

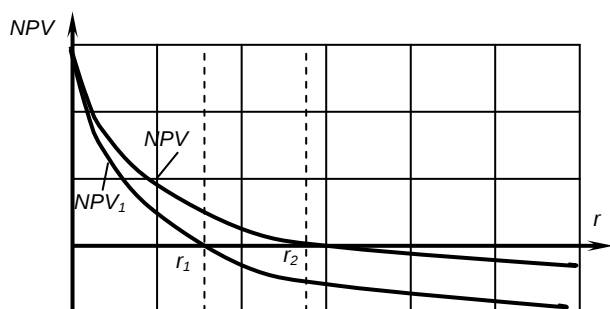


Рис. 4. Залежність приведенного доходу від ставки дисконту

Як видно з рис. 4, значення ставки дисконту, при якій один і той же інвестиційний проект стає прибутковим (r_1 та r_2), суттєво відрізняється на користь методики фінансування із застосуванням ІСІ – крива NPV_1 .

Той факт, що після закінчення терміну дії фонду власники інвестиційних сертифікатів повинні заплатити податок з доходу, пов'язаний зі збільшенням вартості сертифікатів, у ряді випадків, може трохи зменшити прибутковість проекту, однак існує цілий ряд механізмів (що не є темою даної статті) звести до мінімуму ці витрати.

Використання наведених та апробованих на практиці механізмів оперування фінансовими ресурсами з використанням можливостей, які з'являються внаслідок створення ІСІ, дозволяє значно поліпшити управління фінансами ФПГ, мінімізувати оперативні витрати та витрати, що пов'язані з фінансуванням інвестиційних проектів.

Література: 1. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2002. – 448 с. 2. Черваньов Д. М. Менеджмент инвестиційної діяльності підприємств. – К.: Знання-Прес, 2003. – 624 с. 3. Ли Ченг. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ли Ченг, Дж. Финнерти. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686 с. 4. Гуткевич С. А. Теоретические основы инвестиционного процесса // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – №5. – С. 20 – 31. 5. Лімонов Ю. М. Оптимізація стратегії інвестування // Фінанси України. – 2001. – №7. – С. 111–114.

Стаття надійшла до редакції
15.09.2008 р.

УДК 338.1:504

Мошенський С. З.

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ІНДИКАТОРИ ТА КРИТЕРІЇ БЕЗПЕКИ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

The author examines the significance of macroeconomic indicators for country's investment security and for perspectives of economic development in Ukraine in relation to development of the stock market. Indicators for the security of development of Ukrainian stock market are statistically determined.

Модернізація вітчизняної економіки та її інвестиційна безпека залежать від розвитку фондового ринку, який забезпечує акумуляцію фінансових ресурсів, їх перерозподіл та перетворення на інвестиції. Показники, які свідчать про рівень розвитку фондового ринку, можна розглядати і як важливі

індикатори економічної безпеки, і як орієнтири для прогнозування перспектив економічного розвитку в Україні. Особливого значення система індикаторів економічної безпеки набуває за умов ринкової економіки. Оскільки система державного регулювання інвестиційними процесами потребує орієнтації на макроекономічні показники, без яких неможливе обґрунтування доцільності економічних реформ і загальне забезпечення економічної безпеки держави, розроблення системи індикаторів економічної безпеки набуває особливо актуального значення.

Проблема полягає в тому, що сучасний стан розвитку фондового ринку в Україні є однією з основних перешкод для залучення іноземних інвестицій, оскільки його недостатній розвиток знижує привабливість для потенційних інвесторів. Саме тому питання підвищення безпеки фондового ринку посідають важливе місце у спектрі інших проблем інвестиційної безпеки. Для перехідної економіки України велике значення та актуальність має своєчасний моніторинг індикаторів безпеки фондового ринку, що особливо важливо з огляду на забезпечення розвитку інвестиційного процесу.

