

Лідія Олегівна ЄМЕЛЬЯНОВА

кандидат економічних наук,
доцент кафедри міжнародного економічного аналізу і фінансів,
Львівський національний університет імені Івана Франка
E-mail: emeljanova2003@yahoo.ca

АНАЛІЗ РІВНЯ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ В КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ

Ємельянова, Л. О. Аналіз рівня розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи [Текст] / Лідія Олегівна Ємельянова // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2015. – Том 22. – № 1. – С. 108-116. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. Роль фондового ринку в економіці країн важко недооцінити. Саме фондовий ринок є тим механізмом, завдяки якому заощадження перетворюються в інвестиції, забезпечуючи тим самим можливість для довгострокового економічного зростання. Проте виконання фондовим ринком цієї основної покладеної на нього функції напряму залежить від рівня його розвитку.

Метою статті є аналіз рівня розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи та визначення впливу розвитку цього ринку на економічне зростання та притік іноземного капіталу в економіку досліджуваних країн.

Метод (методологія). У процесі роботи використано метод порівняння, класифікації, узагальнення та графічний аналіз.

Результати. За результатами проведеного дослідження зроблено загальний висновок про те, що рівень розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи є досить низьким. Найбільш розвинутими серед країн Центральної та Східної Європи є фондові ринки Польщі, Угорщини та Чехії. При цьому останні відіграють важливу роль у залученні прямих іноземних інвестицій в економіку досліджуваних країн. Зв'язок між розвитком фондового ринку та економічним зростанням в країнах Центральної та Східної Європи відсутній, що може свідчити про спрямування в окремих країнах капіталу в галузі, які не створюють доданої вартості.

Ключові слова: фондовий ринок; ліквідність; коефіцієнт оборотності; капіталізація; економічне зростання; прямі іноземні інвестиції.

Lidiya Olehivna YEMELIANOVA

PhD in Economics,
Associate Professor,
Department of International Economic Analysis and Finance
Ivan Franko National University of Lviv
E-mail: emeljanova2003@yahoo.ca

ANALYSIS OF STOCK MARKET DEVELOPMENT IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE

Abstract

Introduction. The role of the stock market in the economy of different countries is difficult to underestimate. The stock market is that the mechanism through which savings are transformed into investments, thus providing opportunities for long-term economic growth. But this function of stock market depends on the level of its development.

Purpose. The article is an analysis of stock market development in Central and Eastern Europe. Its main objective is the determination of the impact of this market on economic growth and the inflow of foreign capital into the economy of the countries under the study.

The method (methodology). In this research we have used the following methods: the method of comparison,

metho of classification, method of summarization and method of graphical analysis.

Results. *We have come to the conclusion that the level of stock market development in Central and Eastern Europe is rather low. The stock markets of Poland, Hungary and the Czech Republic are the most advanced among the countries of Central and Eastern European. They play an important role in attracting foreign direct investment in the economies of the countries under study. There is not any relationship between stock market development and economic growth in Central and Eastern Europe.*

Keywords: *stock market; liquidity; turnover ratio; capitalization; economic growth; foreign direct investment.*

JEL classification: **E44, F21, G10**

Вступ

У той час, як західні фондові ринки в 90-х роках ХХ ст. знаходилися під впливом процесу фінансової глобалізації, швидких технологічних та масштабних структурних змін, формування альянсів та злиттів, перехідні економіки країн Центральної та Східної Європи мали зовсім інші проблеми. Ці країни повинні були побудувати з нуля інститути, механізми та сформувані вміння, які були відсутні в них півстоліття.

Дослідження низки вітчизняних та зарубжних економістів демонструють, що формування розвинутих фондових ринків відіграє важливу роль у забезпеченні залучення довгострокового капіталу та економічного зростання країн світу. З іншого боку, рівень розвитку цих ринків є досить показовим індикатором стану економіки. Відповідно, з огляду на початково однакові стартові умови формування фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи на початку 90-х років ХХ ст., досить актуальним є аналіз та порівняння рівня розвитку та важливості цього ринку в зазначених країнах на сучасному етапі.

Грунтовні дослідження рівня розвитку та важливості фондових ринків знаходимо у працях таких економістів, як Р. Левін та С. Зервос, Р. Атьє та Б. Явановіч, Р. Раджан та Л. Зінгалес, Ф. Гарсія та Л. Ліу, а також А. Сінгх.

