

3. Bodnaryeva, N. "Conceptual framework of state regulation of construction in Ukraine". *Actual problems of the region's economy. Scientific publication* 1.6 (2010): 247–252. Print.
4. Gerasimenko, G. "Assessing the impact of social programs on the dynamics of the birth rate in Ukraine". *Demography and social economy* 1 (13) (2010): 55–61. Print.
5. Grechanyk, V. "Socio-economic problems of building and housing the population of Ukraine". *Materials of the All-Ukrainian scientific-practical conference. TNEU* (2007): 38–41. Print.
6. Svystun, L, and U. Elvich. "Organizational and financial aspects of housing loans for young people". *Economy : Problems of theory and practice. Collection. Science. Works* II.263 (2010): 331-340. Print.
7. Yemets, O. "Evaluating the effectiveness of the use of population the population of the region of state programs provide housing". *Actual problems of the region's economy. Scientific publication* 1.8 (2012): 186–193. Print.
8. "State specialized financial institution State Fund for Youth Housing". Web. <<http://www.molod-kredit.gov.ua/history.php>>.
9. "State specialized financial institution State Fund for Youth Housing". Web. <<http://www.molod-kredit.gov.ua/dostupne-zhitlo/dostupne-zhitlo/statistika>>.
10. Verchovna Rada of Ukraine. "On the financial leasing". 1998. Web. <<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/723/97-вр/print1383471402309852>>.
11. Verchovna Rada of Ukraine. Civil code of Ukraine. 2003. Web. <<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/435-15/print1383471402309852>>.

**Рецензенти:**

**Ткачук І.Г.** – доктор економічних наук, професор, зав. кафедри фінансів ДВНЗ "Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника";

**Криховецька З.М.** – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів ДВНЗ "Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника".

**УДК 336.76(045)**

**ББК 65.262.2**

**Гарбар Ж.В.**

**РОЗВИТОК ФІНАНСОВИХ РИНКІВ У КРАЇНАХ З  
ТРАНСФОРМАЦІЙНОЮ ЕКОНОМІКОЮ**

Київський національний торговельно-  
економічний університет,  
Міністерство освіти і науки України,  
кафедра фінансів,  
02156, м. Київ, вул. Кіото, 19,  
тел.: 0445314741,  
e-mail [knteu@knteu.kiev.ua](mailto:knteu@knteu.kiev.ua)

**Анотація.** У статті досліджено особливості розвитку фінансових ринків країн з трансформаційною економікою, визначено головні напрями змін трансформаційної економіки, розглянуто особливості становлення фінансових ринків країн Центральної Європи – нових членів Європейського Союзу. Проаналізовано структурні, якісні та кількісні зміни, наслідки фінансових реформ, що відбулися в банківському секторі цих країн, та їх значення для фінансової системи в цілому. Наведено особливості функціонування фінансового ринку Росії. Визначено особливості побудови базової моделі функціонування фінансового ринку в Україні.

**Ключові слова:** трансформаційна економіка, фінансова система, фінансовий ринок, банківська система, модель фінансового ринку.

**Annotation:** The paper investigates peculiarities of development of financial markets in countries with economies in transition, identifies the key trends of change in the transforming economy, the peculiarities of the formation of financial markets in new EU Member States of Central Europe. Structural, qualitative and quantitative changes, the effects of financial reforms that have taken place in the banking sector of the above countries, as well as their importance for the financial system as a whole are analysed. Revealed are the peculiarities of functioning of the financial market in Russia. Identified

are structural features of the basic model of functioning of the financial market in Ukraine.

**Keywords:** transformational economy, financial system, financial markets, banking, financial market model.

**Вступ.** Одним із найважливіших факторів економічного стану кожної країни є високий рівень розвитку фінансового ринку. На сучасному етапі українська економіка потребує дієвого механізму залучення інвестицій для подальшого розвитку. Але відсутність системності в проведенні реформ, неузгодженість методів управління й організації діяльності ринкових інститутів, недоліки законодавчого забезпечення негативно впливають на стан фінансового ринку країни.