Серед українських авторів проблему розглядали О. Барановський [1–2], Т. Грищенко, О. Любіна І. Лютий [3], О. Ладюк, А. Сухоруков [4] та ін. Серед зарубіжних авторів – Дж. Бонін [5], Л. Григор'єв, Є. Гурвіч [6], С. Джанков [7], Р. Добринський [8], Е. Жондье [9], І. Захарова [10], Р. Ла Порта [11], М. Медведєва [12], Я. Міркін [13], А. Саватюгін [6], Дж. Стігліц [14], С. Фішер [15], Р. Фрідман [16], А. Шлейфер [17] та ін.

Однак недостатньо дослідженням залишається питання кількісного оцінювання рівня розвитку фондового ринку в контексті забезпечення інвестиційної безпеки держави. Тому метою статті є системне визначення рівня безпеки вітчизняного фондового ринку для подальшого аналізу його стану і для подолання можливих проявів дестабілізації на цьому ринку.

Для підвищення рівня фінансової безпеки фондового ринку держава має проводити відповідну політику, яка спирається на критерії та індикатори його безпеки. Критерії фінансової безпеки фондового ринку є певними нормативними показниками, за якими проводиться оцінка стану фондового ринку, який має забезпечувати стабільний розвиток цього ринку та всієї фінансової системи. Індикатори фінансової безпеки фондового ринку становлять статистичні показники, які найповніше характеризують явища і тенденції на фондовому ринку.

Вибір переліку індикаторів ґрунтується на рівні загальної вразливості фондового ринку, а також впливу дестабілізуючих чинників на реалізацію фінансових та інвестиційних інтересів держави. Аналіз індикаторів дає можливість визначати стан безпеки фондового ринку і основні тенденції цього ринку, а також їх вплив на економічний розвиток держави, зокрема, у сфері інвестицій.

У такому аналізі важливе значення має порівняння оптимальних значень індикаторів (інтервал, в якому забезпечені найсприятливіші умови для функціонування фондового ринку) і порогові значення (величини, перевищення яких стає причиною несприятливих тенденцій на фондовому ринку). Автором виділено такі рівні досягнення порогових значень індикаторів:

перший рівень – початкові відхилення від нормативних значень, що свідчить про потребу приймати відповідні рішення;

другий рівень – граничні значення індикаторів, порушення яких може стати причиною появи загрозливих процесів на фондовому ринку й у фінансовій сфері загалом;

третій рівень – порогові значення індикаторів безпеки фондового ринку свідчать про настання незворотних негативних явищ на цьому ринку.

Граничні та порогові значення індикаторів є інструментом аналізу, прогнозування та соціально-економічного планування на макrorівні. Однак, як слушно зауважують Л. Григор'єв, Є. Гурвіч і А. Саватюгін, при цьому потрібно усвідомлювати умовність цих показників, оскільки під час їх побудови досить часто агрегують елементи, різномірні за своєю сутністю [6].

Як зазначають А. І. Сухоруков та О. Д. Ладюк [4], порогові значення індикаторів у більшості випадків не можуть бути точно обчислені на основі розрахунків, а визначаються на основі емпіричного досвіду експертами. Для визначення порогових значень індикаторів фінансової безпеки України потрібно також зважати на граничні рівні таких критеріїв, встановлених для країн, що є кандидатами на вступ до ЄС.

Фінансові ринки України та інших країн з перехідною економікою виникли недавно внаслідок масової приватизації, і тому вони ще не досягли високого рівня розвитку. Значення ринку цінних паперів у перерозподілі фінансових ресурсів, на думку автора, можна оцінити за таким показником, як рівень капіталізації ринку акцій відносно обсягу валового внутрішнього продукту країни (ВВП), який показує насиченість господарської діяльності цінними паперами. Для аналізу рівня

капіталізації ринку цінних паперів зазвичай використовують показник L_{smc} (відношення капіталізації ринку цінних паперів до ВВП, у відсотках):

$$L_{smc} = \frac{SMC}{GDP} \times 100\%,$$

де SMC – капіталізація фондового ринку, млрд грн;
GDP – ВВП.

