
ІНВЕСТИЦІЇ

УДК: 330.322.4.053.3

Н. В. Ткаленко, к.т.н., доцент,
О. М. Кравченко, аспірантка**ІНВЕСТИЦІЙНІ ФОНДИ ЯК НЕВІД'ЄМНА СКЛАДОВА ІНВЕСТИЦІЙНОГО
МОДУЛЯ ПРОГРАМ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ КРАЇНИ**

У статті проаналізовано чинники, що мають вплив на приток капіталу та іноземних інвестицій в економіку України. Визначено переваги та недоліки інвестиційних фондів.

В статье проведен анализ факторов, которые влияют на приток капитала и иностранных инвестиций в экономику Украины. Определены преимущества и недостатки инвестиционных фондов.

The analysis of factors which influence on capital and foreign investment inflows to the economy of Ukraine was conducted in the article. The advantages and disadvantages of investment fund were determined in the article.

Ключові слова: *інвестиційний фонд, диверсифікація, інститут спільного інвестування, концесія, портфель інвестицій.*

Актуальність теми дослідження. Потенційно Україна може бути однією з провідних країн прикладення прямих та портфельних іноземних інвестицій. Цьому сприяє її внутрішній ринок, порівняно кваліфікована й водночас дешева робоча сила, значний науково-технічний потенціал, великі природні ресурси та наявність інфраструктури, хоч і не надто розвиненої.

Як свідчить світовий досвід економічно розвинутих країн, випереджаюче економічне зростання можливе не лише за рахунок іноземних інвестицій, а й, насамперед, за наявності інституту потужних національних інвесторів. Зважаючи на зменшення темпів економічного зростання та значні інфляційні ризики, можна стверджувати, що лише вагоме кількісне та якісне зростання інвестицій у національну економіку шляхом переорієнтації частини коштів населення із споживчого ринку в інвестиційну сферу надасть їй необхідних ресурсів для подальшого інтенсивного розвитку.

Постановка проблеми. Взаємозв'язок між суб'єктами та об'єктами інвестицій, а також причини інвестиційної активності та наслідки інвестиційної привабливості для потенційних інвесторів набувають особливого значення при залученні інвестицій у процес економічного розвитку України.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження з питань інвестиційної діяльності висвітлені в працях досить значної кількості вчених, які присвятили соціально-економічному розвитку національної економіки чимало наукових доробок, а саме: Зінь Е., Бутко М., Савченко В., Амоша О., Байнев В., Єрмакович С., Григоренко Є., Шпанко А.

Виділення недосліджених частин загальної проблеми. Необхідно зазначити, що у багатьох західних інвесторів український ринок не викликає оптимізму. Головними перешкодами розвитку інвестиційної діяльності вважаються макроекономічні чинники. Це насамперед стосується недосконалого законодавства, що регулює підприємництво, бюрократизму, криміналізації економіки, а також перешкод, які виникають під час створення нових підприємств. Незважаючи на численну кількість наукових досліджень з даного питання, не створено єдиний механізм процесу інвестування, що був би максимально вигідним як для потенційних інвесторів, так і для набувачів інвести-

ІНВЕСТИЦІЇ

цій, котрими є інвестиційні фонди, а також компанії – розпорядники інвестиційних капіталовкладень.

Постановка завдання. Наголошуючи на необхідності дослідження інструментів інвестування, потрібно:

– визначити роль інвестиційних фондів у процесі інвестування у вітчизняну економіку;

– визначити ризики інвестування;

– визначити фактори, що перешкоджають притоку капіталу в економіку України;

– розробити модель механізму інвестування в рамках процесу соціально-економічного розвитку країни.

Виклад основного матеріалу. Інвестиційні фонди як інструмент інвестування з'явилися в Україні відносно недавно, в 1994 році. І за час свого існування вони придбали як прихильників, так і противників. За цей період фондовий ринок показував бурхливе зростання – в 2005-2007 рр. і настільки ж стрімке падіння – в 2008 р. [7].

Інвестиційний фонд (корпоративний або пайовий інвестиційний фонд) належить до інститутів спільного інвестування (далі ІСІ), котрий провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість [2].