Мета статті

Метою написання роботи є аналіз рівня розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи на сучасному етапі, а також визначення важливості розвитку фондового ринку у забезпеченні притоку прямих іноземних інвестицій та економічного зростання досліджуваних країн.

Виклад основного матеріалу дослідження

Рівень розвитку фондових ринків, сформованих у країнах Центральної та Східної Європи на початку 90-х років ХХ ст., наприкінці першого десятиліття функціонування був досить неоднорідними: деякі з них демонстрували такий рівень зрілості, який наближав їх до західних ринків, проте більше за організаційними досягненнями, ніж за розміром. До таких ринків належали, в першу чергу, Варшавська фондова біржа, а також Будапештська та Празька фондові біржі. Ці три ринки склали близько трьох четвертих капіталізації фондового ринку регіону (таблиця 1). Інші ж ринки досліджуваного регіону страждали від різних перешкод та характеризувалися загальною затримкою процесу трансформації фінансової системи [1, с. 1-2].

Така неоднорідність відображала як умови, що існували при створенні фондових ринків, так і подальше нестабільне економічне та інституційне середовище. Адже, як відомо, фінансові ринки можуть правильно функціонувати лише за умови досягнення макроекономічної рівноваги та забезпечення належного інституційного середовища. У країнах Центральної та Східної Європи ці умови неможливо було досягти одночасно [1, с. 4].

Більшість економістів вважає, що фондові ринки можуть надавати значний поштовх в економічному розвитку країн. Так, на думку Ф. Гарсія та Л. Ліу, зростання обсягів операцій за посередництва фондового ринку спричиняє зростання реальних доходів населення. І навпаки, значне зростання доходів підштовхує розвиток фондового ринку. На думку економістів, зі збільшенням доходу його циклічний компонент повинен впливати на зростання об'єму та індексів фондового ринку [3, с. 39].

Р. Атьє та Б. Явановіч підтвердили наявність кореляції між економічним зростанням та об'ємом торгів на фондовому ринку у відсотках від ВВП на основі даних по 40 країнах за період з 1980 по 1988 рік [4]. Подібним чином Р. Левін та С. Зервос [5], а також А. Сінгх [6] показали, що розвиток фондового ринку позитивно пов'язаний з економічним зростанням.

На думку Р. Левіна, фондові ринки впливають на економічну діяльність через створення так званої «ліквідності» [7, с. 7]. Відповідно, саме показник ліквідності розглядається як один з основних індикаторів рівня розвитку фондових ринків.

Таблиця 1. Капіталізація фондових ринків країн Центральної та Східної Європи та інших країн світу в 1996-2012 роках (млрд дол. США)

| Країна | 1996 р. | 1999 р. | 2004 р. | 2006 р. | 2008 р. | 2010 р. | 2012 р. |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Країни Центральної та Східної Європи | | | | | | | |
| Польща | 8,39 | 29,58 | 71,10 | 149,05 | 90,23 | 190,23 | 177,73 |
| Чехія | 18,08 | 11,80 | 30,86 | 48,6 | 48,85 | 43,06 | 37,16 |
| Угорщина | 5,27 | 16,32 | 28,71 | 41,93 | 18,58 | 27,71 | 21,08 |
| Словенія | 0,66 | 2,18 | 9,68 | 15,18 | 11,77 | 9,43 | 6,47 |
| Словаччина | 2,18 | 1,06 | 4,4 | 5,57 | 5,08 | 4,15 | 4,61 |
| Литва | 0,9 | 1,14 | 6,46 | 10,19 | 3,62 | 5,66 | 3,96 |
| Естонія | - | 1,79 | 6,2 | 5,96 | 1,95 | 2,26 | 2,33 |
| Латвія | 0,15 | 0,39 | 1,65 | 2,7 | 1,61 | 1,25 | 1,11 |
| Пострадянські країни | | | | | | | |
| Україна | - | 1,12 | 11,78 | 42,87 | 24,36 | 39,46 | 20,71 |
| Росія | 37,23 | 72,21 | 267,96 | 1057,19 | 397,18 | 1004,52 | 874,66 |
| Розвинуті країни світу | | | | | | | |
| Німеччина | 671 | 1432,19 | 1194,52 | 1637,83 | 1107,96 | 1429,71 | 1486,31 |
| Великобританія | 1740,25 | 2933,28 | 2815,93 | 3794,31 | 1851,95 | 3107,04 | 3019,47 |
| США | 8484,43 | 16635,1 | 16323,7 | 19425,9 | 11737,6 | 17139 | 18688,3 |
| Китай | 113,76 | 330,70 | 639,77 | 2426,33 | 2793,61 | 4762,84 | 3697,38 |

*Дані за 2003 рік.

