у світовій економіці та глобалізації світового економічного простору, структура світового фінансового ринку видозмінилась, сформувалися нові сегменти ринку, серед яких провідну роль відіграє ринок похідних фінансових інструментів. Проаналізовано тенденції та визначено особливості розвитку українського ринку деривативів.

Summary

The article determines that due to the deepening of transformation processes in the world economy and globalization of the world economic space, the structure of the world financial market has changed, new market segments have been formed, among which the leading role is played by the derivatives market. The tendencies and peculiarities of development of the Ukrainian derivatives market are analyzed. It is determined that

Визначено, що особливістю українських деривативів є відміна від зарубіжних деривативів за базисним активом. Обґрунтовано, що інновації на ринку деривативів, які є наслідком розвитку світової біржової торгівлі, вимагають постійного їх законодавчого регулювання. Тому, чітка побудова діяльності державного регулятора є стратегічним розв'язком проблеми розбудови та інтеграції у європейський та світовий фінансовий простір ринку деривативів в Україні.

Ключові слова: деривативи, похідні фінансові інструменти, ф'ючерс, опціон, неттінг, фондовий ринок, фінансова біржа.

the peculiarity of Ukrainian derivatives is the withdrawal from foreign derivatives on the underlying asset. It is substantiated that innovations in the derivatives market, which are a consequence of the development of world stock exchange trade, require constant legislative regulation of them. Therefore, a clear construction of the activity of the state regulator is a strategic solution to the problem of building and integrating into the European and world financial space of the derivatives market in Ukraine.

Keywords: derivatives, derivative financial instruments, futures, options, netting, stock market, financial stock exchange.

ВСТУП

Сучасні економічні процеси приймають виклики системних змін внаслідок інтеграційних, демографічних, соціально-культурних, політичних та інших впливів. Не виключенням є фінансовий ринок. Внаслідок поглиблення трансформаційних процесів у світовій економіці та глобалізації світового економічного простору, структура світового фінансового ринку видозмінилась, сформувалися нові сегменти ринку, серед яких провідну роль відіграє ринок похідних фінансових інструментів. Похідні фінансові інструменти це інноваційні інструменти з управління банківськими ризиками, підвищення ліквідності та доходності банківської діяльності.

Світові компанії використовують похідні фінансові інструменти для ефективного хеджування своїх ризиків і зменшення невизначеності щодо майбутніх цін на активи. Як наслідок, деривативи збільшують ефективність ринку за рахунок більш точного визначення ціни фінансового інструменту у процесі вільних біржових торгів.

Вагомий внесок у дослідження теоретичних засад формування ринку похідних фінансових інструментів та особливостей його функціонування зробили такі зарубіжні вчені: М. Ансон, А. Буренін, В. Бочаров, Н. Калдор, Р. МакДональд, Л. Макміллан, Т. Ордеберг, К. Смітсон, М. Томсетт, М. Тромблі, Дж. Халл, Д. Хорафас та ін. Серед вітчизняних фахівців

проблеми похідних фінансових інструментів досліджують В. О. Гниляк, В.В. Гоффе, Ю.М. Коваленко, А.А. Пересада, Л.О. Примостка, М.О. Солонкий, О.М. Сохацька, О.Г. Шевченко, В.О. Яворська та ін.

Мета статті – обґрунтування стану ринку деривативів та їх інноваційного розвитку.

Похідні фінансові інструменти з'являються у все більшій кількості на регіональних та національних фінансових ринках країн. Але, водночас, у багатьох країнах, і в Україні, досвід запровадження похідних фінансових інструментів характеризується відсутністю системного підходу, в тому числі, як у спробах формування ринків похідних цінних паперів, так і в намаганнях впроваджувати окремі види деривативів [2].