З цим показником традиційно пов'язують рівень фінансової безпеки. Як вважає О. І. Барановський [1], фінансова безпека фондового ринку прямо залежить від рівня його капіталізації, який має забезпечувати фінансову стабільність учасників ринку. Дані щодо динаміки змін капіталізації фондового ринку в різних регіонах і країнах світу між 2001 і 2006 р. наведені в табл. 1.

Таблиця 1

Динаміка зміни капіталізації фондового ринку в різних регіонах і країнах світу, розрахована автором за даними [2; 10; 12; 13; 18 – 23], млрд дол. США

		2001 р.			2006 р.			Зростання 2006/ 2001 рр. (рази)
		ВВП	Капіталізація фондового ринку	Капіталізація фондового ринку/ВВП (%)	ВВП	Капіталізація фондового ринку	Капіталізація фондового ринку/ВВП (%)	
Увесь світ		30 995	28 875	93	48 204	50 827	105	1,13
Європейський Союз		7 907	6 763	86	13 644	13 069	96	1,12
	Зона євро	6 113	4 277	70	10 589	8 419	80	1,14
Північна Америка		10 787	14 524	135	14 470	21 270	147	1,09
	Канада	705	697	99	1 275	1 701	133	1,35
	США	10 082	13 827	137	13 195	19 569	148	1,08
Японія		4 165	2 294	55	4 366	4 796	110	1,99
<i>докладно:</i>								
Країни ЄС								
	Австрія	189	25	13	324	193	60	4,46
	Бельгія	230	146	64	395	335	85	1,34
	Данія	162	85	53	276	240	87	1,64
	Фінляндія	121	191	157	210	310	148	0,94
	Франція	1 312	1 068	81	2 252	2 313	103	1,26
	Німеччина	1 855	1 072	58	2 899	1 638	56	0,98
	Греція	117	84	71	309	208	67	0,94
	Ірландія	103	75	73	219	163	74	1,02
	Італія	1 090	528	48	1 853	1 027	55	1,14
	Люксембург	19	24	125	42	80	192	1,53
	Нідерланди	384	551	143	667	725	109	0,76
	Португалія	110	46	42	195	106	54	1,29
	Іспанія	584	468	80	1 226	1 323	108	1,35
	Швеція	210	237	113	384	616	160	1,42
	Великобританія	1 423	2 165	152	2 395	3 794	158	1,04
Країни з ринками, що формуються з них:								
Азія								
	Гонконг	167	506	304	190	1 006	530	1,74
	Китай	1 325	524	40	2 645	2 426	92	2,32
	Тайвань	292	293	100	365	679	186	1,86
	Південна Корея	482	220	46	888	907	102	2,24
	Індія	473	110	23	874	819	94	4,02
Латинська Америка								
Близький Схід								
Африка								
		432	84	20	920	851	92	4,74
Європа								
	Польща	190	26	14	321	198	62	4,51
	Чехія	62	6	9	143	49	34	3,60
	Угорщина	53	6	11	113	42	37	3,27
	Словаччина	21	1	3	55	6	10	3,95
	Румунія	40	2	3	122	29	21	6,48
	Україна	38	2	4	106	44	41	10,50
	Литва	12	1	12	30	10	34	2,84
	Латвія	5	1	14	20	6	32	2,29
	Естонія	6	2	27	17	6	36	1,34
Росія								
		307	76	25	985	995	101	4,06

Наведені в табл. 1 дані дозволяють зробити висновки про динаміку розподілу національних ринків за рівнем їх насиченості цінними паперами. Середній рівень капіталізації ринку цінних паперів в економічно розвинених країнах значно вищий, до 60 – 80% (у деяких країнах – понад 100%). Дані, наведені в табл. 2, свідчать про те, що Україна у 2006 р. за рівнем капіталізації (у % до ВВП) поступалася Польщі та Чехії, але випереджувала Угорщину, Словаччину, Румунію, Литву, Латвію та Естонію. В Україні, порівняно з 2000 р., капіталізація ринку цінних паперів зросла у 18,6 разів і досягла 42% ВВП, обсяги торгівлі цінними паперами також зросли у 18,9 раза.