**Сформовано автором на основі [2].

Ліквідність фондового ринку може бути виміряна на основі таких двох основних показників, як обсяг торгів у відсотках від ВВП та коефіцієнт оборотності, який становить співвідношення загального обсягу торгівлі акціями та ринкової капіталізації.

Коефіцієнт оборотності демонструє наявність більшої чи меншої ліквідності та, відповідно, менших чи більших трансакційних витрат на фондовому ринку. Великий, проте неактивний ринок матиме великий показник капіталізації, але малий коефіцієнт оборотності. Невеликий ліквідний ринок матиме високий показник оборотності, але низький показник капіталізації [8, с. 538].

Відповідно, більша ліквідність ринку означає менші трансакційні витрати і навпаки, зі зменшенням ліквідності трансакційні витрати на ринку зростають. Таким чином, на основі аналізу показника ліквідності фондового ринку можна оцінювати ефективність інституційних реформ. Адже, що меншими є трансакційні витрати, то ефективнішими є інституційні реформи.

Наведені в таблиці 2 показники ліквідності фондових ринків країн Центральної та Східної Європи демонструють досить низьку ефективність цього ринку досліджуваної групи країн порівняно з розвинутими країнами світу. Серед країн Центральної та Східної Європи найбільший рівень ліквідності спостерігається на фондових ринках Угорщини, Польщі та Чехії. Відповідно, саме в цих країнах фондовий ринок мав би сприяти більш ефективному використанню наявного в економіці капіталу, а відтак й економічному зростанню. Ефективність решти ринків акціонерного капіталу цього регіону є досить низькою.

Більш наочно рівень розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи зображено на рисунках 1 та 2.

У правому верхньому куті рисунків 1 та 2 розміщено країни, які володіють великим та активним фондовим ринком, у правому нижньому – відповідно країни, фондовий ринок яких є меншим за розміром, проте досить активним. Країни з найменш розвинутим фондовим ринком розміщуються відповідно в лівому нижньому куті рисунків, у лівому ж верхньому куті – країни, фондові ринки яких є великі за розміром, проте неактивні.

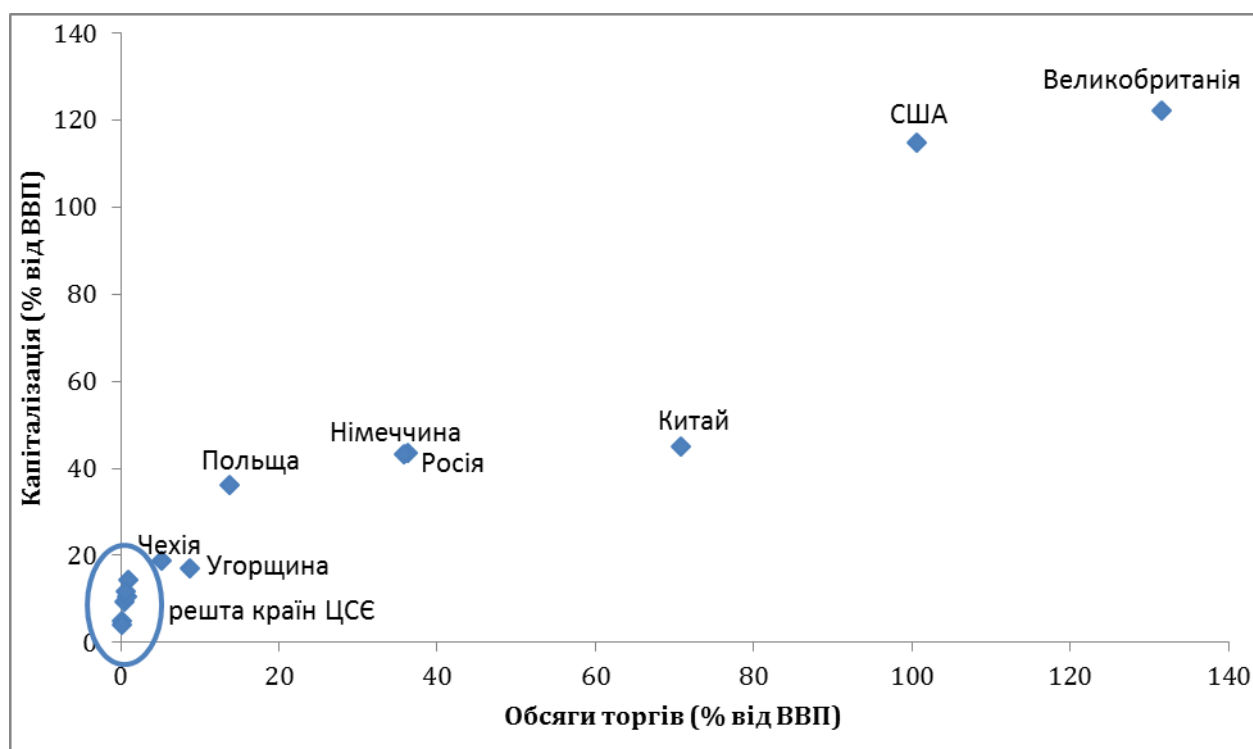
З рисунків 1 та 2 досить добре видно, яким значним, станом на 2012 рік, є розрив між рівнем розвитку ринку акціонерного капіталу в країнах з ринково орієнтованою моделлю фінансування господарства (США та Великобританія) та країнах, яким притаманна банківсько орієнтована модель фінансової системи (країни Центральної та Східної Європи та Німеччина).