Вивчення особливостей сучасного стану похідних фінансових інструментів на біржових ринках України та перспектив їх розвитку – важливий аспект наукових досліджень.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕНЬ

Деривативи, як похідні фінансові інструменти, були винайдені декілька століть назад, проте активно почали використовуватися лише наприкінці ХХ століття з метою підвищення ефективності біржової торгівлі товарами, в тому числі і торгівлі валютами, процентними ставками і фондовими індексами. Основна перевага і, певною мірою, найбільш цікава їх особливість – нижча собівартість у порівнянні з торгівлею базовим товаром, валютами або цінними паперами.

Основними деривативами на фондовому ринках є ф'ючерсні, форвардні, опціонні та інші строкові контракти та їх інноваційні гібридні продукти. Основним місцем їх торгівлі були, є і залишаються фондові біржі та фондові площадки.

Щодо українського ринку деривативів, перші його елементи з'явилися у 2010 р., – ф'ючерсні контракти з контракту на індекс UХ, який порівняно успішно торгувалися кілька років. Надалі «Українська біржа» додала опціони, а також ф'ючерси на курс гривні і євро до долара, ціну золота і нафти. На сьогодні сумарні обсяги торгів усіма цими контрактами досить незначні [5].

Біржова торгівля – це універсальний механізм ринкової економіки. Основні правові норми і принципи, які є основою біржової торгівлі, істотно не змінилися протягом усього періоду розвитку світової економіки.

Змінилися і продовжують змінюватися лише форми його реалізації, пов'язані з глобальною економічною інтеграцією, фінансовою інженерією, шляхом постійного прогресу інформаційних технологій і засобів ділової комунікації [10].

Практика країн, що розвиваються та країн з перехідною економікою свідчить про те, що фондові біржі зберегли і утримують роль центральних інституцій національних ринків капіталу. За результатами біржових торгів обраховуються показники динаміки курсових цін, індексів активності, ринкової капіталізації та ринкової вартості підприємств. Зазначені показники характеризують стан ділової активності в окремих галузях та економіці країни загалом, виступають надійними орієнтирами для інвесторів та визначають спрямованість інвестиційних потоків. На регульованих ринках, представлених «традиційними» фондовими біржами, концентрується торгівля найбільш ліквідними цінними паперами [11].

Виклики, з якими зіткнулась Україна протягом останніх років, вимагають впровадження дієвих заходів впливу на економічний розвиток країни. Чинне місто в цьому контексті посідає розвиток фінансового та, зокрема, банківського сектору вітчизняної економіки. На виконання завдань Стратегії сталого розвитку «Україна-2020» [13], затвердженої Президентом України, Національним банком України було розроблено та затверджено Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 р., яка передбачає реформи в усіх сегментах фінансового сектору, у тому числі й на ринку похідних фінансових інструментів [8].

З урахуванням ролі, яку похідні фінансові інструменти відіграли в перебігу світової економічної кризи 2007-2008 рр., місто похідних фінансових інструментів у сучасній архітектурі фінансового сектору є предметом наукових досліджень та дискусій. Так, на думку відомих економістів, криза була зумовлена неконтрольованими та нерегульованими операціями з похідними фінансовими інструментами, особливе місто серед яких відводиться саме кредитним деривативам [14, с. 226].

Український ринок похідних цінних паперів є досить молодим і, значною мірою, відрізняється від аналогічних ринків країн, які мають розвинену фінансову систему, і кількісно, і якісно. Так, обсяг світового ринку деривативів, за даними у 2017 році досяг рівня 710 трильйонів доларів. Частка ВВП України у Світовому ВВП становить 1,3% [12].

2017 рік став на ринку деривативів місцем стабільного інвестиційного руху. Загальний рівень торговельної активності, виміряний за кількістю

контрактів, що торгуються на біржах, був приблизно на рівні 2016 року. Це близько 25 мільярдів контрактів [1].