Таблиця 2

Динаміка розподілу національних ринків за рівнем насиченості господарського обороту цінними паперами (капіталізація фондового ринку / ВВП (для внутрішніх емітентів)) у 2006 р., %

10 – 20	20 – 50	50 – 100	100 – 200	>200	>500
Словаччина	Румунія. Латвія. Чехія. Литва. Естонія. Угорщина. Україна	Португалія. Італія. Німеччина. Австрія. Польща. Греція. Ірландія. Бельгія. Данія. Китай. Індія	Росія. Південна Корея. Франція. Іспанія. Нідерланди. Японія. Канада. Фінляндія. США. Велика Британія. Швеція. Тайвань. Люксембург	—	Гонконг

Проблеми порівняння ринку акцій для перехідних ринків ускладнюються тим, що ліквідність ринку акцій низька або він взагалі неліквідний, більшість акцій сконцентровані у великих пакетах, мобільність яких низька, а капіталів – не вистачає. Унаслідок цього загальний обсяг капіталізації не є повністю інформативним показником щодо розміру реальної капіталізації – ліквідної маси акцій, які беруть участь в обігу. За таких умов реальний стан ринку цінних паперів та рівень безпеки фондового ринку можна визначити, аналізуючи разом з обсягом капіталізації обсяг угод з акціями, облігаціями тощо [13], що характеризує фінансову активність у країні.

Середнє співвідношення обсягу торгів акціями на організованому ринку до капіталізації, що є однією з основних характеристик ліквідності ринку, в Російській Федерації [12], Польщі та Угорщині в 2006 році становило 58%, а в Україні – 3,1% [18].

Швидшими темпами зростали також ринки акціонерного капіталу (зокрема, у країнах Південно-Східної Європи і Росії, де капіталізація ринків досягла високого рівня), але ліквідність ринку (вимірювана коефіцієнтом оборотності) в усіх транзитивних країнах є низькою (рисунк).

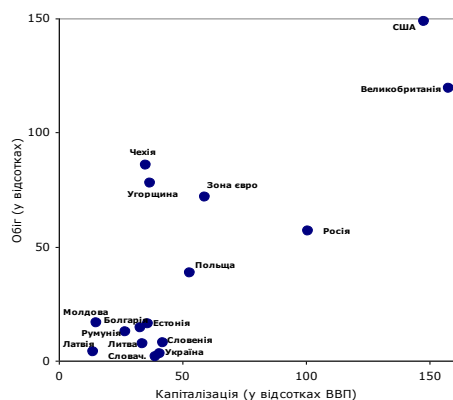


Рис. Обіг і капіталізація ринку акцій, 2006 рік [24]

Крім того, показник частки капіталізації ринку акцій у загальному обсязі ВВП не дає підстав для висновків про загальний розвиток економічної системи. Відношення капіталізації ринку акцій до ВВП може свідчити про національні особливості механізму залучення капіталу. Зокрема цей показник в Англії у 2006 році був набагато вищий (158%), ніж в Німеччині (56%) чи Франції (103%), хоча за таким показником як ВВП на душу населення економіку Німеччини і Франції (35,4 та 36,7 тис. дол. США) не можна вважати менш ефективною, ніж економіку Англії (39,7 тис. дол. США) [25].

Це пов'язано з відмінністю в континентальній та англо-американській моделях фінансового ринку – перша з них орієнтована на банківську систему, друга – на ринок цінних паперів (детальніше відмінності цих моделей розглянуто далі).

