

УДК 338.124.4

О. А. Кириченко,
 д. е. н., професор, головний науковий консультант,
 Інститут законодавства Верховної Ради України
 І. А. Белоусова,
 к. е. н., доцент, Народний депутат України
 В. Д. Кудрицький,
 аспірант, Інститут законодавства Верховної Ради України

ДЕРЖАВА НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ПОДОЛАННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Стаття присвячена проблемам діяльності держави на ринку цінних паперів в умовах глобальної фінансової кризи. Досліджено сутність державних цінних паперів та роль держави у вирішенні складних питань фінансування економіки в умовах фінансової кризи.

The article is sanctified to the problems of activity of the state at the market of equities in the conditions of global financial crisis. Essence of state securities and role of the state are investigational in decided stumbers of financing of economy in the conditions of financial crisis.

Ключові слова: державні цінні папери, боргові зобов'язання, державні облигації, процентна ставка по цінним паперам, облигації внутрішніх державних позик.

Key words: state securities, state bonds, interest rate for to securities, bond of internal state loans.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

У 2008 році Україна потрапила в десятку країн з найбільш високим ступенем фінансового ризику в світі. Основними причинами вразливості української економіки є наступні: великий дефіцит рахунку поточних операцій; тягар зовнішнього боргу; слабкість банківського сектора.

У 2009 році очікується збільшення дефіциту рахунку поточних операцій до \$24 млрд, що становить 10% від прогнозованого ВВП. Такі обсяги потребуватимуть зовнішнього фінансування. Близько \$10 млрд цього дефіциту рахунку поточних операцій пояснюються імовірним підвищенням цін на імпортований газ.

Одним з найчастіше використовуваних інвесторами показників дефолтного ризику облигацій є премія по кредитному дефолтному свопу (КДС). КДС — це договір, подібний до страхового, який передбачає компенсацію збитків по облигаціях у разі невиконання емітентом своїх зобов'язань. Покупець КДС страховки платить страхову премію в обмін на компенсацію збитків у разі дефолту. Ринок КДС був створений у 1994 році і сьогодні він оцінюється в \$45 трильйонів. Дослідження показали, що премії КДС визначають ризик дефолту раніше, ніж облигаційні спреди або рейтинги: це найкращий передвісник дефолтів і відповідно ризиків, що насуваються. Премія КДС по п'ятирічних облигаціях, випущених урядами країн, що розвиваються, на даний момент перебуває в діапазоні від 50 до 200 базисних пунктів на рік.

За останні два роки загальний зовнішній борг зростав на 45% на рік і досяг \$100 млрд. Зовнішній борг приватного сектора виріс до \$85 млрд, з яких \$29 млрд становить короткостроковий борг (класифікований по первинному

терміну погашення). На даний момент зовнішній борг України перевищує середній показник по країнах в аналогічній кредитно-рейтинговій категорії: при 60% ВВП співвідношення зовнішнього боргу до ВВП в Україні перевищує середній показник в 40% для країн з аналогічним рейтингом. При 120% надходжень по поточному рахунку співвідношення зовнішнього боргу до надходжень по поточному рахунку в Україні також перевищує середній показник в 84% для країн з аналогічним рейтингом.

Уразливість України пояснюється необхідністю погашення великого короткострокового боргу, високим дефіцитом рахунку поточних операцій, швидким зростанням споживчого кредитування і великими зобов'язаннями банків у іноземній валюті.

Такі ризики розкрилися в підвищенні премій по КДС в Україні з 250 до 600 базисних пунктів з середини 2007 року — більше, ніж в інших країнах. Крім того, надходження портфельного капіталу в Україну зменшилося з 8\$3,3 млрд у першій половині 2007 році до \$350 млн в аналогічному періоді 2008 році. Частково в результаті цього індекс ПФТС знизився на 65% з початку року (станом на 19 вересня 2008 р.), що є одним з найбільш сильних падінь у світі. В цих умовах неймовірно зростає роль держави в регулюванні ринкових процесів, особливо на фондовому ринку. Цим зумовлена актуальність і мета дослідження.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Питання ролі й місця держави на фінансовому ринку України є малодослідженим. Хоч з цього питання є достатньо публікацій таких відомих вчених, як: Азаров М.Я.,

Геєць В.М., Данилишин Б.М., Василик О.Д., Корнєв В. В., Мозговий О.М. та ін. — вона залишається поза межами методології науки.