Проте відбулася перестановка позицій основних торгівельних бірж та учасників. Торгівельна активність ф'ючерсів на процентні ставки та опціони збільшилася в Північній Америці та Європі, відображаючи очікування більш високих процентних ставок. Торгова діяльність в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні знизилася, однак, головним чином через зниження торгівлі товарними ф'ючерсами в Китаї.

У світовому обсязі в 2017 році було укладено 25,2 млрд. контрактів, що на 0,1% менше, ніж у попередньому році. Загальна кількість ф'ючерсів на біржах знизилася на 6,6%, а загальний обсяг опціонів – на 11%. З точки зору категорій, торгівля фінансовими ф'ючерсами та опціонами зростала, а торгівля товарними ф'ючерсами та опціонами знизилася. Найбільше підвищилася процентна ставка – на 12,9% до 3,97 млрд. контрактів. Найбільше знизилася сільськогосподарська категорія, на 32,4% до 1,31 млрд. контрактів [1].

Протягом останніх 10 років обсяг ринку деривативів скоротився: в перші роки після фінансової кризи спостерігається тенденція до спаду, потім повільна позитивна динаміка і знов спад до 2015 року. У 2017 році він збільшився до 3,97 млрд. контрактів. Це не тільки рекорд, але й майже на 24% перевищення рівня торгівлі процентними ставками у 2008 році (рік фінансової кризи). На противагу цьому частка українського ринку деривативів у світовому обсязі становить лише 0,0003% [4, с. 784].

Першою суттєвою особливістю українських деривативів є відміна від зарубіжних деривативів за базисним активом. В Україні існують численні обмеження кількості базисних активів. Наше законодавство дозволяє лише три види базових активів: цінні папери, товари або кошти. Відповідно виділяється три види деривативів: фондові, товарні та валютні.

Однак, слід зазначити, що в нормативних актах згадуються й інші види активів, такі, наприклад, як «характеристики» названих базисних активів, що також можуть бути базисними активами, але тільки на певних умовах. Другою важливою особливістю деривативів, дозволених до випуску в Україні, є обмеження щодо емітентів [2, с. 784]. Це стосується всіх видів деривативів.

Третьою особливістю деривативів в Україні є наявність обмежень щодо місця торгівлі цими цінними паперами. Наступна особливість

деривативів в Україні полягає в повній відсутності непокритих (незабезпечених) деривативів.

У світовій практиці можливе існування як покритих деривативів (цінних паперів, на які у сторони, відповідальної за контрактом є в наявності базисний актив), так і непокритих. Українське законодавство з деривативів прямо забороняє непокриті (незабезпечені активом) деривативи. На відміну від світового ринку, де основна кількість операцій здійснюється на позабіржовому ринку, в Україні практично всі операції з деривативами здійснюються на біржовому ринку (лише 0,11% контрактів здійснюються на позабіржовому ринку) [5, с. 349].

Причиною цього, безумовно, є нестабільна політична та економічна ситуація в країні, яка спонукає учасників ринку торгувати на більш надійних біржових майданчиках, сподіваючись, таким чином, захистити себе від ймовірних ризиків. На жаль, хоча ринок деривативів і характеризується постійним зростанням обсягів операцій, все ж можна констатувати низьку зацікавленість суб'єктів господарювання до їх використання у власній діяльності, що свідчить про наявність багатьох перешкод їх ефективному застосуванню. З одного боку, операції з похідними цінними паперами дають змогу мінімізувати ризики, що дозволяє підвищувати ефективність фінансової та виробничо-господарської діяльності учасників фінансового ринку. З іншого боку, операції з деривативами в країнах з перехідною економікою є досить ризиковими для всіх суб'єктів ринку похідних цінних паперів [2].

Ринок деривативів в Україні, як і весь український ринок цінних паперів, є доволі молодим з найбільш вживаними інструментами – ф'ючерсними контрактами, опціонами та опціонними сертифікатами, частка яких у загальному обсязі надзвичайно низька, незважаючи на значні переваги їх в ризик-менеджменті компаній та банків.