Дослідження автора свідчать про поступове зближення континентальної та англо-американської моделей фінансових ринків унаслідок розвитку процесів економічної глобалізації.

В Україні сформувалася специфічна структура акціонерного капіталу, в якій дуже велике значення мають великі і контрольні пакети акцій. Структура власності українських підприємств сформувалася в результаті псевдомасової приватизації і визначається тим, що контрольний пакет акцій у більшості підприємств знаходиться або у засновників, або у осіб, що були керівниками підприємства до приватизації. Така структура є суттєвою перешкодою для створення масового ліквідного ринку акцій.

Аналогічні висновки були зроблені в дослідженні Світовим банком ринків акцій пострадянських держав [17], зокрема відзначено, що реальне значення роздрібних інвесторів на ринку акцій надзвичайно мале. Для цих держав характерною є змішана модель ринку цінних паперів, оптова структура власності з домінуванням великих акціонерів, боргове фінансування і загальний підвищений вплив банків (до 75% від обсягу ринку). Це пояснюється тим, що в Європі в більшості країн з транзитивною економікою ринки цінних паперів створювалися на основі континентальної моделі, в якій основне місце мають банки і боргові цінні папери.

Автори досліджень транзитивних економік [16] дійшли висновку, що в економіках такого типу відзначається тенденція до максимальної концентрації власності на акції, що гальмує розвиток ринків цінних паперів, а ринок облігацій розвивається швидше, ніж ринок акцій.

Домінування великих пакетів акцій можна бачити у всіх країнах з ринками, що формуються. На 68% ринків, що розвиваються, (15 з 22) середня частка капіталу, власником якого є три найбільші компанії, становить 50% від загального обсягу ринку [20]. На ринках економічно розвинених країн в 36% випадків власність на акції розпорошена, в 30% – власником є родина, 18% – держава, і тільки в 16% випадків контроль над пакетами акцій мають великі корпорації [11].

Важливим індикатором розвитку ринку цінних паперів є відношення обсягу угод за корпоративними облігаціями до ВВП. Потрібно також зважати на те, що на ринку цінних паперів однієї країни може випускатися велика кількість корпоративних облігацій, але за допомогою позабіржової торгівлі вони в основному осідають у кінцевих власників, тому обсяг вторинної торгівлі невеликий. В іншій країні може випускатися мало облігацій, але трейдери будуть активно торгувати ними між собою на вторинному ринку. У першому випадку основне значення має такий чинник, як зацікавленість кінцевих власників корпоративними облігаціями; у другому – інший чинник: прагнення розвивати спекуляцію та трейдерство.

Якщо порівняти обсяги випуску і торгівлі корпоративними облігаціями в США і Україні (за даними 2006 р. в США обсяг випуску корпоративних облігацій становив 8,5% ВВП – 1 121,7 млрд дол.; обсяг торгівлі на вторинному ринку – 24,7% ВВП – 13 195 млрд дол.) [26], можна бачити, що обсяг випуску корпоративних облігацій (4,1% ВВП) в Україні лише в 2 рази менший від обсягу випуску в США, але обсяг торгівлі на вторинному ринку (2,2% ВВП) в Україні в 12 разів менший за аналогічним показником у США. Це можна пояснити тим, що ринок корпоративних облігацій виник в Україні тільки у 2001 р., тому надалі можна прогнозувати швидке зростання обсягів торгівлі.

Емісія і розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) спрямовані на покриття частини дефіциту бюджету (не змінюючи при цьому обсяг грошової маси). Однак, якщо відсоткові ставки за такими облігаціями будуть швидко зростати, це може спричинити зростання державного боргу і негативного впливу на ринок корпоративних цінних паперів, що призведе до зменшення інвестицій в корпоративний сектор.

