

К.В. Тимонькіна (Інститут світової економіки та міжнародних відносин
Національної академії наук України, м. Київ, Україна)

ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ КЛЮЧОВИХ ХАРАКТЕРИСТИК МОДЕЛЕЙ ФОНДОВОГО РИНКУ

У статті проведено порівняльний аналіз англо-американської та рейнської моделей фондового ринку в сучасних умовах. За ключовими характеристиками детально досліджено основні відмінності моделей фондового ринку у розвинутих країнах, на базі проведеного аналізу запропоновано шляхи вдосконалення системи регулювання фондового ринку України.

Ключові слова: англо-американська модель, рейнська модель, фондовий ринок, форма акціонерного капіталу, стандарти нагляду та захисту інвесторів, державне регулювання фондового ринку.

Табл. 1. Літ. 10.

К.В. Тимонькина (Институт мировой экономики и международных отношений
Национальной академии наук Украины, г. Киев, Украина)

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КЛЮЧЕВЫХ ХАРАКТЕРИСТИК МОДЕЛЕЙ ФОНДОВОГО РЫНКА

В статье проведен сравнительный анализ англо-американской и рейнской моделей фондового рынка в современных условиях. По ключевым характеристикам детально исследованы основные отличия моделей фондового рынка в развитых странах и предложены пути совершенствования системы регулирования фондового рынка Украины.

Ключевые слова: англо-американская модель, рейнская модель, фондовый рынок, форма акционерного капитала, стандарты надзора и защиты инвесторов, государственное регулирование фондового рынка.

K.V. Tymonkina (Institute of World Economy and International Relations,
National Academy of Sciences of Ukraine, Kyiv, Ukraine)

COMPARATIVE ANALYSIS OF KEY FEATURES OF STOCK MARKET MODELS

The article carries out the comparative analysis of the Anglo-American and the Rhine models of stock market under current conditions. By their key features major differences between the models of stock market in the developed countries are studied; the ways to improve the regulation system for the Ukrainian stock market are offered.

Keywords: the Anglo-American model; the Rhine model; stock market; form of equity; standards of supervision and investors' protection; state regulation of the stock market.

Постановка проблеми. Незважаючи на те, що в Україні поступово будується цивілізована інфраструктура фондового ринку, за всю історію його існування інституційний аспект регулювання так і не був належний чином опрацьований. Зокрема, досі відсутня чітка стратегія взаємодії органів державного регулювання щодо фондового ринку; структура інститутів та органів регулювання недостатньо розроблена, а функції між ними нечітко розподілені [9]. Ці чинники призводять до постійних конфліктів інтересів державних органів регулювання та стримують розвиток фондового ринку.

Актуальними залишаються питання адаптації міжнародного досвіду до вітчизняних умов перехідного етапу економічного розвитку. Тому при обґрун-

туванні пропозицій щодо вдосконалення системи регулювання фондового ринку України зарубіжний досвід може бути досить корисним.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У контексті порівняльного аналізу сучасних моделей фондового ринку новизною проблеми пояснюється значним чином обмежена кількість публікацій, присвячених досліджуваній проблематиці.

Останнім часом експерти приділяють значну увагу вивченню та застосуванню міжнародного досвіду побудови ефективного механізму регулювання фондового ринку. Дані питання вивчаються у працях вітчизняних та зарубіжних аналітиків, серед яких — Е. Астанін [1], А. Дементьєва [2], О. Іваницька [3], Я. Міркін [4], А. Назаренко [5], Н. Розанова [5], В. Салахутдінов [1], А. Скоробогатов [6], Дж. Стігліц [7], І. Шкодіна [9], Ю. Щедрін [10] та інші.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Незважаючи на те, що проблема вибору відповідної моделі фондового ринку постійно дискутується в сучасній науковій літературі, питання моделювання ефективної структури регулювання фондового ринку вивчено недостатньо. Не досліджується можливість урахування міжнародного досвіду у формуванні дієвих механізмів регулювання фондового ринку України.

Метою дослідження є аналіз основних відмінностей і спільних характеристик англо-американської та рейнської моделей фондового ринку. Розгляд проблеми під таким кутом надасть можливість окреслити шляхи вдосконалення фондового ринку в Україні з урахуванням набутого досвіду розвинутих країн.