Інвестування до фондів пов'язане з ризиком. Інвестори розраховують, що їх потрібно інформувати про стратегію ІСІ та його задачі, про тактику керівництва, про результати фінансової діяльності. Про фінансову політику та розміри очікуваного прибутку, щоб запобігти неприємним сюрпризам. Особливу увагу необхідно приділяти кварталним та річним звітам. При цьому останні повинні бути детальними, поширюватися серед інвесторів вчасно, регулярно поновлюватися. Взагалі інформаційні матеріали повинні видаватися згідно із американськими та британськими стандартами бухгалтерської інформації, особливо в країнах з нестабільною економікою, до яких належить і Україна. Це надасть можливість у подальшому проводити порівняльний аналіз поданих результатів. До того ж інформацію необхідно подавати в єдиній формі.

Інвестиційні фонди як суб'єкти інвестиційного ринку набувають все більшого розвитку. Частка світових ІФ за 1990-2007 рр. зросла з 18,9 % до 32 % [9].

Ухвалюючи рішення інвестувати до ІСІ, як і безпосередньо беручи участь у будь-якому виді інвестування, інвестор повинен враховувати такі характеристики, як прибутковість, ризик і рівень ліквідності.

За джерелом виникнення ризику діляться на системні (до них відносяться загальнодержавний і галузеві ризики) і індивідуальні (ризик компанії, цінного паперу). Від системного ризику неможливо захиститися, він зачіпає всі активи, тоді як несистемний ризик можна передбачити і зменшити за допомогою диверсифікації портфеля.

Диверсифікація – одна з форм концентрації капіталу в умовах науково-технічної революції; полягає в тому, що фірми, прагнучи вистояти в умовах нерівномірного розвитку економіки, проникають у нові для себе галузі та сфери, розширюють об'єкти діяльності, асортимент товарів і поступово перетворюються на багатогалузеві комплекси [8].

ІНВЕСТИЦІЇ

Ризик і прибутковість взаємопов'язані: як правило, чим вище ризик інвестицій, тим більше має бути очікувана прибутковість. Згідно з цими параметрами фонди діляться на: диверсифіковані і не диверсифіковані.

Диверсифіковані фонди мають жорсткі законодавчі обмеження щодо розміщення інвестиційного портфеля по класах активів (акції, облигації, депозити і так далі), за ліквідністю, за максимальною часткою в одному емітенті.

Недиверсифіковані фонди теж мають свої обмеження, однак, вони менш істотні. Відповідно, недиверсифіковані фонди орієнтовані на отримання більшої прибутковості, насамперед за рахунок вкладень більшої частки в акції (фонди акцій), які показують максимальну прибутковість.

За 2007 р. фонди акцій показали прибутковість вище 100 %, проте, при падінні ринку у 2008 році – гірший результат склав 75 %. Тоді як змішані фонди в середньому вирости на 70 % в 2007 р. і показали падіння – 30 % в 2008 р. [7].

Вважається, що становлення інвестиційних фондів почалось ще в 1822 р. у Бельгії. На сьогоднішній день найбільшого розвитку інвестиційні фонди набули в США. Їх частка складає 55 % серед розвинених країн світу. Так, у США кожна друга сім'я є учасником ІСІ. А середній розмір фонду сягає 1 млрд. дол., тоді як в Україні середній розмір фонду становить 4,8 млн. дол. Тобто в нашій країні спільне інвестування знаходиться на початковому етапі свого розвитку і не набуло поки що поширення та популярності [6]. Вітчизняний механізм спільного інвестування був запроваджений Указом Президента «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» ще в 1994 році, але з плином часу постала необхідність щодо більш широкого визначення поняття інститутів спільного інвестування, так у березні 2001 року, було прийнято Закон України «Про інститути спільного інвестування».

Основними напрямками інвестування в Україні є:

- розміщення грошей на банківський депозит;
- самостійне інвестування на ринку цінних паперів;
- вкладення грошей до інституту спільного інвестування (ІСІ).

У всіх цих напрямках інвестування є свої переваги і недоліки. Найпростіше, то може зробити інвестор, це вкласти гроші в банк. Податок від отриманого у банку доходу у 2009 р. не стягується. Оскільки ризик вкладень у банк невисокий, то і прибутковість теж великою не буде. Світова практика свідчить, що механізм спільного інвестування є серйозною конкурентною альтернативою банківським вкладам.