Мета статті полягає в розкритті суті, ролі й місця держави в формуванні ефективного ринку цінних паперів.

ОСНОВНІ РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Українська національна економічна система, що досить інтегрована у світове господарство, не могла залишитися осторонь світових процесів. І порушення макростабільності на зовнішніх ринках мало знайти відгук у внутрішніх процесах в Україні.

Світова фінансова криза 2007—2008 років, як і будь-яка інша, проходить кілька хвиль у своєму розвитку. Дві попередні ми пережили досить упевнено, хоча й не без помилок.

Перша хвиля поширилась у 2007 році, коли на світових фондових ринках відбулося перше падіння фондових індексів провідних банків та фінансових компаній. За таких обставин спекулятивний капітал, що шукає стабільні ринки з найвищими прибутками, перейшов із ринків розвинених країн до країн з економіками, що розвиваються, які продовжували демонструвати високі темпи зростання та прибутковості. За оцінками фінансових експертів, співвідношення ризику та прибутковості в таких країнах було досить привабливим. Як наслідок, у 2007 році фондові ринки таких країн продемонстрували зростання. Китай і Україна стали лідерами такого зростання.

Так само значними були обсяги припливу кредитів. За 2007 рік українська економіка запозичила 24,3 млрд дол. США середньо- та довготермінових кредитів.

Друга хвиля стартувала на початку 2008 року, коли падіння фондових ринків світу зумовило переорієнтацію фінансових потоків з одних активів у інші, зокрема сировинні та енергетичні. Ці активи стали більш привабливими, що одразу стимулювало істотне зростання цін на сировинні ресурси. За підсумками січня-липня, ціна на метал у середньому у восьми регіонах світу зросла майже на 81%, вартість нафти марки Brent — на 32%. До моменту, коли з'явилися перші позитивні прогнози щодо світового валового збору зернових у 2008/2009 маркетинговому році, за 2007/2008 маркетинговий рік ціни на пшеницю (США, FOB) зросли в середньому на 79%.

Наслідками для економіки України є наступні.

Посилення загального інфляційного фону. Інфляційна спіраль, розкручена у 2007 році, мала продовження і в 2008-му. Нестабільність політична не могла не позначитися на економічній площині. За підсумками восьми місяців, ціни виробників промислової продукції зросли на 36,5%. Лідерами зростання стали такі галузі, як добування корисних копалин (крім паливно-енергетичних) — 70,4%, металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів — 68,1, виробництво коксу — 64,3, хімічне виробництво — 55,9%. Тобто всі галузі, які орієнтовані на зовнішні ринки або, відповідно до особливостей виробничого процесу, обслуговують експорторієнтовані виробництва.

Третю хвилю світової кризи ми спостерігаємо тепер.

Наслідками цього етапу світової фінансової кризи стала серія банкрутств провідних світових фінансових компаній та поширення фінансової кризи на реальний сектор світового господарства, падіння попиту на світових ринках

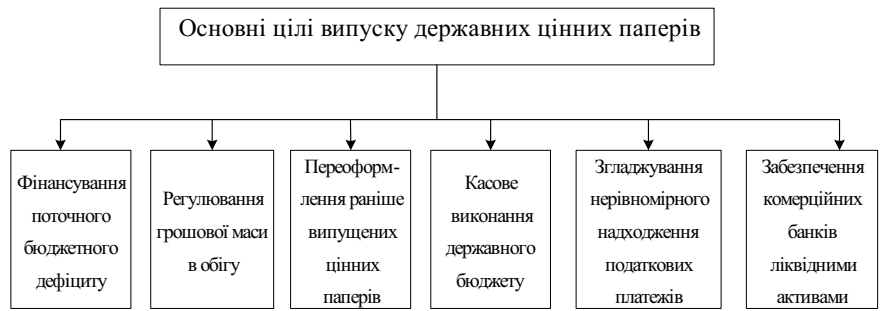


Рис. 1. Основні цілі випуску державою цінних паперів

та, як результат, обвал цін на сировинних ринках, стагнація провідних економічних систем.