Основні результати дослідження. У кожній країні застосовуються свої моделі ринку і стратегії його регулювання, які визначаються концепцією ринку, його зрілістю, а також історичними та культурними традиціями [5]. При цьому усе розмаїття ринкових економік прагне до біполяризації, поділу на два основних типи: англо-американський і рейнський, які різняться за ключовими характеристиками (табл. 1).

Отже, англо-американська модель ринку заснована на дерегулюванні, що веде до збільшення частки ринку, максимізації прибутків у короткостроковій перспективі й формування індивідуалістичної ідеології. Рейнська модель має на меті збільшення участі держави в регулюванні економіки, підвищення рівня соціальної захищеності, а також впровадження практики довгострокової кооперації на всіх рівнях [4].

Рейнська модель передбачає панування на фондовому ринку комерційних банків (Німеччина, Японія, Франція). Англо-американська модель обмежує участь банків на фондовому ринку та передбачає активну роль небанківських фінансово-кредитних інститутів (США, Велика Британія).

Відповідно до першої моделі, наголос робиться на залученні населення до інвестування накопичених засобів безпосередньо на ринках капіталу, згідно з другою — на банківській системі.

Для України характерна змішана модель ринку, що передбачає використання елементів як англо-американської, так і рейнської моделей. Узагалі, для всіх ринків, що формуються, в основному характерна висока концентрація в структурі власності та в структурі ринку. Тому на них переважають власники

великих пакетів акцій. У свою чергу, банки на ринках з інсайдерською моделлю капіталу є основними учасниками фондового ринку. Спільною рисою таких фондових ринків є також дворівнева система регулювання, що передбачає наявність на ринку саморегульованих організацій, але їх участь у процесі регулювання дуже обмежена. Держава відіграє ключову роль на зазначених фондових ринках.

Таблиця 1. Порівняльна характеристика моделей фондового ринку, авторська розробка

	Англо-американська модель	Рейнська модель
Характерні ознаки моделі	<ul style="list-style-type: none"> - фондовий ринок – основне джерело інвестиційного капіталу; - ринок акцій – значущий і найактивніший сегмент фондового ринку; - високий рівень подрібненості акціонерного капіталу, частка власності держави є низкою, ніж у численних індивідуальних інвесторів; - високий рівень відкритості ринку, вільний доступ іноземних емітентів, інвесторів і фінансових посередників. 	<ul style="list-style-type: none"> - банківські інструменти – основне джерело інвестиційного капіталу; - боргові інструменти – найактивніший і значущий сегмент фондового ринку; - високий рівень концентрації акціонерного капіталу у власності середніх та великих акціонерів, широка практика перехресного володіння акціями; - великим об'ємом у структурі власності компаній володіють банки, а також інші промислові компанії, пов'язані з компаніями, акціями яких вони володіють, не лише стосунками власності, але й діловими інтересами; - інсайдерська структура акціонерного капіталу обумовлює незначний вплив ворожих поглинань на систему корпоративного управління.
Переваги моделі	<ul style="list-style-type: none"> - високий рівень мобілізації фінансових накопичень через фондовий ринок, легкість і швидкість їх обігу між компаніями та секторами; - інвестори орієнтовані на пошук галузей, що забезпечують високий рівень доходу, готові до підвищених ризиків, що стимулює компанії до інновацій, пошуку перспективних напрямів розвитку, підтримує їх конкурентоспроможність; - легкість «входу» і «виходу» на ринок для інвесторів; - висока інформаційна прозорість компаній. 	<ul style="list-style-type: none"> - нижча порівняно з англо-американською моделлю вартість залучення капіталу; - орієнтація інвесторів на довгостроковий розвиток; - високий рівень стійкості компаній; - вищий ступінь кореляції між фундаментальною вартістю компанії і вартістю її акцій.
Недоліки моделі	<ul style="list-style-type: none"> - висока вартість залученого капіталу; - орієнтація менеджменту переважно на короткострокові цілі через намагання уникати кроків, що можуть призвести до зниження курсової вартості акцій; - завищені вимоги до прибутковості інвестиційних проєктів; - значні спотворення реальної вартості активів фондовим ринком, висока небезпека переоцінки активів; - завищений рівень винагороди вищого менеджменту. 	<ul style="list-style-type: none"> - складніший порівняно з англо-американською моделлю «вхід» і «вихід» на ринок для інвесторів; - низький рівень інформаційної прозорості компаній; - недостатня увага до прав меншоритарних акціонерів.