Важливим для подальшого формування ефективного фінансового ринку України, для визначення його базової моделі функціонування, з провідною роллю банків чи орієнтовану на фондовий ринок, є дослідження досвіду використання механізмів і принципів його організації в країнах з трансформаційною економікою, зокрема, країнах Центральної Європи – членах Європейського Союзу (Угорщина, Польща, Словаччина, Чеська республіка, Румунія, Болгарія) і Східної Європи (Російська Федерація, Білорусь, Молдова).

Теоретичні й практичні аспекти функціонування фінансового ринку висвітлені в працях ряду зарубіжних учених: Д.Бейлі, Л.Зінгалес, Д.Кейнс, Г.Марковіц, А.Маршалл, Ф.Хайек, А.Сміт, Д.Стігліц, Р.Тобін, Д.Хікс, М.Фрідмен, В.Шарп, Й.Шумпетер.

Вагомий внесок у дослідження теоретико-методологічних засад формування структури, механізмів управління і регулювання фінансового ринку зробили такі вітчизняні вчені, як Л.Алексєєнко, В.Базилевич, Г.Балаянт, О.Василик, З.Ватаманюк, А.Гальчинський, В.Геєць, О.Іваницька, Т.Ковальчук, Ю.Лисенков, З.Луцишин, І.Лютий, В.Міщенко, О.Мозговий, А.Мороз, С.Науменкова, М.Савлук, А.Федоренко, А.Філіпенко, І.Школьник та інші.

Проте розвиток глобалізаційних процесів, динамічність економічних відносин, як внутрішніх, так і зовнішніх, зумовлюють необхідність подальшого вивчення особливостей формування фінансового ринку, системи його регулювання в країнах з економікою трансформаційного типу.

**Постановка завдання.** Метою статті є дослідження основних аспектів становлення фінансових ринків країн Центральної і Східної Європи, визначення особливостей побудови базової моделі, проблем функціонування фінансового ринку в Україні й формування можливих напрямів його вдосконалення.

**Результати.** Наприкінці ХХ століття розпочалися якісні зміни у всіх сферах діяльності країн колишнього Радянського Союзу й колишніх соціалістичних країн Центральної і Східної Європи – трансформація економічної системи.

Трансформація (від лат. *transformatio* – змінювати) у Великій економічній енциклопедії визначена як «взаємодія різних процесів та явищ у сфері економіки, політики й іншого, які в результаті забезпечують формування нової якості соціальної системи в цілому» [4, с.681]. Саме такі процеси притаманні періоду переходу від адміністративної системи регулювання економіки до ринкової системи [2, с.7–11].

До головних напрямів змін трансформаційної економіки відносять:

- суверенізацію національної економіки;
- формування багатокладної економіки, у якій оптимально взаємодіють різноманітні форми власності та підприємництва;
- структурну перебудову економіки з метою досягнення інноваційного типу економічного розвитку;
- становлення конкурентоспроможного національного товарного виробництва й цивілізованих ринкових відносин;
- досягнення та підтримку сталої й динамічної рівноваги національної економіки;

- гуманізацію та соціалізацію економічних процесів, які загалом пов'язані з формуванням людини-особистості, пріоритетним розвитком соціальної сфери порівняно з матеріальною;
- екологізацію економіки, поступовий вихід на рубежі простого й розширеного природно-екологічного відновлення;
- інституціоналізацію як процес формування необхідних для економічних перетворень інститутів, перш за все, громадянського суспільства;
- лібералізацію і демократизацію економічного життя з метою створення сприятливих умов для ефективного вільного підприємництва й праці;
- формування системи регіональних і муніципальних економічних утворень, що самофінансуються та є невід'ємними складовими національної економіки;
- поступове відкриття національної економіки, її органічне включення в процеси глобалізації, інтеграції та диференціації, розширення ефективних зовнішньоекономічних зв'язків;
- становлення сучасного типу триєдиного економічного регулювання (ринкового, державного й громадянського) [3, с.48–49].

Значний науковий інтерес має дослідження фінансових ринків країн Центральної Європи – нових членів Європейського Союзу – Угорщини, Польщі, Словаччини, Чеської республіки, Румунії, Болгарії, економіка більшості з них успішно розвивається на основі ринкової відкритості, фінансової лібералізації, міжнародної й регіональної економічної інтеграції.

У 90-ті роки минулого століття в країнах Центральної Європи було проведено ряд структурних реформ, що сприяло формуванню ефективних фінансових ринків і, відповідно, зростанню та раціональному розміщенню інвестицій у розвиток реального сектору економіки.