Третя хвиля світової фінансової кризи примусила уряди провідних країн переглянути свою політику щодо фінансових ринків. Зокрема, уряди США, Великобританії, Німеччини, Росії, країн Бенілюксу тощо прийняли рішення про державну підтримку окремих фінансових установ, які переживають фінансові труднощі.

Того ж очікують інвестори і від Уряду України. Але проблеми, які у США та інших розвинених країнах призвели до іпотечної і фінансової криз, та проблеми, які можуть сформувати негативні тенденції в розвитку економіки України, істотно різняться.

Для прийняття рішень, які, справді, дозволять пом'якшити вплив світової кризи на економіку України, необхідно проаналізувати, через які канали найбільш відчутним може бути цей вплив. Наразі фондовий канал впливу світової фінансової кризи на Україну буде насправді найбільш відчутним.

Провідним емітентом на ринках боргових цінних паперів у багатьох країнах світу є держава. У більшості країн держава випускає боргові зобов'язання, щоб забезпечити фінансування різниці між податковими надходженнями, поточними витратами та іноді профінансувати деякі непередбачені поточні витрати.

Під державними цінними паперами (public sector securities) розуміють папери, які емітують уряд і його центральні установи, а також урядові органи нижчих рівнів. Основними типами державних цінних паперів є різні види облігацій, казначейські векселі та ноти.

Випускаючи цінні папери, держава дбає про цілу низку цілей, головні з яких показано на рис. 1.

Фінансування поточного бюджетного дефіциту

Для досягнення своїх цілей держава здійснює витрати з державного бюджету. З огляду на різноманітні обставини бюджет часто зводиться з дефіцитом, тобто видатки перевищують доходи. З метою залучення коштів на покриття дефіциту випускаються цінні папери.

Регулювання грошової маси в обігу. Випуск державних цінних паперів є інструментом для зменшення маси грошей в обігу; скупка державою своїх боргових зобов'язань означає збільшення грошової маси.

Переоформлення раніше випущених цінних паперів. Можлива ситуація, коли держава бажає відкласти платежі по своїх цінних паперах, строк викупу яких уже настав. Тоді вона обмінює ці папери на нові чи випускає інші цінні папери, кошти від реалізації яких спрямовуються на погашення раніше випущених.

Касове виконання державного бюджету. Передбачає використання короткострокових цінних паперів для того, щоб в межах одного бюджетного року ліквідувати короткостроковий розрив між доходами та видатками.

Згладжування нерівномірного надходження податко-

Таблиця 1. Основні порівняльні характеристики державних цінних паперів

| Ринкові цінні папери | Неринкові цінні папери |
|---|--|
| інтенсивно та стабільно продаються і купуються; мають найбільшу ліквідність з усіх інших цінних паперів; мають найбільшу надійність з усіх інших цінних паперів; дають право власнику на податкові пільги і на можливість використання їх як застави; розміщуються переважно на аукціонах; становлять основну частку державного боргу; | розміщуються переважно серед індивідуальних інвесторів; мають високу ліквідність і надійність; не підлягають передачі й не можуть використовуватися як застава; дають право власнику на податкові пільги; |

вих платежів. У деяких випадках розрив між доходами та видатками бюджету зумовлений незбалансованістю надходжень податкових платежів. Випуск державних цінних паперів може усунути цю причину.