Більшість країн Центральної та Східної Європи потрапили до лівого нижнього кута рисунку та демонструють досить низький рівень розвитку. Ця група країн позначена нами на рисунку, як решта країн Центральної та Східної Європи. Дещо більшим рівнем розвитку ринків акціонерного капіталу серед країн Центральної та Східної Європи, як вже було зазначено нами вище, вирізняються лише Польща, Угорщина та Чехія.

Таблиця 2. Показники ліквідності фондкових ринків у країнах Центральної та Східної Європи та інших країнах світу в 1999 та 2012 роках

| Країни | Обсяг торгів (% від ВВП) | | Коефіцієнт оборотності | |
|--------------------------------------|--------------------------|---------|------------------------|---------|
| | 1999 р. | 2012 р. | 1999 р. | 2012 р. |
| Країни Центральної та Східної Європи | | | | |
| Польща | 6,64 | 13,73 | 44,56 | 42,56 |
| Чехія | 6,63 | 5,20 | 34,56 | 27,04 |
| Угорщина | 29,83 | 8,73 | 94,87 | 54,59 |
| Словенія | 3,28 | 0,88 | 31,65 | 6,24 |
| Словаччина | 1,58 | 0,18 | 46,78 | 3,57 |
| Литва | 2,64 | 0,40 | 26,23 | 4,24 |
| Естонія | 4,99 | 0,80 | 24,70 | 9,12 |
| Латвія | 0,62 | 0,11 | 11,73 | 2,93 |
| Пострадянські країни | | | | |
| Україна | 0,39 | 0,68 | 14,67 | 5,21 |
| Росія | 1,45 | 36,34 | 6,12 | 87,64 |
| Розвинуті країни світу | | | | |
| Німеччина | 38,23 | 35,75 | 64,50 | 91,77 |
| Великобританія | 90,76 | 100,68 | 51,92 | 84,04 |
| США | 192,17 | 131,58 | 123,47 | 124,60 |
| Китай | 34,81 | 70,82 | 134,19 | 164,44 |