Ринок деривативів впродовж останніх чотирьох років скорочується і становить станом на 31.12.2017 року лише 5,62 млрд. грн., що складає 1,2% від всього обсягу торгів на ринку цінних паперів [9].

Спостерігається падіння всього українського ринку цінних паперів, і це не за рахунок його елементів, це загальна тенденція економічних показників в Україні (рис. 1). Позабіржовий ринок дериватив майже відсутній, 0,59% обсягу торгів деривативами на ринку цінних паперів скоріше виняток, аніж тенденція розвитку.

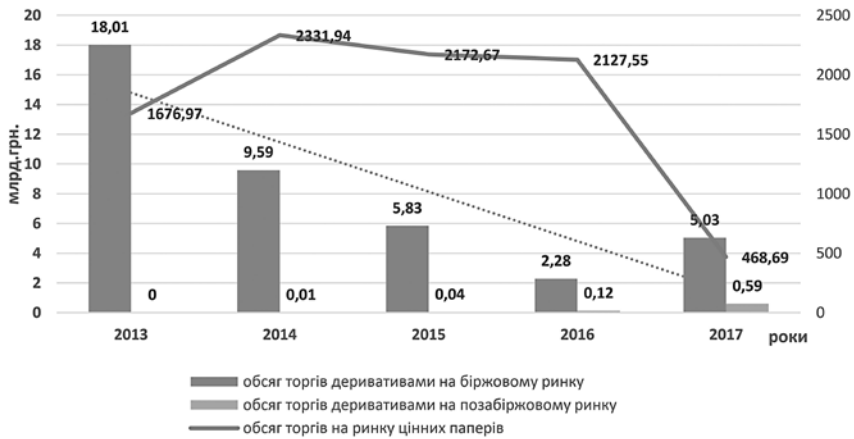


Рис. 1. Динаміка обсягів торгів на ринку цінних паперів України за період 2013-2017рр.

Джерело: сформовано авторами на основі [9].

Єдиним емітентом деривативів на біржовому ринку є ПАТ «Українська фондова біржа». Найбільш поширеними деривативами на українському фондовому ринку є ф'ючерсний контракт без поставки базового активу (валюти, товару, фондового індексу, процентної ставки), ф'ючерсний контракт з поставкою базового активу (товару), опціон на купівлю з поставкою базового активу (деривативів), опціон на продаж з поставкою базового активу (деривативів).

Згідно даних ТОП-10 деривативів, які користувалися попитом на біржовому ринку України, найбільш популярним є ф'ючерсний контракт без поставки базового активу (валюти), який складає 88% біржового ринку (рис. 2).

Деривативи в Україні не затребувані не тому, що відсутнє спеціальне законодавство, яке регулює цей вид фінансових інструментів, а тому що: в країні немає якісних цінних паперів, які могли б бути базовим активом для цікавих ринку похідних інструментів (наприклад, в індексі UX, на який запущено ф'ючерси та опціони, залишилося всього п'ять акцій, але обсяг торгів і за ними складає лише кілька мільйонів гривень на день); державою штучно стримується розвиток вільного ринку гривні щодо основних світових валют; немає запиту на прозоре і справедливе ціноутворення навіть тієї продукції, за виробництвом якої країна посідає ключові місця в світі.

Розвиток ринку деривативів є похідним від розвитку ринкових відносин у цих трьох сегментах.