Державні позики можуть витіснити приватних позичальників з фінансового ринку, оскільки зростання вартості позик збільшує видатки приватного сектора і скорочує обсяг приватних інвестицій, у чому виявляється так званий "ефект заміщення" [20].

Підтвердженням цього є практика використання державної позики в Україні, а "традиційно упереджене ставлення до фінансування дефіциту бюджету шляхом емісії змінюється на більш обережне формулювання про проблему вибору між скороченням приватних інвестицій і інфляцією" [3]. Оптимальним рівнем дохідності за ОВДП є 4 – 5% (за офіційними даними травня 2008 р. у США цей показник за період 2 – 3 роки в середньому становить 2,7%; Німеччині – 4,2%; Англії – 5,0; Франції – 4,3; Росії – 6,1; Україні – 7,8%). В Україні цей показник становив у 2005 р. – 7,3%, у 2006 – 9,26%, за даними 2008 р. – 7,8%.

Огляд та узагальнення всіх існуючих підходів до індикаторів, пов'язаних з кількісним вимірюванням фондового ринку, дозволили авторам запропонувати такі індикатори фінансової безпеки фондового ринку України (табл. 3).

Таблиця 3

Індикатори фінансової безпеки фондового ринку України у 2006 році, %

Індикатори	Фактичні значення у 2006 р.	Порогові значення		
		Перший рівень	Другий рівень	Третій рівень
1. Відношення обсягу номінальної капіталізації ринку акцій до ВВП	40,3	100	80	<50
2. Ліквідність організованого ринку акцій (відношення обсягу торгів на організованому ринку до обсягу капіталізації)	3,1	150	100	35
3. Відношення обсягу випуску корпоративних облігацій до ВВП	4,1	8	6	5
4. Відношення обсягу угод на ринку корпоративних облігацій до ВВП	2,2	20	15	10
5. Дохідність облігацій внутрішньої державної позики, %	9,4	5	6	> 10

Отже, проведений аналіз дозволив авторам дійти висновку, що основним з індикаторів фінансової безпеки фондового ринку є його капіталізація (у відсотках до ВВП країни), і саме від рівня капіталізації залежить стабільність і загальна безпека фондового ринку. На думку автора, для України в короткотерміновій перспективі оптимальним значенням цього показника має бути 60%, у середньотерміновій – до 80%; ліквідність ринку акцій має досягти в короткотерміновій перспективі 10 – 15%, у довготерміновій – до 35%; дохідність ОВДП – 5 – 6%, дохідність загального обсягу випуску корпоративних облігацій – 5 – 6%, а ліквідність корпоративних облігацій підвищити до 10%.

Однією з основних причин, що гальмує зростання капіталізації фондового ринку України, є порівняно невелика кількість учасників ринку, високі волатильність і рівень ризиків, а також те, що акції сконцентровано переважно у великих пакетах, що є перешкодою для створення масового ліквідного ринку акцій.

Аналіз причин низької загальної капіталізації українського ринку і можливостей їх усунення є одним з найважливіших завдань економічного розвитку та економічної безпеки країни, що і є предметом подальших досліджень автора.

гових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку. Монографія / І. О. Лютий, Т. В. Грищенко, О. В. Любкіна, С. З. Мошенський. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.

4. Сухоруков А. І. Фінансова безпека держави / А. І. Сухоруков, О. Д. Ладюк. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 192 с.

5. Bonin J. Dealing with Financial Fragility in Transition Economies / J. Bonin, P. Wachtel // http://papers.ssm.com/sol3/papers/SSRN_ID621681_code394079.pdf

6. Григорьев Л. Финансовая система и экономическое развитие / Л. Григорьев, Е. Гурвич, А. Саватюгин // Мировая экономика и междунар. отношения. – 2003. – №7. – С. 62–75.

7. Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. – Wash.: World Bank, Policy Research Working Paper 2047, 1999. – 24 p.