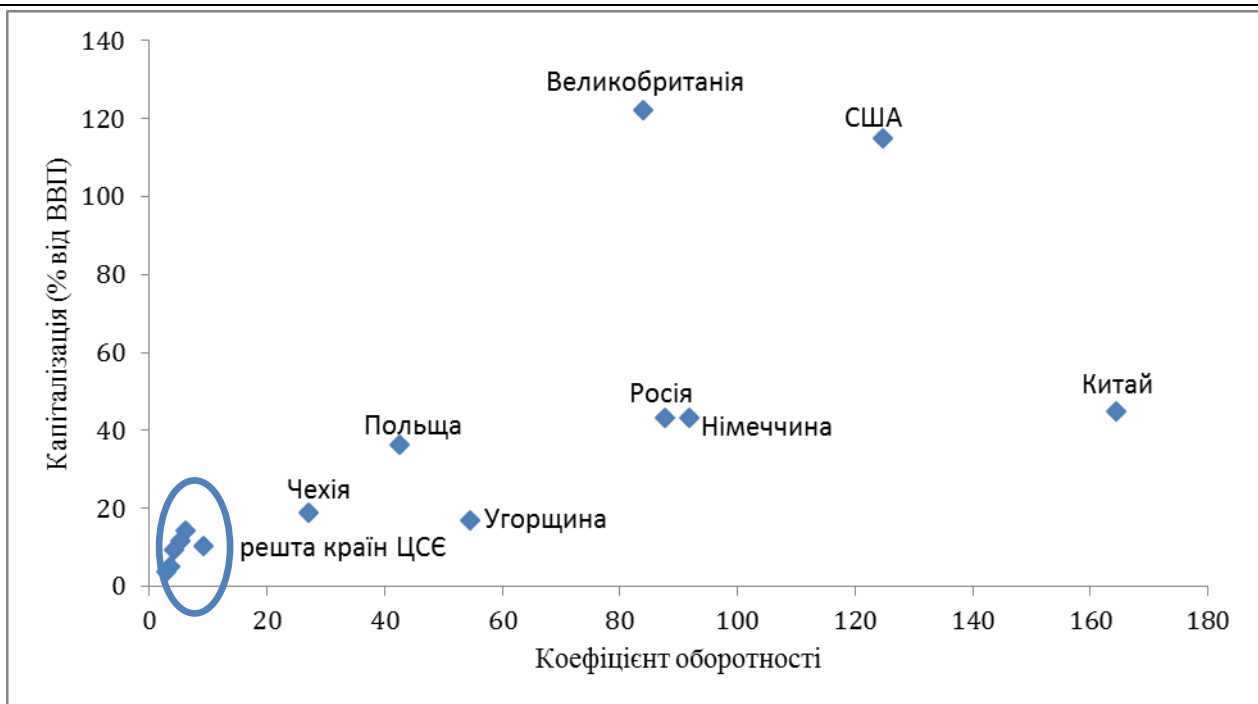
*Сформовано автором на основі даних [2].



Примітка: решта країн Центральної та Східної Європи – це Словенія, Естонія, Україна, Литва, Словаччина, Латвія (країни подані в порядку спадання обсягів торгів/ВВП).

*Побудовано автором на основі даних [2].

Рис. 1. Зіставлення обсягів торгів/ВВП та капіталізації ринку/ВВП в країнах Центральної та Східної Європи та розвинутих країнах світу у 2012 році



Примітка: решта країн Центральної та Східної Європи – це Естонія, Словенія, Україна, Литва, Словаччина, Латвія (країни подані в порядку спадання коефіцієнта оборотності).

*Побудовано автором на основі даних [2].

Рис. 2. Зіставлення коефіцієнту оборотності та капіталізації ринку/ВВП у країнах Центральної та Східної Європи та розвинутих країнах світу у 2012 році

Значна частина прибуткових інвестиційних проектів передбачає довгострокове вкладення капіталу, проте інвестори, як правило, бажають постійно контролювати свої кошти. Ліквідні фондові ринки роблять інвестиції менш ризикованими та більш привабливими, оскільки дозволяють спочатку придбати певний актив, а далі, у разі необхідності, швидко та недорого продати його з метою доступу до своїх заощаджень чи просто зміни свого портфеля. Компанії ж водночас шляхом емісії акцій отримують постійний доступ до капіталу. Таким чином, шляхом залучення довгострокових більш вигідних інвестицій ліквідні фондові ринки покращують розподіл капіталу та відповідно перспективи довгострокового економічного зростання. Крім того, забезпечуючи менш ризикові та більш прибуткові інвестиції, ліквідний фондовий ринок може спричинити зростання інвестицій. Іншими словами, на думку Р. Левіна, інвестори прийдуть на ринок у тому випадку, коли будуть впевнені, що зможуть його покинути [5].

Проте є й інші точки зору щодо впливу ліквідності на довгострокове економічне зростання. Деякі економісти вважають, що дуже ліквідні фондові ринки призводять до «короткозорості» інвестора. На таких ринках інвестор може втратити бажання займатися корпоративним контролем, наглядом за менеджерами, моніторингом фірми, її продуктивності та потенціалу. З цієї точки зору, підвищення ліквідності фондового ринку може перешкодити економічному зростанню [5; 7, с. 7].