Перший крок у цьому процесі – приватизація, найбільш поширеною формою якої була програма рівного доступу до власності за допомогою ваучерів, що передбачала створення інститутів-посередників для представлення інтересів власників на конкретних підприємствах.

Здійснення приватизації в різних країнах Центральної Європи відрізнялося використанням методів та інструментів, порядком формування і правами приватизаційних фондів:

- у Польщі проводилися підготовчі приватизаційні заходи щодо підготовки підприємств і створення ряду інвестиційних посередників, сформованих спостережними радами, обраними урядом;
- в Угорщині переважало залучення іноземних інвестицій;
- у Чехії й Словаччині було створено приватні фонди для одержання від населення ваучерів в обмін на акції фондів;
- у Румунії акції фондів розподілялися між громадянами без проведення аукціонів [5; 8].

Основною зміною цього періоду було впровадження дворівневої банківської системи й формування політики фінансової лібералізації, тобто усунення обмежень стосовно інвестиційних процесів. Дворівнева банківська система була створена шляхом відділення комерційних функцій від центральних банків і розподілом їх між комерційними банками (табл. 1).

**Передумови розвитку банківських систем у країнах Центральної Європи**

<b>Показник</b>	<b>Угорщина</b>	<b>Польща</b>	<b>ЧСФР</b>	<b>Болгарія</b>	<b>Румунія</b>
Дата переходу на дворівневу банківську систему	Січень 1987	Січень 1988	Січень 1989	Січень 1990	Грудень 1990
Кількість державних комерційних банків	4	9	2	59	4
Кількість приватних або іноземних комерційних банків	2	5	0	0	2
Кількість спеціалізованих банків	10	1	1	8	2
Кількість спеціалізованих банків з обміну валюти	1	3	2	1	1
Кількість ощадних банків	1	1	2	1	1
Частка всіх спеціалізованих банків у загальній вартості активів (%)	47,7	79,1	32,2	54,0	52,3
Частка всіх комерційних банків у загальній вартості активів (%)	35,0	8,5	67,8	25,5	18,2
Частка депозитів в ощадних банках у загальній вартості депозитів (%)	52,5	12,1	52,3	46,2	80,8
Частка непродуктивних кредитів у загальній вартості всіх кредитів (%)	50,0	40,0	55,0	44,2	36,6
Вартість ліквідації непродуктивних кредитів (% до ВВП)	5,4	6,5	5,6	17,7	22,9
Реальна процентна ставка в 1990 р.	1,9	-44,4	-32,6	-35,5	-96,8
Рівень інфляції в 1990 р. (%)	33,4	250,0	16,6	64,0	150,1

Джерело: [6].

Проведення фінансової лібералізації сприяло входженню іноземних банків до фінансових систем країн Центральної Європи, що сприяло підвищенню доступності кредитів, зростанню конкуренції і можливості щодо використання вільних коштів (табл. 2). При цьому значно зменшилася частка активів державних банків.

Подальший період розвитку фінансових ринків країн Центральної Європи відмічається значним зростанням ефективності функціонування фінансових посередників, поширенням глобалізаційних, інтеграційних і лібералізаційних процесів.

Фінансові ринки країн Центральної і Східної Європи побудовані за банківсько-орієнтованою моделлю, оскільки банки як фінансові інститути існували за часів командно-адміністративної системи управління економікою, крім того, формування такої моделі фінансового ринку сприяє адаптації національного законодавства до директив Європейського Союзу щодо фінансового ринку. Наприклад, на банківську систему Польщі припадає 86% фінансових активів, Чехії – 85%, Словенії – 78% [7].

Відмінності в рівні й темпах розвитку фінансових ринків країн з трансформаційною економікою спричинені особливостями початкових умов їх формування в кожній країні, зовнішніми й внутрішніми чинниками впливу на вибір стратегічного напрямку розвитку.