Забезпечення комерційних банків ліквідними активами. Розміщуючи свої активи у державних цінних паперах, комерційні банки отримують не лише високоліквідний, а й безризиковий товар.

Державні цінні папери класифікуються: на ринкові, тобто ті, що вільно обертаються на ринку; неринкові, які не переходять від одного власника до іншого.

Основні порівняльні характеристики державних ринкових і неринкових цінних паперів наведено в табл. 1.

Державні ринкові цінні папери поділяються (за терміном обігу):

- на короткострокові, що обертаються до 1 року;
- середньострокові — до 10 років;
- довгострокові — понад 10 років.

Державні ринкові цінні папери можуть мати похідні — так звані "стріпи" — від американського терміна "stripped treasury securities". Суть їх полягає у тому, що під ті державні цінні папери, які є власністю інституціональних інвесторів, останні випускають власні папери, забезпечені майбутніми доходами від державних боргових зобов'язань.

Класифікація державних неринкових цінних паперів показана на рис. 2.

Ощадні облигації. Призначені винятково для громадян, котрі використовують їх, як правило, для збереження і нагромадження власних коштів.

Облігації пенсійних фондів та індивідуальні пенсійні облигації. Призначені для пенсійного забезпечення громадян. Для осіб, що зайняті індивідуальною трудовою діяльністю, кошти на придбання таких облигацій виключаються із сум, які обкладаються податком.

Податково-депозитні сертифікати. Підтверджують внесок юридичними та фізичними особами коштів у рахунок майбутніх податкових платежів. Залежно від терміну, на який депонуються кошти, а також від кон'юнктури ринку власники отримують на ці папери різні відсотки: найбільші, коли кошти використовуються для сплати податків, найменші — коли сертифікат погашається до терміну сплати податків.

Цінні папери, що розміщуються центральним урядом у регіонах. Місцеві органи влади мають можливість випустити власні цінні папери. Але не всі кошти, отримані від їх розміщення (а також з інших джерел фінансування доходів місцевого бюджету), можуть бути використані негайно.

Тимчасово вільні кошти можуть вкладатися в державні облигації, що приносять, окрім того, вищі доходи, ніж місцеві цінні папери.

Цінні папери, що розміщуються за кордоном. Держава розміщує цінні папери за кордоном для того, щоб залучити кошти приватних чи інституціональних іноземних інвесторів. У деяких випадках ці папери можуть вільно обертатися, тобто бути ринковими.

Боргові сертифікати. За формою та умовами реалізації подібні до контрактів на одержання кредиту, але мають самостійну вартість і можуть (з деякими обмеженнями) бути продані власником іншим особам.

Облігації урядових установ випускаються урядовими установами для залучення коштів у окремі галузі народного господарства. Вони вважаються високодохідними, оскільки передбачається, що уряд гарантуватиме виконання таких зобов'язань.

Як правило, першим серед великих ринків боргових зобов'язань з'являється ринок державних облигацій. У багатьох країнах держава має найбільшу кількість випущених облигацій. Ціна державних облигацій служить базою для визначення ціни боргових зобов'язань інших позичальників, які мають кредитний ризик.

Досвід США свідчить, що підйом ринку боргових зобов'язань розпочався після випуску облигацій для фінансування участі США у Першій світовій війні. Люди, які за інших обставин не купували б фінансові цінні папери, купували ці облигації з патріотичних міркувань. Позитивний досвід, отриманий від операцій з цими цінними паперами, заохотив людей вкладати кошти у корпоративні цінні папери. Це забезпечило ліквідність ринку корпоративних цінних паперів і дало можливість суттєво розширити ці ринки у подальшому.

Проте, не можна стверджувати, що держава, яка здійснює консервативну фіскальну політику, не може сприяти виникненню міцного ринку боргових зобов'язань. Приклад Гонконгу свідчить, що це не обов'язково так. Зрештою, для розвитку ринку має значення загальний борг, а не чиста боргова позиція держави.