Мінімальні стандарти нагляду й захисту інвесторів у сфері операцій з цінними паперами у країнах з англо-американською та рейнською моделями розвитку ринку досить різні [1]. Але при цьому у них є дещо спільне. Наприклад, сукупність усіх регулятивних заходів може бути зведена до двох основних підходів у державному регулюванні: рестрикційного й стимулюючого.

Рестрикційне державне регулювання фондового ринку — це система взаємопов'язаних методів, спрямованих на впорядкування процесу здійснення операцій на основі обов'язкових вимог і правил. Недотримання останніх призводить до тієї чи іншої міри відповідальності.

Стимулююче державне регулювання включає в себе методи активізації певних процесів. Наприклад, просвітницька діяльність серед населення з питань фондового ринку сприяє зростанню довіри до ринку та створює передумови для збільшення інвестицій у реальний сектор економіки.

Ставлення до цих підходів в альтернативних англо-американській та рейнській моделях розвитку ринку значно різняться.

Найбільш розвинутою у світі національною системою регулювання фондового ринку вважається англо-американська модель США. Вона ґрунтується переважно на рестрикційному підході до державного регулювання.

У структурному плані принципова особливість системи регулювання США полягає в тому, що вона покладається на самоорганізацію ринку. При цьому органи державного регулювання виконують досить обмежені функції. Рівноправною складовою регулювання в США є саморегулюючі організації. У межах самоконтролю вони встановлюють власні правила дисциплінарного покарання для своїх членів.

У рейнській моделі регулювання фондового ринку державні патерналістські засади є ще більш помітними. Зокрема, у законодавстві Німеччини, яке можна розглядати як найяскравіший приклад реалізації рейнської моделі, неодноразово підкреслюється, що критерієм державного регулювання є ступінь реалізації принципу захисту прав інвесторів.

Повноваження держави у Німеччині з початку XX ст. широко використовуються з метою узгодження біржової системи із суспільними інтересами. І хоча державний нагляд у Німеччині є передусім засобом контролю, а не управління, відомо багато випадків, коли держава відігравала досить активну роль при захисті як фінансових інтересів акціонерів, так і інтересів національного корпоративного бізнесу.

Рестрикційне регулювання у німецькому законодавстві в цілому є жорсткішим за американське. Показовою у цьому випадку є історія прийняття на початку 1990-х років законодавства щодо протидії інсайдерській торгівлі. Це було однією з умов приєднання Німеччини до ЄС, але не характерним для існуючої на той час моделі німецького права. Практика довела, що система, яка існувала раніше, діяла досить ефективно, але під тиском ззовні в Німеччині було створено спеціальне потужне законодавство американського зразка.

Сьогодні щодо інсайдерів німецьке законодавство більш жорстке порівняно з американським. Заборона на торгівлю з використанням інсайдерської інформації накладається не лише на первинних інсайдерів — осіб, що мають

доступ до такої інформації, але й на вторинних — осіб, які отримали цю інформацію від третіх осіб.

Також моделі регулювання фондового ринку різняться за формою акціонерного капіталу. Для англо-американської моделі характерна аутсайдерська модель акціонерного капіталу. Історично режим адміністративного і правового регулювання для цієї моделі розроблявся з урахуванням того, що акціонерний капітал компанії розпорошений серед великої кількості інвесторів, які діють ізольовано один від одного і потребують надійної й адекватної інформації для ухвалення правильних інвестиційних рішень. Було розроблено детальні правила забезпечення інвесторів якнайповнішою інформацією та забезпечено рівне становище інвесторів щодо доступу до неї. До того ж, не допускаються ситуації, коли окремі групи акціонерів обмінюються між собою внутрішньо-корпоративною інформацією і спільно використовують її, не допускаючи до неї інших інвесторів.

Аутсайдерську систему ринку можна охарактеризувати як таку, що заснована на розкритті інформації. Ця модель більшою мірою сприяє динамічному зростанню фінансових ринків, оскільки забезпечує високу доступність інформації про діяльність компанії і підвищену увагу до інтересів акціонерів [7].

Характерними рисами аутсайдерської моделі є:

- дисперсне володіння акціями;
- визнання пріоритетності інтересів акціонерів у законодавстві про компанії;
- особливий акцент на захисті міноритарних акціонерів у нормативних актах про компанії та цінні папери;
- порівняно жорсткі вимоги до розкриття компаніями своєї інформації.