Серед переваг самостійного інвестування коштів виділимо наступні:

- можливість вибрати найпривабливіші фінансові ринки. Це можуть бути валютні ринки або ринки цінних паперів, які вимагають від інвесторів серйозних навичок і спеціальних знань;
- можливість самостійно контролювати ризики, швидко реагувати на ринкові коливання, а також мати змогу у будь-який момент відволікати на термінові потреби частину інвестованих коштів.

Прибутковість самостійного управління коштами залежить передусім від рівня кваліфікації самого інвестора та рівня ризику. У цьому випадку інвестору самому доведеться нести суттєві витрати. Зменшує привабливість цього способу також оподаткування.

Розвиток ІСІ в нашій державі можна охарактеризувати як динамічний та бурхливий. Наприклад, вартість чистих активів інвестиційних фондів з 2005 року зросла більш, ніж у 6 разів, а кількість інвестиційних фондів зросла за 5 років з 6 до 834. Тільки за 2007 рік кількість нових КУА зросла на 46,5 %

ІНВЕСТИЦІЇ

(у 2006 році приріст склав 43,3 %), приріст зареєстрованих інвестиційних фондів в – 61 %. 90 % загальної кількості інвестиційних фондів займають венчурні фонди, які працюють виключно з інвесторами. На рис. 1 показана питома вага розподілу ІСІ за областями України.

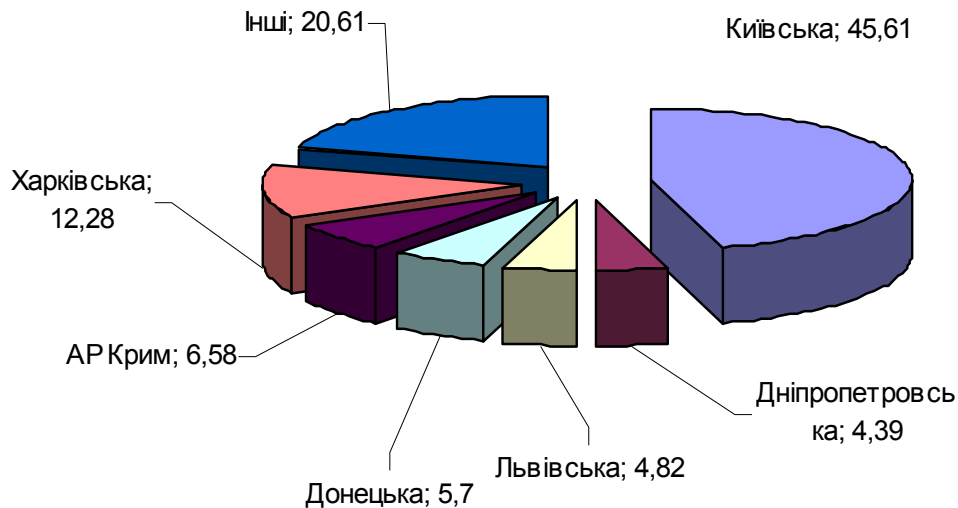


Рис. 1. Розподіл ІСІ за областями України

Показники ризику для фондів та індексів розраховуються за величинами вартості чистих активів у розрахунку на інвестиційний сертифікат/акцію та значеннями відповідних індексів за останні 12 місяців діяльності кожного фонду. Розрахунки коефіцієнтів Шарпа та Сортіно здійснюються відповідно до методики. Безризикова дохідність для визначення коефіцієнта Шарпа, розрахована на основі дохідностей ОВДП на ринку, складає 19,0 %. Мінімальний рівень дохідності для розрахунків коефіцієнта Сортіно приймається на рівні 20,0 % (див. табл. 1).

Прибутковість інвестиційних фондів тісно пов'язана також з ліквідністю. За ступенем ліквідності фонди діляться на відкриті, інтервальні і закриті. Цінні папери відкритих фондів можна купувати і продавати кожен робочий день, тобто вони володіють максимальною ліквідністю.

Інтервальні фонди скуповують випущені цінні папери тільки у обумовлені в проспекті емісії терміни, тому ліквідність в цих фондах обмежена. Закриті фонди є найбільш неліквідними. Інвестор може гарантовано продати їх цінні папери тільки в кінці терміну їх діяльності.