Крім забезпечення витрат бюджету, державні цінні папери мають обіг серед широкого загалу інвесторів і в усьому світі є не лише надійним та ліквідним фінансовим інструментом для диверсифікації вкладень, а й визначальним орієнтиром (еталоном) для встановлення дохідності за корпоративними запозиченнями. Наприклад, Гонконг розробив орієнтовну криву дохідності цінних паперів біржі, знаходження від яких використовуються здебільшого для інвестування на міжнародних ринках, а не на фінансуванні державних витрат.

Якщо уряд ставить перед собою мету сприяти створенню міцного ринку боргових зобов'язань, він повинен прагнути розробити орієнтовну криву дохідності, яка може служити безризиковим орієнтиром для визначення ціни інших цінних паперів. Це означає прийняття зобов'язання здійснювати програму регулярних випусків цінних паперів з відповідними термінами погашення — як правило, три місяці, шість місяців, один рік, три роки, п'ять років і, зрештою, десять років. З самого початку потрібно визнати, що мета створення міцного ринку боргових зобов'язань може конфліктувати з метою мінімізації вартості державних запозичень.

Вирішальне значення має визначення процентної ставки за державними облигаціями саме ринком, а не адміністративними засобами. Якщо держава намагається маніпулювати ринком боргових зобов'язань, щоб скоротити вартість державних запозичень, то буде втрачена важлива інформація, а це може призвести до викривлень у розміщенні капіталу. Це означає, що держава не повинна вимагати від певних установ утримувати свої боргові зобов'язання або створювати спеціальний режим оподаткування державних боргових зобов'язань, відмінний від режиму оподаткування інших цінних паперів. Тут знову спостерігається природне протиріччя між сприянням створенню міцного ринку боргових зобов'язань та мінімізацією вартості державних запозичень.

Загалом прискоренню процесу визначення ціни сприяє поєднання конкурентних аукціонів щодо розміщення нових випусків з розміщенням через мережу первинних дилерів, які виступають у ролі андеррайтерів. Рекомендується запрошувати іноземні компанії виступити у ролі первинних дилерів на тих самих засадах, що і національні компанії. Це може сприяти прискореному запровадженню найбільш ефективної практики світового рівня на внутрішніх ринках боргових зобов'язань та доступу національних позичальників до довгострокових іноземних джерел фінансування. До первинних дилерів повинна бути висунута вимога формувати ринок випущених цінних паперів шляхом постійного котирування ціни покупця та продавця та бути готовими купувати чи продавати їх за заявленими цінами.

Хоча природними клієнтами держави, готовими придбати більш довгострокові цінні папери, стануть установи, які мають більш довгострокові пасиви, такі розміщення не сприятимуть розвитку ліквідного вторинного ринку, оскільки ці установи, як правило, купують цінні папери і тримають їх до остання терміну погашення. Тому важливо залучити інших інвесторів, які були б зорієнтовані на торговельні операції. Наприклад, слід залучати взаємні фонди до участі у роботі ринку.

Облігації внутрішніх державних (ОВДП) та місцевих позик. З макроекономічної точки зору ринок державних боргових зобов'язань має виконувати декілька функцій, зокрема: фінансування дефіциту бюджету, регулювання обсягу грошей в обігу, ефективного розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів.

На українському ринку цінних паперів держава представлена облигаціями внутрішніх державних та місцевих позик. Обсяги випуску ОВДП зростали до кризи 1998 року, після тенденція змінилась на протилежну (табл. 2).

Місцеві позики були здійснені містами Києвом, Харковом, Дніпропетровськом, Черкасами, Запоріжжям та іншими великими містами. До 1998 року випуски облигацій місцевої позики не підлягали реєстрації в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Але після того як відповідно до Указу Президента України "Про впорядкування внутрішніх та зовнішніх запозичень, що провадяться органами місцевого самоврядування" від 18 червня 1998 року № 655/98 ДКЦПФР було надано відповідні повноваження, вона затвердила "Положення про порядок випуску облигацій внутрішніх місцевих позик", яким встановлювався порядок реєстрації випуску облигацій та інформації про їх випуск у ДКЦПФР, порядок подання звіту про результати розміщення випуску облигацій, звіту про погашення облигацій та касаування реєстрації випуску цих облигацій.