Для рейнської моделі характерна інсайдерська система акціонерного капіталу. Її першою рисою є концентрований характер власності [2]. Фінансові інститути за цієї моделі регулювання контролюють 60–70% акцій компаній.

Банки одночасно є акціонерами, кредиторами суспільства і довіреними особами інших акціонерів, вони займаються розміщенням цінних паперів, наданням брокерських і консультаційних послуг при одержанні корпораціями небанківських, зарубіжних і урядових позик.

Це обумовлює активну участь банків у радах директорів компаній. У сукупності банки можуть концентрувати різними способами більше 75% усіх голосів на загальних зборах акціонерів. Така позиція банків демонструє високу залежність компаній від банківського капіталу і кредитування, а також свідчить про високий коефіцієнт заборгованості до розміру власного капіталу. Використання позикового капіталу пов'язане з великим розвитком у Європі ринку облігацій, у тому числі акціонерних товариств, яким цей інструмент не властивий іманентно.

Інсайдерські моделі акціонерного капіталу зазвичай формуються навколо головного банку і мають постійний характер. Фондовий ринок при цьому відіграє набагато меншу роль. Порівняно з ринковоорієнтованими системами корпоративного контролю, які жорстко вимагають публічного розкриття корпоративної інформації, інсайдерські моделі схильні до вибіркового обміну ін-

формацією між інвесторами. Такий конфіденційний обмін є типовим для взаємодії банків зі своїми позичальниками.

Законодавство встановлює досить м'які вимоги щодо надання компаніями інформації про свою діяльність. Так, японські банки не зобов'язані публікувати дані про належні їм пакети акцій, якщо ті не перевищують 25% сукупного капіталу корпорації. Законодавство толерантне також до груп акціонерів, які здійснюють спільний контроль над компанією, часто ігноруючи при цьому інтереси дрібних інвесторів.

Основні недоліки цієї моделі пов'язані з банківською діяльністю: банки прагнуть сформувати в акціонерному секторі систему, яка орієнтована більшою мірою на банки, ніж на ринок. Як кредитори вони частіше підтримують інвестиційні програми, у яких концепція безпеки капіталовкладень переважає над концепцією прибутковості. Нарешті, той факт, що менеджерів може контролювати порівняно мала група інвесторів, не обов'язково означає, що інсайдери здатні сформувати й реалізувати найкращу корпоративну політику. Необхідність примирення інтересів різних груп акціонерів іноді призводить до труднощів при виборі й постановці довгострокових цілей компанії або виливається у формулювання приватних цілей, які суперечать одна одній.

Ступінь державного втручання, структура органів регулювання та розподіл повноважень між ними також відрізняються і залежать від тієї чи іншої моделі ринку, прийнятої в даній країні [6]. Країни з активною формою фондового ринку активно використовують концепцію делегування повноважень саморегульованим організаціям (США). А от у країнах з високою активністю банків на фондовому ринку важелі регулювання фондового ринку сконцентровані у державних органах (Німеччина, Франція).

Але, незалежно від моделі ринку, у світовій практиці у сфері регулювання фондового ринку ефективним виявилось існування незалежного органу регулювання. У більшості країн таким органом є абсолютно незалежний державний орган (наприклад, Комісія з цінних паперів і бірж у США) або установа, що підконтрольна іншому державному органу, зокрема міністерству економіки та фінансів (наприклад, Комісія з біржових операцій у Франції).

Характерною тенденцією останніх десятиліть є активний процес реформування інфраструктури регулювання фінансового ринку шляхом об'єднання органів регулювання фінансового ринку. Так, у деяких країнах у відповідь на консолідацію фінансового сектору було реформовано систему регулювання. Ці заходи полягали в тому, що замість низки регулятивних установ, які займалися моніторингом різних фінансових інститутів і здійснювали контроль за ними, створений єдиний регулятор, що реалізує комплексний контроль за всією фінансовою системою.

У країнах, де було створено єдиний регулятор, відбулася інтеграція фінансових ринків, утворилися універсальні фінансові комплекси, контроль над якими раціональніше здійснювати з єдиного центру. У США, де з історичних причин та з урахуванням масштабів країни існує велика кількість органів регулювання (лише банківських не менше трьох) і де саме через це рівень концентрації є нижчим, а ступінь інтеграції різних установ значно меншим, про створення єдиного органу регулювання поки що не йдеться.