Проаналізувавши рівні ліквідності фондових ринків 40 країн світу (як індустріальних, так і тих, що розвиваються) у 1976 році та зіставивши їх із темпами економічного зростання цих країн, виміряними приростом ВВП на душу населення, впродовж наступних 1976-1993 років, Р. Левін прийшов до висновку щодо наявності прямої залежності між ліквідністю та подальшим економічним зростанням досліджуваних країн [7].

Отже, спробуємо дослідити, чи справді початкова більша ліквідність ринків акціонерного капіталу сприяє, на прикладі країн Центральної та Східної Європи, подальшому економічному зростанню цих країн. Для вимірювання рівня економічного зростання за зразком Р. Левіна оберемо показник приросту ВВП на душу населення [5; 7].

До вибірки країн для порівняння залучимо також такі пострадянські країни, як Україна та Росія, оскільки рівень ліквідності їх фондових ринків подібний до країн Центральної та Східної Європи.

Для проведення дослідження поділимо наші 10 країн за кожним показником ліквідності на три групи. Для показника обсягів торгів/ВВП: I група – країни зі значенням показника > 25 %; II група – 5-25 %; III група – < 5 %. Для коефіцієнта оборотності країни розподілимо наступним чином: I група – країни зі значенням показника > 90 %; II група – 30-90 %; III група – < 30 % (рисунки 3, 4).



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середній щорічний приріст ВВП на душу населення для певної групи країн протягом 1999-2012 років.

*Власні обчислення автора на основі даних [2].

Рис. 3. Класифікація країн Центральної та Східної Європи та пострадянських країн за початковим рівнем обсягів торгів у відсотках від ВВП у 1999 році та наступним економічним зростанням протягом 1999-2012 років

Як ми можемо побачити з рис. 3 та 4, отримані нами результати по країнах Центральної та Східної Європи повністю суперечать точці зору Р. Левіна щодо прямої взаємозалежності між величиною ліквідності фондового ринку та майбутніми темпами економічного зростання в країні.



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середній щорічний приріст ВВП на душу населення для певної групи країн протягом 1999-2012 років.

*Власні розрахунки автора на основі даних [2].

Рис. 4. Класифікація країн Центральної та Східної Європи та пострадянських країн за початковим рівнем коефіцієнта оборотності у 1999 році та наступним економічним зростанням протягом 1999-2012 років

Така ситуація, на нашу думку, може бути свідченням досить високої неефективності фондових ринків цієї групи країн. Адже найважливішою функцією фондового ринку є саме перерозподіл капіталу з менш ефективних галузей промисловості в більш ефективні, що сприяє економічному зростанню. Якщо ж взаємозв'язок між рівнем ліквідності та темпами економічного зростання не прослідковується, це може бути свідченням спекулятивного характеру фондового ринку, а також наявності певних проблем в інституційному середовищі.

Аналогічний аналіз проведемо, використавши показник, що характеризує розмір фондового ринку, а саме – капіталізацію ринку. На думку Р. Левіна, такий показник, як капіталізація фондового ринку відносно до ВВП, не є добрим визначником подальшого економічного зростання країн [7, с. 8].

Розподіливши досліджувані країни знову ж таки на відповідні групи, залежно від величини ринку (тобто від розміру капіталізації/ВВП), ми отримали наступні результати (рисунок 5).

На основі застосованого підходу (рисунок 5) жодної залежності між рівнем розвитку фондового ринку, виміряного капіталізацією відносно ВВП, та наступним економічним зростанням у країнах Центральної та Східної Європи прослідкувати неможливо. Така ситуація може мати декілька пояснень: по-перше, фондові ринки досліджуваних країн здійснюють неефективний перерозподіл капіталу, тобто кошти спрямовуються не в ті галузі промисловості, які їх дійсно потребують; а по-друге, акції компаній, які перебувають у лістингу і таким чином впливають на обчислення капіталізації, не беруть участі у торгах.