Рис. 2. Класифікація державних неринкових цінних паперів

Роль державних цінних паперів у розвитку фондового ринку України недостатня. Як засвідчив іноземний досвід, державні боргові зобов'язання відігравали суттєву роль у становленні фондових ринків. За останніми даними, у США на операції з державними цінними паперами (казначейськими зобов'язаннями) припадає більше половини загального обсягу торгів, в той час як в Україні цей показник становить лише 8,5 %.

Операції держави на внутрішньому ринку скорочуються, а натомість збільшуються обсяги залучення коштів на зовнішніх ринках капіталу, зокрема емітованих державою євробондів.

Потягом останніх років боргова політика уряду була спрямована на активізацію операцій з розміщення євробондів на зовнішніх ринках при відносному скороченні обсягів запозичень на внутрішньому ринку. Переорієнтація уряду на відносно дешеві зовнішні джерела фінансування дефіциту бюджету призводить до стримування розвитку національного фондового ринку та зменшує можливості використання Національним банком України державних цінних паперів у якості інструмента рефінансування комерційних банків.

Відсутність розвинутого ринку державних цінних паперів позбавляє інституційних інвесторів надійного напрямку вкладення накопичених ресурсів, адже саме державні облигації як найменш ризиковані фінансові інструменти становлять основу фондових ринків більшості країн.

За реальної ревальвації гривні така політика уряду дійсно має переваги, оскільки дає можливість заощаджувати бюджетні ресурси, призначені для здійснення виплат по зовнішнім зобов'язанням. Проте визначення основною метою Національного банку забезпечення внутрішньої стабільності гривні (перехід до таргетування інфляції) передбачає поступовий перехід до плаваючого обмінного курсу гривні до іноземних валют. За таких умов зростає потреба у розширенні спектра та збільшенні обсягів інших інструментів грошово-кредитної політики, зокрема й державних боргових зобов'язань.

Надаючи додатковий імпульс розвитку власне фондового ринку, збільшення обсягу операцій держави як емітента цінних паперів дозволить Національному банку України розширити використання цього інструмента грошово-кредитної політики, який використовується для підтримки ліквідності банківської системи. Крім цього, наявність на ринку достатньої кількості цінних паперів з мінімальним ризиком формуватиме цінові орієнтири для учасників ринку, сприяючи тим самим його стабільності. Це також надасть інституційним інвесторам, зокрема недержавним

пенсійним фондам, додаткові можливості вкладення залучених коштів у високоліквідні та надійні цінні папери.

Підвищенню ліквідності ринку державних боргових зобов'язань сприятиме запровадження інституту уповноважених осіб, що підтримуватимуть двосторонні котирування облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) на вторинному ринку. За рахунок цього потенційні інвестори матимуть можливість у будь-який момент як придбати у необхідній кількості ОВДП, так і продати їх за стабільними цінами, управляючи за рахунок цього власною ліквідністю.

ВИСНОВКИ

Дефіцит рахунку поточних операцій є основною змінною, яка не повинна виходити з-під контролю, навіть якщо його спричинено перевитратою приватного сектора і держава має збалансований фіскальний бюджет.

Структура великих надходжень капіталу в країну — співвідношення між короткостроковими і прямими або довгостроковими інвестиціями — дуже впливає на уразливість країни.

Спосіб використання іноземних інвестицій (у споживчих або продуктивних цілях) має велике значення для стабільності економіки.

Використання фіксованих або жорстко прив'язаних валютних курсів як інструмент стабілізації несе в собі внутрішню небезпеку. Складно здійснити "м'яку посадку".

Недоліки банківського сектора країни можуть підвищити ризик проблемного кредитування, що може поглибити кризу.