Як правило, фонди закритого типу створюються терміном на 2-10 років. Проте і тут є нюанси. У цьому випадку складно вгадати, яка ситуація буде на фондовому ринку на момент закриття фонду. Іноді реалізувати деякі активи при існуючій вартості цього або минулого року загрожувало б величезними збитками для інвесторів. Тому такі фонди продовжили термін свого існування ще на 2-3 роки. Ризик ліквідності для інвесторів цих фондів є достатньо істотним.

Висока ліквідність відкритих фондів дозволяла свого часу багатьом інвесторам спекулювати на зміні вартості паю в період швидкого зростання ринку. Спекуляцію відрізняє від інвестиції саме чинник часу.

ІНВЕСТИЦІЇ

Таблиця 1

Динаміка вартості інвестиційних сертифікатів/акцій за 1 квартал 2010 року

Стратегія	Назва фонду	Тип фонду	Вартість чистих активів, грн.	ВБЧ в розрахунку на інвестиційний сертифікат/акцію, грн.	З початку діяльності, %	Місяців, %						Середньо-річна доходність, %
						1	3	6	1 рік %	2 роки %	3 роки %	
Збалансована	«Класичний»	Відкритий	53 326 988,79	533,63	433,6	22,9	30,8	39,5	67,9	8,7	37,5	33,8
Ризикова	«КІНТО-Еквіт»	Відкритий	12 780 490,73	1 740,26	74	24,9	38,3	46,2	н/д	н/д	н/д	н/д
Збалансована	«Народний»	Інтервальний	29 773 801,05	2 123,97	112,4	16,8	28,3	34,6	88,3	16,8	52,3	23,5
Збалансована	«Достаток»	Інтервальний	19 081 331,97	10,25	754,2	16,6	21,4	22,6	47,1	-7,2	43,4	45,2
Консервативна	«Синергія Бонд»	Закритий	2 239 041,29	24 075,71	111	1,6	4,5	8,5	33,6	39,3	58,2	15,7
Помірно ризикована	«Синергія Ріал Істейт»	Закритий	25 648 133,87	26 661,26	166,6	1,9	2,7	1,7	2,2	-15,7	-1,3	24,0
Ризикова	«Синергія-3»	Закритий	112 578 153,78	18 392,12	83,9	22,7	34,4	44,1	69,9	-47,8	-11,8	17,1
Ризикова	«Синергія-4»	Закритий	156 706 410,61	7 583,55	-24,2	21,9	28,9	31,5	101,6	-40,7	н/д	-9,3
Ризикова	«Синергія-5»	Закритий	61 450 629,16	6 024,57	-39,8	17,8	28,2	35,9	53,6	-37,6	н/д	-19,2
Ризикова	«Синергія-7»	Закритий	12 450 857,77	12 757,03	27,6	17,6	32,6	47,3	12,8	н/д	н/д	14,1

ІНВЕСТИЦІЇ

Особливого значення для посилення інвестиційної активності набувають законодавчі гарантії для інвесторів: від примусових вилучень (націоналізації, реквізиції або конфіскації), окрім передбачених законодавчими актами виняткових випадків і тільки в суспільних інтересах [1]. Проте механізми реалізації правових гарантій поки що недостатньо відпрацьовані. До того ж відсутні достатні судові засоби для забезпечення дотримання законних прав інвесторів та врегулювання спорів.

Інвестиційним фондам заборонено гарантувати прибутковість. Тому основним ризиком вкладника є відсутність фіксованої прибутковості на заданому проміжку часу. Як прибутки, так і ризики розподіляються між вкладниками ІФ пропорційно їх частці.

Оскільки фонд є колективною формою інвестування, вкладник не може диктувати, куди фонд повинен вкладати активи, а спочатку вибирає фонд з тією інвестиційною стратегією, яка імпонує його особистим цілям і очікуванням.

Важливим критерієм оцінки діяльності фонду є компанія, яка ним управляє, її досвід роботи і репутація на ринку, професіоналізм менеджменту. Саме компанія з управління активами (далі – КУА) забезпечує той або інший результат інвесторам.

Компанія з управління активами представляє собою господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами ІСІ на підставі ліцензії [2].