8. Dobrinsky R. Domestic savings and the driving forces of investment in the ECE emerging market economies // United Nations Economic Commission for Europe, Discussion Paper Series. – 2005. – September. – No. 2005.2. – www.unecp.org/oes/disc_papers/ECE_DP_2005-2.pdf.

9. Jondeau E. Asset allocation in transition economies, Notes d'études et de recherche / E. Jondeau, M. Rockinger // Banque de France. – Oct, 2002. – www.banque-france.fr/gb/publications/telnetmot/ner/ner90pdf

10. Захарова И. Фондовые индексы ММББ // Третья ежегодная конференция "Российский рынок коллективных инвестиций". – Ноябрь, 2007. – www.nlu.ru/conf/43.ppt.

11. La Porta R. Corporate Ownership around the World / R. La Porta, Lopez de Silanes E., A. Schleifer // NBER Working paper. – 1998. – Vol. 6625.

12. Медведева М. Б. Биржа в системе коллективных инвестиций // Материалы третьей ежегодной конференции "Российский рынок коллективных инвестиций". – Ноябрь, 2007. – www.nlu.ru/conf/6.ppt.

13. Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 227 с.

14. Godoy S. Growth, initial conditions, law and speed of privatization in transition countries: 11 years later / S. Godoy, J. E. Stiglitz // NBER Working Paper 11992. – Jan. 2006. – www.nber.org/papers/w11992.pdf.

15. Fischer S. The Transition Economies After Ten Years / S. Fischer, R. Sahay // NBER Working Paper 7664. – 2000. – www.nber.org/papers/w7664.pdf.

16. Frydman R. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies / R. Frydman, C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski // New York University Working Paper 9827. – 1997. – <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/WPS1800series/wps1830/wps1830.pdf>.

17. Schleifer A. Survey of Corporate Governance / A. Schleifer, R. A. Vishny // Journal of Finance. – 1997. – Vol. 52.

18. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні // Державне агентство України з інвестицій та інновацій. Розпорядження №976-р 08.11.2007 р. – www.in.gov.ua/index.php?lang=ru&get=55&law_id=28&abc.

19. Социально-экономические показатели; капитализация фондового рынка (млрд дол.) // ИАССЭП. – <http://data.cemr.rssi.ru/isepweb/cokapfr.asp>.

20. Модильяни Ф. Жизненный цикл, личные сбережения и богатство нации // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. Т. 4. В 2 кн. Кн. 1. Всемирное признание. Лекции нобелевских лауреатов. – М.: Мысль, 2004. – 555 с.

21. Данные про объем торгов акциями на ММББ в 2007 году (17.01.2008) // <http://tokfeller.ru/investment/2008/01/17/150221.html>.

22. Рыночная капитализация ценных бумаг на ОАО "Фондовая биржа" Российская Торговая Система для квартальных отчетов эмитентов за 4 квартал 2006 года // www.rts.ru/index.cfm?id=13336.

23. IMF, Global Financial Stability Report. – 2002 & 2007 // www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2003/01/pdf/appendix.pdf & www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf.

24. IMF. Regional Economic Outlook // Europe: Strengthening Financial Systems. – Nov. 2007. www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereo1107.pdf.

25. IMF. World Economic Outlook Database // www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx.

26. Securities Industry and Financial Markets Association, Securities Industry And Financial Markets Global Addendum (2007) // www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf.

27. Federation of European Securities Exchanges, European Securities Exchange Statistics. Table 5: Top 5 Most Traded Shares. – March. 2008 // www.fese.be/en/?inc=art&id=3

Стаття надійшла до редакції
13.10.2008 р.

Література: 1. Барановський О. І. Фінансова безпека: Монографія. Інститут економічного прогнозування. – К.: Фенікс, 1999. – 338 с.

2. Барановський А. Недокапіталізована економіка // Зеркало недели. – 2003. – №42 (467). – 1–7 листопада. – С. 2.

3. Лютий І. О. Ринок бор-