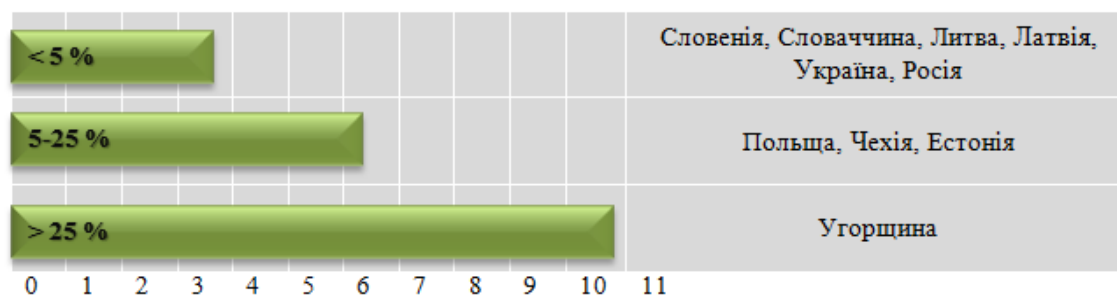
Подібні обчислення ми спробували провести для порівняння початкового рівня розвитку фондового ринку (станом на 1999 рік) та подальших значень таких показників, як притік ПІІ у відсотках від ВВП, притік портфельних інвестицій у відсотках від ВВП, а також валові внутрішні інвестиції у відсотках від ВВП. У двох останніх випадках явної взаємозалежності прослідкувати не вдалося, а ось у випадку з ПІІ ми отримали наступні результати (рисунки 6, 7, 8).



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середній щорічний приріст ВВП на душу населення для певної групи країн протягом 1999-2012 років.

*Власні обрахунки автора на основі даних [2].

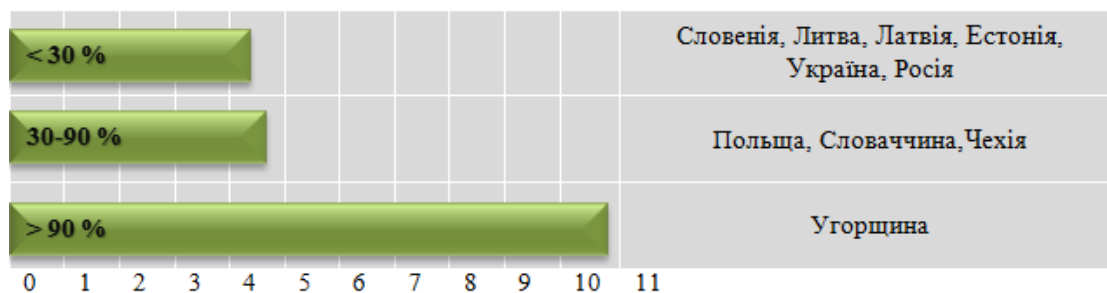
Рис. 5. Залежність між початковим рівнем капіталізації фондового ринку у відсотках від ВВП в країнах Центральної та Східної Європи та пострадянських країнах у 1999 році та наступним економічним зростанням протягом 1999-2012 років



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середнє щорічне значення частки притоку ПІІ у ВВП для певної групи країн протягом 1999-2012 років.

*Власні обрахунки автора на основі даних [2].

Рис. 6. Залежність між початковим рівнем обсягів торгів у відсотках від ВВП в країнах Центральної та Східної Європи та пострадянських країнах у 1999 році та часткою притоку ПІІ у ВВП протягом 1999-2012 років



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середнє щорічне значення частки притоку ПІІ у ВВП для певної групи країн протягом 1999-2012 років.

*Власні обрахунки автора на основі даних [2].

Рис. 7. Залежність між початковим рівнем коефіцієнта оборотності в країнах Центральної та Східної Європи та пострадянських країнах у 1999 році та часткою притоку ПІІ у ВВП протягом 1999-2012 років

З рисунків 6 та 7 можемо побачити, що в цьому випадку в країнах Центральної та Східної Європи прослідковується пряма залежність між початковим рівнем ліквідності фондового ринку та щорічними обсягами ПІІ, залученими протягом наступних 14 років. Така сама пряма залежність існує й між початковою капіталізацією ринку та обсягами ПІІ протягом наступних років (рисунок 8).

Слід зауважити, що серед країн Центральної та Східної Європи значно вирізняється Угорщина, яка випереджає інші країни Центральної та Східної Європи за рівнем ліквідності та розміром фондового ринку, так і за часткою притоку ПІІ у ВВП (рисунки 6 – 8). Станом на 1999 рік ліквідність в Угорщині була близькою до відповідного рівня Німеччини та Китаю (таблиця 2).



Примітка: на горизонтальній шкалі відкладено середнє щорічне значення частки приросту ВВП для певної групи країн протягом 1999-2012 років.

*Власні обрахунки автора на основі даних [2].