Таблиця 2

**Структурні показники банківського сектору країн Центральної Європи**

Країна	Загальна кількість банківських установ		Кількість іноземних банків		Частка державних банків у загальній вартості активів (%)		Частка іноземних банків у загальній вартості активів (%)	
	1996	2009	1996	2009	1996	2009	1996	2009
Болгарія	49	30	3	22	82,2	21,0	29,3	84
Естонія	15	17	4	14	6,6	0,0	1,6	98,3
Латвія	34	27	18	18	6,9	17,1	51,5	69,3
Литва	12	17	3	5	54	0,0	28,0	91,5
Польща	81	67	28	57	51,6	22,1	16,0	72,3
Румунія	31	31	10	25	80,9	7,9	10,7	84,3
Словаччина	29	26	14	13	54,2	0,9	12,7	91,6
Словенія	36	25	4	11	40,7	16,7	5,3	29,5
Угорщина	42	38	26	23	15,3	3,9	46,2	81,3
Чехія	53	37	3	15	69,9	2,4	19,0	84,8

Джерело: [6].

Розвиток фінансових ринків країн Центральної Європи з 2000 року пройшов два етапи: докризовий, який характеризується інтенсивним розвитком, і посткризовий, період спаду (табл. 3).

Таблиця 3

**Розвиток фінансових ринків країн Центральної Європи у 2007–2012 роки**

Країна	Ринкова капіталізація лістингових компаній (млн. дол. США)					
	2000	2007	2009	2010	2011	2012
Болгарія	617	21793	7103	7276	8253	6666
Естонія	1846	6037	2654	2260	1611	2332
Латвія	563	3111	1823	1251	1076	1115
Литва	1588	10134	4476	5661	4075	3964
Польща	31279	207322	135777	190234	138246	177729
Румунія	1069	44925	30324	32385	21197	15925
Словаччина	2547	28963	4672	4150	4736	4611
Словенія	2547	28963	11766	9428	6326	6475
Угорщина	12021	47651	28288	27708	18773	21080
Чехія	11002	73420	52688	43056	38352	37163

Джерело: побудовано автором за даними бази Світового банку.

Аналіз ринкової капіталізації країн Центральної Європи виявив, що в докризовий період значення цього показника зросло в декілька разів. У 2007 році найбільшого його значення досягла Польща – 207 322 млн дол. США, Чехія – 73 420 млн дол. США, Угорщина – 47 651 млн дол. США, Румунія – 44 925 млн дол. США, найменше значення в Латвії – 3 111 млн дол. США. Велика частина компаній цих країн отримали крос-лістинг на міжнародних фондових біржах.

Унаслідок фінансової кризи ринкова капіталізація досліджуваних країн знизилась у декілька разів. Починаючи з 2010 року, розпочалося зростання цього показника, проте у 2012 році жодна країна не досягла значення 2007 року.

Я.Белінська зазначає, що після вступу країн Центральної Європи до ЄС відбулися вагомі зміни фінансових ринків:

- у структурі власності – до іноземних інвесторів перейшла чимала частка банківської системи, інвестиційних фондів і страхових компаній;
- зросла роль великих банків, стратегія яких суттєво впливає на подальший розвиток банківського сегмента фінансового ринку;
- посилення конкуренції на національних ринках банківських послуг, що сприяє впровадженню інновацій, поширенню нових банківських послуг;
- зростання ролі прямих іноземних інвестицій як джерела фінансування економічного розвитку країни;
- підвищення необхідності вдосконалення нагляду за ринком капіталу та розвитку інформаційної бази [1].

Із країн пострадянського простору найбільшим є фінансовий ринок Росії. Російський фінансовий ринок характеризується ознаками, типовими для ринків, які розвиваються:

- висока волатильність, різкі цінові коливання;
- порівняно низька капіталізація ринку, зумовлена незначною часткою зареєстрованих цінних паперів у вільному обігу;
- низький рівень розвитку сегмента похідних фінансових інструментів;
- недостатність законодавчого забезпечення, пов'язаного, зокрема, з функціонуванням ринку цінних паперів;
- нерівномірність регіонального розвитку;
- низька інформаційна прозорість і високі політичні ризики;
- сильна залежність динаміки російського фінансового ринку від цін на енергоносії і сировинні ресурси;
- низький рівень професійної підготовки учасників ринку, відсутність досвіду вирішення поточних і стратегічних завдань;
- невисокий ступінь інтеграції у світову фінансову систему, багато сегментів російського ринку залишаються недоступними для іноземних інвесторів.

За підсумками 2012 року темп зростання вартісного обсягу фінансового ринку поступився темпу зростання номінального валового внутрішнього продукту (табл. 4).