Довіряти краще тим КУА, які входять до складу великих інвестиційних компаній, оскільки рівень аналітики, наявність власного продавця й зберігача цінних паперів, а також організація бізнес-процесів у них налагоджена значно краще.

У результаті кризи фонди зіткнулися з тим, що в структурі їх активів велику частку займають низько ліквідні позиції. Це пов'язано з масовим виходом інвесторів з відкритих та інтервальних фондів. Для того, щоб з ними розрахуватися, реалізовувалися, насамперед, ліквідні активи і депозити. Тому зараз особливої актуальності набуває структура активів фондів.

Традиційно фонди облігацій менш ризиковані, ніж фонди акцій. Однак криза ліквідності суттєво вплинула на емітентів облігацій. Ситуація, що склалась з фондами нерухомості є кращою. Але найбільш суттєвих втрат зазнали індексні фонди, які у своїй інвестиційній стратегії суворо прив'язані до індексного кошика і просто не можуть перейти до іншого класу активів. У результаті кризи на поточний момент активи досягли своєї мінімальної вартості. Купуй – коли дешево, продавай – коли дорого. Отже інвестувати у фондовий ринок зараз дуже вигідно. Але не варто забувати, що будь-які інвестиції вимагають уваги. Тому не слід бути довірливим, і серйозний підхід до оцінки ризиків окупить себе сторицею [7].

Фінансову основу соціально-економічного розвитку будь-якого територіального утворення становлять джерела надходження засобів і механізм їх залучення в дану територію, але за умови, якщо економіка даного територіального утворення буде розглядатися як цілісна система зі своєю сукупністю відтворювальних відношень. Ефективність залучення інвестицій потребує створення відповідного механізму взаємозв'язків у межах конкретного інвестиційного процесу (див. рис. 2).

Портфель проектів потребує портфельного інвестування, в котрому інвестор зацікавлений лише в прибутку, а не в кінцевому результаті. Інвесторами портфельів проекту можуть стати лише фінансово могутні транснаціо-

ІНВЕСТИЦІЇ

нальні корпорації. Причому інвестиції як реальні, так і портфельні. В першому випадку інвестор впливає на управління об'єктом інвестування, в іншому має статус пайовика в статуті інвестиційної компанії. Портфельні інвестиції вкладаються частіше у швидкоприбутковий бізнес (мережі збуту, навіть заборонені види господарської діяльності).