Основна причина переходу країн до системи мегарегулювання полягає в тому, що розмежування банківських операцій і операцій небанківських інститутів стають дедалі менш помітними. Сьогодні, в результаті ліберальних реформ, ці інститути пропонують схожі продукти.

Наприклад, у Великій Британії декілька десятиліть тому навіть найбільші британські фінансові інститути зазвичай мали ліцензію лише на один вид діяльності, сьогодні ж кількість компаній, які здійснюють усі види фінансових операцій, різко збільшилася. Це викликає труднощі регулювання на функціональному рівні, оскільки підхід до регулювання за функціональною ознакою більше не відповідає структурі ринків і компаній, що здійснюють діяльність на ньому.

Таким чином, вихід з такої ситуації країни знаходять у відмові від регулювання за функціональним принципом, переходячи до системи мегарегуляторів. При цьому мегарегулятор, зазвичай усередині, будується за секторальним принципом, з виділенням у своїй структурі провідних регуляторів, на яких покладається відповідальність за конкретні фінансові конгломерати (банки, страхування, цінні папери тощо).

Слід зазначити, що існують декілька моделей регулювання фондових ринків. Відмінність між моделями залежить від цілей держави, які визначають стратегічний напрям розвитку фондового ринку. У кожній країні вони можуть бути абсолютно різними й вибиратися з урахуванням індивідуальних історичних, національних і культурних традицій тієї чи іншої країни. Однак основна мета політики розвитку держави має полягати у формуванні такої інституційної інфраструктури регулювання, яка здатна не лише розробити й впровадити ефективну систему прав власності, а й забезпечити її надійне функціонування.

Що стосується України, то для неї характерна секторальна модель державних органів, у якій кожний сектор фінансового ринку регулюється окремим державним органом регулювання. Але слід зазначити, що така модель регулювання потребує якісної та чіткої взаємодії між органами регулювання, чого сьогодні в Україні, власне, немає.

Взагалі рівень розвитку фондового ринку України значно відстає від рівня розвитку як у розвинутих країнах, так і в країнах з перехідною економікою. Фондовий ринок України не здатний ефективно акумулювати й перерозподіляти інвестиційні капітали між різними сферами економіки, оскільки не відповідає її потребам [10]. Через нерозвинутість фондового ринку стримується потік інвестицій, необхідних для ефективної розбудови економіки та підвищення конкурентоспроможності реального сектору [3; 8].

В Україні формується власна модель регулювання фондового ринку, яка багато в чому базується на деяких складових моделей регулювання в розвинутих країнах. Причому не завжди запозичення відповідають вітчизняним умовам та економіко-правовій сфері, тому є базою для суперечностей. Узагалі це основна проблема багатьох країн з перехідними економіками – переймати досвід розвинутих країн, не оцінюючи його критично. Таким чином, на ринки автоматично переносяться всі форми і методи регулювання, які діють в індустриально розвинутих країнах. Слід підкреслити, що не можна сліпо копіювати

цей досвід, незважаючи на те, що їхні ринки є успішними. Для подальшої розбудови українського фондового ринку слід надати перевагу вивченню рейнської системи регулювання як найбільш близької до вітчизняних умов.

Однак не слід забувати, що фондовий ринок України вже почав формуватися за своїми власними законами. При аналізі зарубіжних моделей регулювання фондового ринку зверталася увага на те, що вітчизняний фондовий ринок має безліч характерних особливостей, і тому система регулювання в Україні завжди буде індивідуальною.

Основний негативний вплив на розвиток вітчизняного фондового ринку справляє відсутність ефективної системи державного регулювання. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку має низький рівень операційної та інституційної незалежності, існують проблеми з фінансовим і кадровим забезпеченням, негнучкою організаційною структурою, можливістю політичного впливу на прийняття рішень.

У зв'язку з тим, що для України характерна секторальна модель регулювання фінансового ринку, особливо важливою є тісна співпраця органів регулювання кожного із секторів. Але сьогодні комунікативні відносини між відповідними органами мають, скоріше, формальний характер.

Висновки. Враховуючи вищезазначене, варто підкреслити, що на сьогодні існує нагальна необхідність у практичному вдосконаленні скоординованої політики фінансового сектору України. Вирішити проблему можна шляхом створення єдиного органу регулювання і контролю за діяльністю учасників фінансового ринку (крім банківського) шляхом об'єднання існуючих регуляторів Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку та Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг.