Таблиця 4

**Структура російського ринку капіталу у 2003 – 2012 роках, млрд руб.**

Сегмент	Роки									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Банківські кредити нефінансовим організаціям і населенню (заборгованість)	2 675	3 886	5 453	8 031	12 287	16 527	16 115	18 148	23 266	27 387
2. Недержавні цінні папери (обсяг в обігу)	7 123	8 459	15 939	28 784	37 111	16 748	29 486	37 434	33 759	34 052
2.1. Банківські боргові цінні папери, крім облігацій (обсяг випущених)	616	609	676	840	856	772	769	811	866	1 325

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2.2. Капіталізація ринку акцій	5 807	6 867	13 549	25 315	32 617	11 017	23 091	30 189	25 708	24 051
2.3. Корпоративні облігації, що обертаються на внутрішньому ринку	160	263	481	906	1 272	1 815	2 569	2 965	3 437	4 057
2.4. Корпоративні єврооблігації в млрд дол. США	378	628	1 167	1 663	2 315	3 049	3 006	3 416	3 716	4 587
2.5. Небанківські векселі резидентів (крім держорганів), ураховані банками	163	91	65	61	51	94	52	53	33	33
3. Державні цінні папери (обсяг в обігу, за номіналом)	1 692	1 894	2 020	2 051	2 092	2 330	2 743	3 491	4 209	4 622
3.1. Державні (федеральні) облігації в рублях	315	558	722	876	1 047	1 144	1 470	2 054	2 893	3 200
3.2. Державні (федеральні) валютні облігації	1 267	1 179	1 111	969	812	867	847	982	940	1 076
3.3. Облігації суб'єктів РФ і муніципальних утворень у рублях і в іноземній валюті	111	158	187	207	233	318	426	454	375	346
Усього по ринку капіталу	11 490	14 239	23 412	38 865	51 490	35 604	48 344	59 072	61 234	66 061
Відношення обсягу ринку капіталу до ВВП, %	87	84	108	144	155	86	125	131	112	108

Джерело: побудовано автором за даними бази Банку Росії.

У результаті співвідношення сукупного обсягу фінансового ринку й ВВП у Росії зменшилося до 108% на кінець 2012 року проти 112% на кінець 2011 року. Капіталізація ринку акцій скоротилася на 8 процентних пунктів, до 39%, обсяг цінних паперів, що перебувають в обігу, збільшився на 2 процентних пункти, до 24%, заборгованість нефінансових організацій і фізичних осіб за банківськими кредитами також збільшилася на 2 процентних пункти і досягла 45%.

Динаміка цінових індикаторів фінансового ринку у 2012 році була нерівномірною. У січні-лютому й першій половині березня 2012 року при збільшенні обсягів ліквідних коштів російських банків ставки грошового ринку були нижчі від рівня, що спостерігався в останні місяці 2011 року. Із середини березня кон'юнктура основних сегментів російського фінансового ринку стала погіршуватися під впливом зниження цін на світовому ринку нафти й нестабільності на світовому фінансовому ринку. Обсяг ліквідних коштів російських банків зменшився, процентні ставки на грошовому ринку підвищилися. Скоротився попит інвесторів на пайові й боргові цінні папери, їх котирування знизилися.

На наявність проблем, пов'язаних зі зростанням державного втручання у фондовий ринок Росії, указують дані рейтингу глобальної конкурентоспроможності Всесвітнього

економічного форуму. За критеріями рівня розвитку фінансової системи, надійності банків й ефективності регулювання фондових бірж у рейтингах за 2012–2013 роки Росія зайняла відповідно 130, 132 і 114 місця із 144 країн, що брали участь у рейтингу Всесвітнього економічного форуму. При цьому позиції Росії за показниками рівня розвитку фінансової системи й надійності банків погіршилися в порівнянні з попереднім роком. Таким чином, модель посилення ролі держави в регулюванні й розвитку російського фінансового ринку поки не знаходить прихильників серед глобальних і внутрішніх інвесторів.