Рис. 8. Залежність між початковим рівнем капіталізації фондового ринку у відсотках від ВВП в країнах Центральної та Східної Європи та пострадянських країнах у 1999 році та часткою приросту ВВП у ВВП протягом 1999-2012 років

Висновки та перспективи подальших розвідок

На основі отриманих нами результатів можемо зробити висновок, що в країнах Центральної та Східної Європи рівень розвитку фондового ринку є досить низьким. Найбільш розвинутими серед країн Центральної та Східної Європи є фондовий ринок Польщі, Угорщини та Чехії. При цьому фондові ринки відіграють важливу роль у залученні довгострокового іноземного капіталу в економіку досліджуваних країн. Проте зв'язок між розвитком фондового ринку та економічним зростанням все ж таки відсутній, що може свідчити про спрямування капіталу в ті галузі, які не створюють доданої вартості. Крім того, слід зазначити, що опрацювання питання ролі фондового ринку в економіці країн Центральної та Східної Європи потребує проведення подальших досліджень з метою врахування зміни показників ліквідності та розміру фондового ринку в динаміці, а також вивчення причинно-наслідкового зв'язку між розвитком фондових ринків, притоком прямих іноземних інвестицій та економічним зростанням з використанням економетричних методів.

Список літератури

1. Mordacq, P. Stock Markets in Central and Eastern Europe and their Environment: the Unachieved Transition [Електронний ресурс] / Patrick Mordacq // *Revue d'Économie Financière*. – 2001. – vol. 6. – Iss. 1. – P. 383–390. – Режим доступу: http://econpapers.repec.org/article/prsrecofi/ecofi_5f1767-4603_5f2001_5fhos_5f6_5f1_5f4569.htm.
2. World Development Indicators 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.worldbank.org.
3. Garcia, F. V. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development / Garcia F. Valeriano and Lin Liu // *Journal of Applied Economics*. – 1999. – Vol. 2 (1). – P. 29–59.
4. Atje, R. Stock Markets and Development / Raymond Atje and Boyan Jovanovic [Електронний ресурс] / R. Atje // *European Economic Review*. – 1993. – № 37 (2/3). – P. 632–640. – Режим доступу: <http://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v37y1993i2-3p632-640.html>.
5. Levine, R. Stock Market Development and Long-Run Growth [Електронний ресурс] / Ross Levine, Sara Zervos // *The World Bank Economic Review*. – 1996. – Vol. 10. – № 2. – Режим доступу: http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/papers/1996_WBER_LR_Growth.pdf.
6. Singh, A. Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development [Text] / A. Singh // *Economic Journal*. – 1997. – № 107. – P. 771–782.
7. Levine, R. Stock Markets: A Spur to Economic Growth [Text] / Ross Levine // *Finance and Development*. – 1996. – March. – P. 7–10.
8. Levine, R. Stock markets, Banks, and Economic Growth [Електронний ресурс] / Ross Levine and Sara Zervos // *The World Bank Policy Research Working Paper*. – 1998. – №. 1690. – December. – Режим доступу: <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>.

References

1. Mordacq, P. (2001). Stock Markets in Central and Eastern Europe and their Environment: the Unachieved Transition. *Revue d'Économie Financière*, 6(1), 383–390. Retrieved from: http://econpapers.repec.org/article/prsrecofi/ecofi_5f1767-4603_5f2001_5fhos_5f6_5f1_5f4569.htm.
2. World Development Indicators. (2013). Retrieved from: www.worldbank.org.
3. Garcia, F. V. & Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. *Journal of Applied Economics*, 2 (1), 29–59.

-
4. Atje, R. & Jovanovic, B. (1993). Stock Markets and Development. *European Economic Review*, 37 (2/3), 632–640. Retrieved from: <http://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v37y1993i2-3p632-640.html>.
 5. Levine, R. & Zervos, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review*, 10 (2). Retrieved from: http://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/papers/1996_WBER_LRGrowth.pdf.
 6. Singh, A. (1997). Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development. *Economic Journal*, 107, 771–782.
 7. Levine, R. (1996). Stock Markets: A Spur to Economic Growth. *Finance and Development*, March, 7-10.
 8. Levine, R. & Zervos, S. (1998). Stock markets, Banks, and Economic Growth. *The World Bank Policy Research Working Paper*, 1690. Retrieved from: <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>.

Стаття надійшла до редакції 29.11.2015 р.