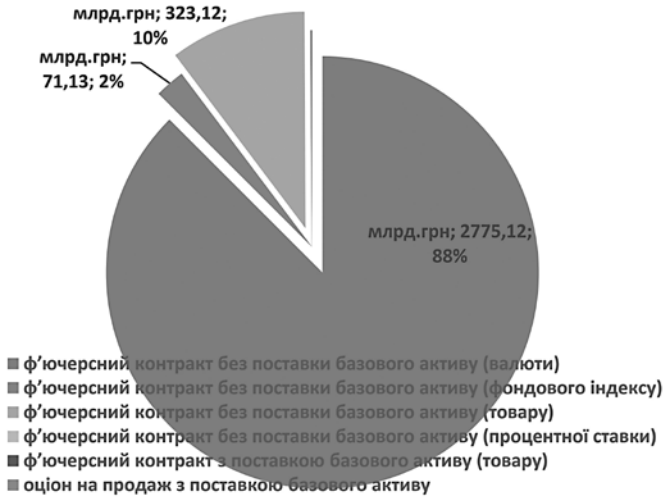


Рис. 2. Структура біржових контрактів (деривативів) на ринку цінних паперів України за 2017 р.

Джерело: сформовано авторами на основі [9].

Важливим документом, що відображає вектор європейських інтеграційних змін на фінансовому ринку України та спрямований на комплексне регулювання відносин, які виникають на ринках похідних цінних паперів та деривативів в частині регулювання професійної діяльності на ринках капіталу є «Проект Закону «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів)» за № 3498 від 20.11.2015 [3].

В Даному Законопроекті запропоновані механізми переходу до європейських вимог щодо капіталу для діючих ліцензованих учасників біржового ринку та нових. Зобов'язання відповідності законодавства України до законодавства ЄС після підписання Угоди про асоціацію з Європейським Союзом та Угоди про вільну торгівлю зобов'язує учасників ринку приведення розміру капіталу у відповідність до вимог ЄС раніше кінцевого строку гармонізації національного законодавства, тобто 01.01.2020 року. Дана вимога значно скоротить, і так незначну, кількість професійних учасників

Проте Даний документ розширює поняття професійних учасників та визначає їм універсальну назву «Кваліфіковані інвестори». Кваліфікованими інвесторами можуть такими вважатися і ті які по змісту та реєстрації ними є, та інші, при виконанні конкретно встановлених вимог. Можливо, такі зміни, на противагу умові збільшення капіталу для кваліфікаційних інвесторів при їх реєстрації (перереєстрації з 01.01.2020 р.), можливості для інших юридичних та фізичних осіб, які можуть вважатися кваліфікованими інвесторами [3].

Ще одним проривом у розвитку ринку деривативів має бути, згідно вище зазначеного Законопроекту, введення терміну «регульований ринок» і «допуск до торгів на регульованому ринку». Це означає, що правила допуску цінних паперів до торгівлі на ринку, повинні відповідати умовам (лістингу) європейських ринків. Проте, дозволена торгівля зі спрощеними умовами допуску, організація яких покладено на «операторів ринку». Найбільш відомими торговельними системами, які працюють зі спрощеними умовами допуску, є AIM на Лондонській фондовій біржі, Open Market на Франкфуртській, Alternext на NYSE Euronext, First North на OMX, NewConnect на Варшавській біржі. Вони створені «операторами ринку» (фондовими біржами) і знаходяться під їх управлінням [3].

«Зеленим світлом» у розвитку деривативів є також законопроект № 7055-д від 01.09.2017р., згідно з яким деривативи виступають одним з головних інструментів хеджування ризиків і згладжування цінових коливань в різних сегментах економіки: АПК, банківському, енергетичному тощо [15].

Розширюється перелік видів деривативів, надається повна їх класифікація за різними критеріями, встановлюються особливості укладення деривативів на регульованому та нерегульованому ринках. Інфраструктура фінансового ринку оновиться через створення торгового репозиторію та удосконалення діяльності центрального контрагента.

Інноваційним проривом на ринку є питання комплексного врегулювання інституту ліквідаційного неттінгу, який забезпечить гарантії виконання деривативів. Згідно Законопроекте №7055-д, у випадку визнання банкрутства однієї зі сторін, інша сторона зможе повернути свої гроші, шляхом деривативів, без традиційної черги кредиторів, яка передбачена законодавством про банкрутство. Умовою застосування ліквідаційного неттінгу є укладення генеральної угоди з відповідними положеннями

до порушення провадження про банкрутство та/або введення мораторію на задоволення вимог кредиторів [16].