Зазначена пропозиція відображає новітні тенденції у зміні концептуального підходу до регулювання й контролю за поведінкою учасників на фінансових ринках, які останнім часом демонструють розвинені демократичні держави.

По-перше, очевидно, що відбувається відмова від «секторального» регулювання, яке передбачає визначення чітких меж функціонування різних сегментів фінансових ринків (страхового, цінних паперів, колективного інвестування) із закріпленням за кожним таким сегментом свого особистого регулятора і свого масиву правових актів. Визнано, що будь-які фінансові послуги у своїй основі мають одну і ту ж ідею залучення чужих грошових коштів й управління ними з метою надання матеріальних вигод як інвестору так і керівнику. У цьому сенсі будь-яка фінансова послуга є послугою з індивідуального або колективного інвестування.

По-друге, причиною об'єднання органів в єдиний регулятор є необхідність зняття відомчих бар'єрів регулювання і контролю, що є дуже актуальним для України, враховуючи умови сучасної політики держави. Об'єднання регуляторів надасть можливість збалансованого розвитку всіх секторів фінансового ринку. До того часу, поки сектор страхових послуг регулюється і контролюється одним органом, а сектор, наприклад, послуг інвестиційних фондів — іншим, на збалансований їхній розвиток очікувати не варто. Це також особливо актуально для України, де існує очевидний дисбаланс у регулюванні фінансового ринку.

По-третє, концептуальний підхід полягає у фінансуванні діяльності державних органів. Новий регулятор здійснює діяльність на принципах паритетності фінансування за рахунок засобів федерального бюджету та за рахунок внесків учасників фінансових ринків.

Принципово важливим є те, що запропоновані заходи не потребують повної перебудови всієї існуючої системи регулювання фінансових ринків і не призведуть до необхідності змін всього масиву законодавства, яке існує в цій сфері. Єдиний орган регулювання фінансового ринку (крім банківського) може використовувати вже існуючу законодавчу та нормативну базу, поступово узгоджуючи її з потребами розвитку фінансових ринків.

Такий підхід забезпечує неможливість навіть тимчасової дезорганізації ринку, виникнення «юридичного хаосу» і втрати орієнтирів учасниками ринку у зв'язку з реформуванням системи регулювання фінансового ринку.

Крім того, новий орган нестиме відповідальність за розробку політики регулювання всього фінансового сектору, впровадить консолідований нагляд та уніфікований підхід до регулювання фінансових установ, спростить і зменшить об'єм звітності, створить єдину базу фінансових установ, а також буде ефективніше використовувати фінансові і людські ресурси, що безумовно позитивно вплине на стан фінансового ринку та економічного середовища взагалі.

1. Астанин Э.В., Салахутдинов В.Н. Надзор за рынком ценных бумаг. Зарубежный опыт // Рынок ценных бумаг.— 2003.— №6. — С. 51—57.

2. Дементьева А.Г. Инсайдерская модель корпоративного управления: современные особенности и тенденции развития // Менеджмент сегодня.— 2010.— №6. — С. 20—27.

3. Іваницька О.М. Концептуальний підхід щодо регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні // www.nbuv.gov.ua.

4. Миркин Я. Как структура собственности определяет фондовый рынок? // Рынок ценных бумаг.— 2000.— №1. — С. 18—23.

5. Розанова Н., Назаренко А. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в моделях перекрывающихся поколений // Вопросы экономики.— 2007.— №4. — С. 60—69.

6. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики // Вопросы экономики.— 2009.— №12. — С. 80—97.

7. Стиглиц Дж. Quis custodiet ipsos custodes? Неудачи корпоративного управления при переходе к рынку // Экономическая наука современной России.— 2001.— №4. — С. 108—146.

8. Украинский фондовый рынок не является источником финансов из-за низких ликвидности и оборотов // Banki.ua: Інформаційний портал // www.comrealty.biz.

9. Шкодін І.В. Формування моделі фондового ринку України // Технический прогресс и эффективность производства: Вестник Харьковского государственного политехнического университета. — Вып. 94. — Харьков: ХГПУ, 2000.— С. 21—25.

10. Шедрин Ю. Фондовый рынок Украины. Проблемы и перспективы развития // Відкриті очі: Інформаційний портал // www.vidkryti-ochi.org.ua.

Стаття надійшла до редакції 13.10.2011.