На сучасному етапі розвитку модель фінансового ринку України є моделлю, наближеною до банкоцентричної, оскільки основним джерелом для розширеного відтворення в реальному секторі економіки, крім власних коштів суб'єктів господарювання, є кредити банків. Така модель передбачає, що юридичні та фізичні особи передоручають банківським установам прийняття рішень про інвестування коштів. Банки здійснюють кредитні операції та є основними покупцями акцій та облігацій підприємств. Структура фінансових активів на таких ринках більш консервативна.

Слід відмітити, що наразі фінансовий ринок України відзначається великими обсягами й високою динамікою розвитку. Проте залишаються невирішеними ряд важливих проблем, зокрема: створення єдиного національного депозитарію, підготовка спеціалістів високої кваліфікації фінансового спрямування, формування якісного інформаційного забезпечення тощо.

**Висновки.** Проведені дослідження виявили, що особливістю фінансових ринків країн Центральної і Східної Європи в останні роки є значний розвиток фінансових послуг, у той самий час потребує подальшого розширення сфера діяльності небанківських фінансових посередників, фондових ринків, формування сприятливого податкового клімату для учасників ринків із метою збільшення обсягів інвестицій, удосконалення державного нормативно-правового регулювання та підвищення рівня прозорості, капіталізації й ліквідності фінансових ринків.

1. Белінська Я. Структурні диспропорції ринку капіталу в країнах з трансформаційною економікою / Я. Белінська // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка / Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К., 2009. – Вип. № 116. – С. 12–14.
2. Беляев О. О. Держава і перехідна економіка: механізм взаємодії : монографія / О. О. Беляев, А. С. Бебело, О. М. Комяков – К. : КНЕУ, 2003. – 190 с.
3. Міжнародна економіка : підручник/ [Білоцерківець В. В., Завгородня О. О., Лебедева В. К. та ін.] ; за ред. А. О. Задої, В. М. Тарасевича. – К. : Центр учбової л-ри, 2012. – 416 с.
4. Большая экономическая энциклопедия. – М. : Эксмо, 2008. – 816 с.
5. Голубцова О. А. Проблеми реформування банківської системи країн Центральної та Східної Європи в процесі інтеграції до ЄС / О. А. Голубцова // Збірник наукових праць “Міжнародна економіка”. – К. : Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2002. – Вип. 3. – С. 55–64.
6. Касіян Є. В. Особливості розвитку банківського сектору країн Центральної та Східної Європи у перехідний період / Є. В. Касіян // Бізнес Інформ. – 2012. – № 10. – С. 221–226.
7. Карлін М. І. Фінанси України та сусідніх держав : навч. посібн. / М. І. Карлін. – К. : Знання, 2007. – 589 с.
8. Котляров С. Л. Фондові ринки країн, що розвиваються, в умовах інтернаціоналізації та глобалізації / С. Л. Котляров // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 1–2. – С. 7–18.

#### References

1. Belinska, Y. “Structural Imbalances of the Capital Market in Countries with Transformational Economies” *Bulletin of Kyiv National University named after Taras Shevchenko* 116 (2009): 12–14. Print.
2. Bieliayev, O. *State and Transitional Economy: the Mechanism of Interaction: Monograph*. Kyiv: KNEU, 2003. Print.
3. Bilotserkivets, V., O. Zavorodnia, and V. Lebedieva. *International Economics: Textbook*. Kyiv: Centre of Teaching Literature, 2012. Print.
4. *The Big Economic Encyclopedia*. Moscow: Eksmo, 2008. Print.

5. Holubtsova, O. "Problems of Reformation of the Banking System of Countries in Central and Eastern Europe in the Course of Their EU-Integration". *Collection of Scientific Papers "International Economics"* 31 (2002): 55–64. Print.
6. Kasiyan, Y. "Peculiarities of Banking Industry Development in Countries of Central and Eastern Europe during a Transition Period". *Business Inform* 10 (2012): 221–226. Print.
7. Karlin, M. *Finance of Ukraine and its Neighbouring States : Instructional Aid*. Kyiv: Znannia, 2007. Print.
8. Kotliarov, S. "Stock Markets of Developing Economies under Internationalisation and Globalisation Conditions". *Securities Market of Ukraine* 1-2 (2004): 7–18. Print.

**Рецензенти:**

**Денисюк О.М.** – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансового контролю і аналізу Вінницького торговельно-економічного інституту КНТЕУ;

**Нікітішин А.О.** – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів Вінницького торговельно-економічного інституту КНТЕУ.