Законопроект №7055-д імплементує положення Директиви 2009/44/ С, а також Модельного закону ISDA про неттінг [15].

Дослідження неттінгу та історії його впровадження містяться у працях В. Лютого. Зокрема, він зазначає, що «...сутність неттінгу полягає у припиненні зобов'язань сторін без необхідності передачі активів (цінних паперів, деривативів, дорогоцінних металів, грошових коштів тощо), які виступають предметом зобов'язання в рамках декількох договорів чи однієї генеральної угоди. При здійсненні неттінгу сторони перераховують один одному лише різницю (чисту суму боргу), що утворюється в результаті підсумовування і врахування відповідних вимог сторін» [6].

В умовах нерозвиненості ринку похідних інструментів в Україні є сенс розвивати товарні деривативи на майданчиках, які можуть торгувати не тільки товарними контрактами, а й іншими фінансовими інструментами, виходячи з цього оптимально мати одного регулятора за всіма похідними.

Одночасно з цим в Україні, на наш погляд, відсутні об'єктивні причини для створення мегарегулятора, що поєднує нагляд над усіма фінансовими установами. З одного боку, ліквідація Національної комісії з фінансових послуг і поділ її функцій між НБУ і НКЦПФР поки йде повільно. З другого боку, наявні біржові механізми настільки незначні для економіки порівняно з банківським сегментом, що передача регулювання над ними, наприклад, НБУ, скоріше за все, суттєво знизить пріоритет цього напрямку розвитку. Це може звести шанси на формування помітного організованого ринку і в частині цінних паперів та інших фінансових інструментів, і в частині товарних контрактів [7].

ВИСНОВКИ

Україна важливий об'єкт європейського геополітичного та економічного розвитку. Враховуючи це, перспективи розвитку сільського господарства, а також відбудова промисловості спричинить розвиток біржової торгівлі з пріоритетами торгівлі деривативами.

Перші кроки зроблено, проте потрібні законодавчі акти, які б регулювали правила, інтереси, захист учасників ринку деривативів.

Важливим є також вихід українських деривативів на ринки країн Азії, як таких, що є лідерами в останні три роки у світовому біржовому

просторі. Це, своєю чергою, залучить, поряд із європейськими інвестиціями, і азійські, як диверсифікований та прибутковий сегмент біржового портфеля інвестора.

Інновації на ринку деривативів, які є наслідком розвитку світової біржової торгівлі, вимагають постійного їх законодавчого регулювання. Тому, чітка побудова державного регулятора є стратегічним розв'язком проблеми розбудови та інтеграції у європейський та світовий фінансовий простір ринку деривативів в Україні.

LITERATURA

2017 Annual Volume Survey FIA's Magazine of the Global Futures, Options and Cleared Swaps Markets (2017). Retrieved from <https://marketvoice.fia.org/issues/2018-03/2017-annual-volume-survey//> [in English].

Danilina, S. A. Rynok proizvodnyh finansovyh instrumentov [Derivative financial instruments market]. Retrieved from <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/5900/1/Rinok%20pohidnih%20finansovih%20instrumentiv.PDF> [in Russian].

Proekt Zakonu «Pro vnesennja zmin do dejakyh zakonodavchyh aktiv Ukrai'ny (shhodo regul'ovanyh rynkiv ta deryvatyviv)». Retrieved from http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?pf3516=3498&skl=9 [in Ukrainian].

Zaboienko, V. O., Trudova, M. Ye. (2016). Perspektyva rozvytku rynku deryvatyviv v Ukraini, [Prospects derivatives in Ukraine]. *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky – Global and national problems of economics*, 10, 783-786 [in Ukrainian].