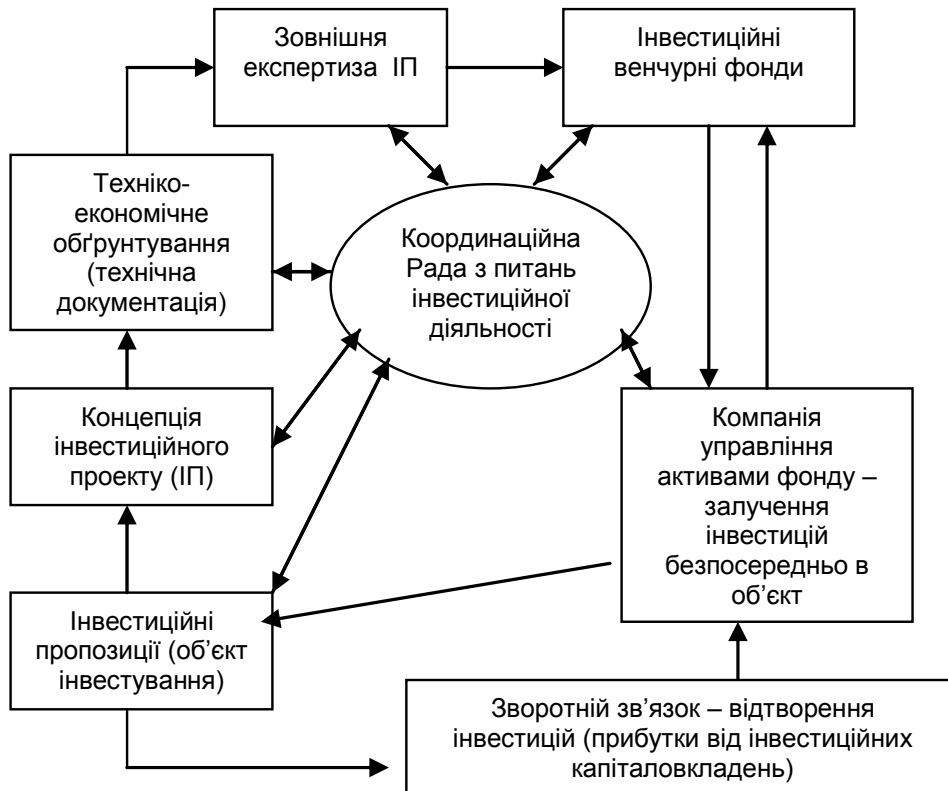


Рис. 2. Модель механізму відтворення інвестиційного процесу

Регіональний відтворювальний процес являє собою поновлення на якісно новому рівні кругообігу, в тому числі й інвестиційних ресурсів, одні з яких направляються на створення умов відтворення, а інші – на забезпечення функціонування самого процесу відтворення [5]. Безумовно, що інститут інвестування на умовах концесійних договорів є на сьогоднішній день одним із найвигідніших механізмів у процесі залучення іноземних інвестицій.

Як суб'єкт міжнародного приватного права держава Україна може вступати у майнові відносини з іноземним елементом та виступати стороною такого різновиду інвестиційних угод, як концесія.

Концесія – традиційна та широковідома у світі форма залучення іноземних приватних інвестицій з метою освоєння та господарської експлуатації ресурсів держави, що приймає. Це має позитивний вплив на економіку України в цілому, бо дозволить залучити додаткові кошти (у вигляді приватного капіталу) для вирішення проблем державного значення, а також передові технології, іноземні інвестиції, менеджерів та спеціалістів з маркетингу.

ІНВЕСТИЦІЇ

Кабінетом Міністрів України затверджено Типовий концесійний договір, визначено порядок розрахунку концесійних платежів та запроваджено реєстр концесійних договорів. Визначення об'єктів, що надаються в концесію та затвердження їхнього переліку здійснюється КМУ (щодо об'єктів права державної власності) і місцевими радами на пленарних засіданнях (щодо об'єктів права комунальної власності) [3]. Рішення про надання концесії на об'єкт права державної власності за результатами концесійного конкурсу приймає КМУ або уповноважений ним орган виконавчої влади, а на об'єкт права комунальної власності – уповноважений орган місцевого самоврядування. Така жорстка регламентація об'єктів концесії вказує на виключну зацікавленість держави у додержанні законності під час передачі в концесію та її процедури. Жоден з інститутів, подібних до концесії, не містить таких вимог.

Передача об'єктів у концесію не зумовлює перехід права державної чи комунальної власності на ці об'єкти [3].

Уперше інститут концесій на законодавчому рівні було закріплено у ст. 22 Закону України «Про режим іноземного інвестування», де за допомогою концесій, зокрема, передбачалося надавати іноземним інвесторам права на розробку та освоєння відновлюваних та не відновлюваних природних ресурсів [1]. Оформленню концесії передують процедура визначення концесіонера на конкурсних засадах. Переможцем визнається претендент, який запропонував кращі умови здійснення концесії, відповідно до умов концесійного конкурсу.

Поліпшенню інвестиційного процесу передують інвестиційна привабливість як на державному, так і на місцевих рівнях. Інвестиційну привабливість становлять такі складові, як: чітко визначені пільгові преференції для іноземного інвестора, перелік об'єктів концесії та умови конкурсу для потенційних інвесторів і, найголовніше, механізм інвестиційної діяльності, що забезпечить ефективність інвестиційних капіталовкладень для здійснення соціально-економічних реформ у всіх галузях народного господарства України.

Серед основних причин зниження інвестиційної активності підприємств Чернігівської області:

- 1) відсутність інвестиційних фондів з венчурним (ризиковим) капіталом;
- 2) зменшення кредитування господарської діяльності комерційними банками (чи практично повна його відсутність);
- 3) порушення коопераційних зв'язків через погіршення торговельних відносин з Російською Федерацією та Білоруссю;
- 4) коливання курсу валют та різниці між офіційним та комерційним курсом;
- 5) невідшкодування ПДВ державою;
- 6) недосконалість нормативно-законодавчих актів щодо окремих видів господарської діяльності, гальмування процесів вирішення окремих питань, зокрема, земельних тощо.