Можливість виникнення фінансової кризи можна спрогнозувати шляхом аналізу розбалансування основних економічних взаємозв'язків. Але точний час, глибину і поширення кризи передбачити складно.

Якщо в країні починається фінансова криза, єдиним способом повернути довіру є жорстка фіскальна, грошова і економічна політика, підкріплена значними зовнішніми фінансовими ресурсами.

Банки країни повинні розробити плани екстреного фінансування, в яких будуть визначені можливості використання різних джерел фінансування і розроблені необхідні надзвичайні заходи зі швидкого забезпечення такого фінансування.

Необхідно розглянути доцільність створення державної компанії з повернення активів (на кшталт американського трастового фонду RTC) для купівлі та розв'язання проблеми деякої частини поганих активів банків.

Необхідно упровадити всебічну програму економічних реформ для поліпшення інвестиційного клімату України і відновлення зростання.

Зважаючи на ризики виникнення фінансової нестабільності, доцільно переглянути проект бюджету на 2009 рік, збільшивши обсяги капітальних видатків, у тому числі будівельних, не посилюючи при цьому дефіциту. Також важливо передбачити створення Стабілізаційного фонду, кошти якого спрямовуватимуться на забезпечення всіх гарантійних зобов'язань держави, що посилять довіру до намірів уряду проводити виважену та збалансовану бюджетну політику.

Література:

1. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30.10.1996 № 448/96-ВР: <http://rada.gov.ua>

Таблиця 2. Результати аукціонів з розміщення облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку

| Рік | Сума коштів, залучених до бюджету, млрд грн. | Дохідність (середньозважена), % |
|------|--|---------------------------------|
| 2000 | 1,9 | 20,49 |
| 2001 | 1,20 | 15,68 |
| 2002 | 2,9 | 10,81 |
| 2003 | 1,2 | 9,75 |
| 2004 | 2,2 | 11,24 |
| 2005 | 7,2 | 7,2 |
| 2006 | 1,6 | 9,26 |
| 2007 | 3,6 | 6,71 |

Джерело: Бюлетень НБУ

2. Закон України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні від 10.12.1997 №710/97: <http://rada.gov.ua>

3. Закон України "Про приватизаційні папери" від 06.03.1992 № 2173-XII: <http://rada.gov.ua>

4. Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" від 18.06.1991 № 1201-XII // <http://rada.gov.ua>

5. Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: пер. с англ. / Под общ. ред. В. Лукашевича. — М., СПб.: Профико; Мосинбанк; ЛО СП "Автокомп", 1994. — 496 с.

6. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги: пер. с англ. — Питер, 2000. — 749 с.

7. Лысенков Ю.М., Рымарук А.И., Педь И.В. Фондовый рынок: Терминологический словарь-справочник. — К.: Диалог-прес, 1997.

8. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 432 с.

9. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995. — 234 с.

10. Мишкін Ф. Економіка грошей банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишина, А. Стасишина, Г. Стеблія. — К.: Основи, 1998. — 564 с.

11. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / За ред. О.І. Кіреєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. — 132 с.

12. Рынок ценных бумаг: учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. — М.: Финансы и статистика, 2001. — 329 с.

13. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 221 с.

14. Тьюлз Р.Дж. и др. Фондовый рынок: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 543 с.

15. Фондовый рынок: учебн. пособие / Н.И.Берзон, Е.А. Буянова, М.А. Кожевников, А.В. Чаленко. — М.: Вита-Пресс, 1998. — 354 с.

16. Шарп У.Ф. и др. Инвестиции: учебник / Под ред. У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж.В. Бэйли. — М.: ИНФРА-М, 2001. — 376 с.

17. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги: пер. с англ. — Питер, 2000. — 749 с.

18. Данилишин Б. Світова фінансова криза — тест для України: www.news.finance.ua 2008|10|17

19. Світова фінансова криза і можливі наслідки для України: www.ua.glavred.info 2008|10|03

Стаття надійшла до редакції 25.06.2010 р.