Kniaz, S. V., Luchko, H. Y. (2015). Suchasnyi stan ta problemy funktsionuvannya rynku deryvatyviv v Ukraini [Current state and problems in derivatives market functioning in ukraine]. *Aktualni problemy ekonomiky – Actual problems of economics*, 6 (168), 347-354 [in Ukrainian].

Liutyi, V. (2016). Poniattia ta pravova pryroda nettinhu mizhnarodni vidnosyny [Definition and legal nature of netting]. Retrieved from <http://journals.iir.kiev.ua/index.php/knu/article/view/3252/2926> [in Ukrainian].

Suhorukov, O., Kozak, T. Reguljuvannja deryvatyviv: stan v Ukrai'ni ta dosvid JeS [Regulation of derivatives: the state in ukraine and the experience of the EU]. Retrieved from https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2017/02/2017_02_22_%D0%94%D0%B5%D1%80%D0%B8%D0%B2%D0%B0%D1%82%D0%B8%D0%B2%D0%B8%E2%84%963498.pdf [in Ukrainian].

Postanova Pravlinnja Nacional'nogo banku Ukrai'ny «Kompleksna programa rozvytku finansovogo sektoru Ukrai'ny do 2020 roku» [Comprehensive

Program of the Ukrainian Financial Sector Development up to 2020]. Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15> [in Ukrainian].

Richnyj zvit za 2017 Nacional'noi' komisii' z cinnyh paperiv ta fondovogo rynku [Annual Report of the National Commission on Securities and Stock Market for 2017]. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2018/07/Richnyj-zvit-NKICPP-2017.pdf> [in Ukrainian].

Slobodianyk, A. M. (2016) Suchasnyi stan pokhidnykh finansovykh instrumentiv na svitovykh birzhovykh rynkakh. Naukovi pratsi MAUP – Scientific works of MAUP. Economic sciences, 50(3), 130-135 [in Ukrainian].

Suchasnyi stan ta perspektyvy rozvytku birzhovoi torhivli v Ukraini. Retrieved from http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/052.htm [in Ukrainian].

Tomashevska, A., Smykovchuk, T.V.(2018). Riven VVP Ukrainy: analiz ta dynamika rozvytku [The level of GDP of Ukraine: analysis and dynamics of development]. Naukovi visnyk Uzhhorodskoho natsionalnoho universytetu. Seriya: Mizhnarodni ekonomichni vidnosyny ta svitove hospodarstvo – *Scientific herald of Uzhgorod National University. Series International economic relations and world economy*, 20 (3). Retrieved from http://www.visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/20_3_2018ua/21.pdf [in Ukrainian].

Ukaz Prezydenta vid 12.01.2015 r. № 5/2015 «Pro Stratehiiu staloho rozvytku «Ukraina-2020». [Decree President of Ukraine «About the Strategy of Sustainable Development «Ukraine-2020»] Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/5/2015#n10> [in Ukrainian].

Haydarshina, G. A. (2013). Teoreticheskie i metodologicheskie aspektyi monitoringa zapadnoevropeyskogo bankovskogo sektora [Theoretical and methodological aspects of monitoring of the Western European banking sector]. Moscow: Economy [in Russian].

Proekt Zakonu pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky № 7055 vid 01.09.2017 [Draft Law on the rites of capital and organizational commodities]. Retrieved from http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62443 [in Ukrainian].



МУКАЧІВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

89600, м. Мукачево, вул. Ужгородська, 26

тел./факс +380-3131-21109

Веб-сайт університету: www.msu.edu.ua

E-mail: info@msu.edu.ua, pr@mail.msu.edu.ua

Веб-сайт Інституційного репозитарію Наукової бібліотеки МДУ: <http://dspace.msu.edu.ua:8080>

Веб-сайт Наукової бібліотеки МДУ: <http://msu.edu.ua/library/>