Як слушно зауважив Савченко В.Ф., на сьогодні в Чернігівській області практично відсутні спільні підприємства за участю російського і білоруського капіталів щодо реалізації інвестиційних проектів [6]. Такими прикладами могли б бути спільні інвестиційні проекти на умовах концесійних угод. Інвестиції в даному випадку будуть прямими на відміну від портфельних, що здійснюються інвестиційними фондами.

Висновки. Враховуючи сучасний стан економіки України, слід визнати наступне:

ІНВЕСТИЦІЇ

1. Притоку іноземних інвестицій перешкоджають політична нестабільність, інфляція, недосконалість законодавства, нерозвиненість виробничої та соціальної інфраструктури, недостатнє інформаційне забезпечення. Серйозні питання викликає стимулювання притоку іноземних інвестицій шляхом надання їм пільгового режиму в порівнянні з національними [4].

2. Залучаючи іноземний капітал, не можна допускати дискримінації стосовно національних інвесторів. Не слід надавати підприємствам з іноземними інвестиціями податкові пільги, яких не мають українські, зайняті в тій самій сфері діяльності. Як показує досвід, такий захід практично не впливає на інвестиційну активність іноземного капіталу, але приводить до виникнення на місці колишніх вітчизняних виробництв підприємств із формальною іноземною участю, що претендують на пільгове оподаткування.

3. В умовах нестабільного законодавства України для іноземних інвесторів більш приваблива така інстанція для вирішення суперечок, яка не залежала б від уряду країни-господаря. У зв'язку з цим велике значення надається приєднанню України до багатосторонньої конвенції по врегулюванню інвестиційних спорів між державою та фізичними і юридичними особами інших країн. Конвенція передбачає можливість звернення іноземних інвесторів до юрисдикції Міжнародного центру по врегулюванню інвестиційних спорів.

4. Успішна реалізація завдань структурно-інвестиційної стратегії визначальною мірою залежить від ефективної системи мобілізації інвестиційних ресурсів та управління ними. Головним для стратегії випереджального економічного зростання є ефективне поєднання інвестицій та інновацій, за якого мінімум 70-80 % інвестицій мають бути, з одного боку, інноваційними, а з іншого – такими, що сприяють прогресивним структурним змінам національної економіки.

Література

1. Про режим іноземного інвестування: Закон України, 19.03.1996 р. зі змінами та доповненнями за станом на 01 січ. 2003 р. [Текст] / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради. – 1996. – № 19. – 9 с.
2. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України № 2299-Ш від 15.03.2001 р. [Текст] // Юридичний Вісник України. – 2007. – № 41.
3. Про концесії: Закон України № 997-ХІУ від 16 липня 1999 р. [Текст] // Відомості Верховної Ради. – 1999. – № 41.
4. Про захист іноземних інвестицій в Україні: Закон України № 1540-ХП від 10 вересня 1991 р. [Текст] // Відомості Верховної Ради. – 1991. – № 46.
5. Бутко М. П. Регіональне управління: інноваційний підхід [Текст] / Бутко М. П., Зеленська О. О., Зеленський С. М. та ін.; [за заг. ред. д.е.н., проф. Бутка М. П]. – К.: Знання України, 2006. – 560 с.
6. Савченко В. Ф. Стратегічні напрями економічного розвитку Чернігівської області на сучасному етапі: Монографія [Текст] / Савченко В. Ф. – Чернігів: Чернігівські береги, 2007. – 378 с.
7. Шапошникова С. Инвестиционные фонды и риски [Електронний ресурс] / С. Шапошникова. – Режим доступу: <http://www.dengi-info.com>.
8. Новий український тлумачний словник. Близько 20 000 слів і словосполучень [Текст] / укл. Н. Д. Кусайкіна, Ю. С. Цибульник; [за заг. ред. д-ра філол. наук, проф. В. В. Дубічинського]. – Харків: Клуб Сімейного Дозвілля, 2008. – 608 с.
8. Єрмакович С. Міжнародний досвід діяльності ІСІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.uaiib.com.ua.

Надійшла 09.06.2010