

*І.О. Школьник, канд. екон. наук, доц.,
ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”*

РОЛЬ БАНКІВ У ПРОЦЕСІ ФОРМУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ МОДЕЛІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

У статті автором розглянуто особливості формування національної моделі фінансового ринку. Визначено вирішальну роль банківських установ у розвитку фінансового ринку країни і доведено, що він має характер банкоцентричного ринку. В той же час йому властиві ряд суттєвих особливостей, обумовлених станом вітчизняної економіки.

Ключові слова: фінансовий ринок, модель фінансового ринку, банкоцентрична модель, кредити, акції, облигації.

Постановка проблеми. Дослідження процесів формування фінансового ринку виступає основою для ефективного управління ним, тобто для свідомого використання можливостей сформованого механізму та інструментів, адекватних сучасним економічним умовам. Існуючі у світовій практиці принципи організації механізму функціонування фінансових ринків за умов специфічного історичного економічного розвитку країни мають цілий ряд спільних рис.

У світовій фінансовій архітектурі виділяють два основні типи моделей функціонування фінансових ринків: банкоцентрична модель (континентальна), характерна для країн континентальної Європи, та орієнтована на ринок капіталу (англо-американська). Для розробки заходів щодо підвищення ефективності функціонування вітчизняного фінансового ринку важливого значення набуває вирішення питання до якої саме моделі його можна віднести. У зв'язку з цим обраний напрям дослідження є актуальним та має практичну значимість.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питанням особливостей формування моделі розвитку фінансового ринку приділяється значна увага науковців. Важливий внесок у розробку даної проблеми зробили ряд зарубіжних вчених, серед яких: Соломон Тадессе, Рос Левін, Ешлі Деміргук-Кант, Торстейн Бек та інші. Серед вітчизняних вчених проблема формування моделі фінансового ринку на сьогодні не набула широкого розповсюдження, однак вона частково розглядається в роботах І. Бланка, О. Василика, А. Гальчинського, В. Гейця, В. Корнеєва, О. Сохацької та інших. Як правило, дослідження у даному напрямку носять дискретний та фрагментарний характер. Це, на нашу думку, обумовлено таким же станом розвитку в цілому фінансового ринку України.

Метою даного дослідження є визначення особливостей формування національної моделі фінансового ринку.

Виклад основного матеріалу. Сучасний етап розвитку фінансового ринку в Україні, на наш погляд, відображає модель фінансового ринку, наближену до банкоцентричної, оскільки фактично основним джерелом для розширеного відтворення в реальному секторі економіки, крім власних коштів суб'єктів господарювання, є кредити банків. Проте з точки зору розвитку ринку капіталу банки поводять себе активно лише фрагментарно.

Банкоцентрична модель фінансового ринку передбачає, що банківські установи зберігають основну частину заощаджень, які створюються у формі депозитів юридичних та фізичних осіб. В цій моделі юридичні та фізичні особи не здійснюють інвестування напряму, а фактично передоручають банківським установам прийняття рішень про інвестування коштів. Банки не тільки здійснюють кредитні операції, але і виступають основними покупцями акцій та облигацій підприємств. Вони володіють акціями та контролюють торгівлю ними, а також домінують на ринках капіталу. Структура фінансових продуктів на таких ринках більш консервативна [2, 3].

Для банкоцентричного фінансового ринку характерна ситуація, коли роль фінансового посередника виконує переважно банківська система. Як наслідок, трансформування

тимчасово вільних фінансових ресурсів економічних агентів відбувається шляхом їх перетворення в кредитні ресурси для економіки країни.

Діяльність банків на фінансовому ринку здійснюється у декількох напрямках: по-перше, банки здійснюють трансформацію тимчасово вільних грошових коштів економічних агентів у капітал: по-друге, банки самі виступають емітентами цінних паперів, і, відповідно, зацікавлені у функціонуванні ефективного ринку капіталу; по-третє, вони займаються операціями купівлі-продажу цінних паперів; по-четверте, надають послуги андеррайтингу на ринку капіталу; по-п'яте, вони можуть виступати ключовими суб'єктами ринку похідних цінних паперів, з допомогою якого здійснюється перерозподіл ризиків та хеджування операцій; по-шосте, Національний банк України та інші банківські установи є ключовими суб'єктами при проведенні операцій з державними цінними паперами, зокрема з ОВДП.

В Україні ключову роль у трансформації тимчасово вільних фінансових ресурсів у капітал відіграє банківська система, оскільки суб'єкти господарювання отримують кошти для фінансування своєї діяльності перш за все у вигляді кредитів короткострокового і довгострокового характеру. Отже, в такому випадку тимчасово вільні фінансові ресурси акумулюються у вигляді депозитів і перетворюються у кредитні ресурси для суб'єктів господарювання. Динаміка обсягів кредитів та депозитів в Україні протягом 2000-2006 років, за даними НБУ, суттєво зростає. Необхідно підкреслити, що кредити видаються, перш за все, для вирішення проблем, пов'язаних з поточною діяльністю суб'єктів господарювання, а не на потреби інвестиційної спрямованості, хоча в 2006 році, порівняно з 2005 роком, їх обсяг зріс майже в 2 рази – з 22,4 млрд. грн. до 50 млрд. грн.

Поряд з кредитами, суб'єкти господарювання реального сектора економіки і безпосередньо самі банківські установи можуть залучати кошти з допомогою ринку капіталу, емітуючи акції для нарощення власного капіталу та корпоративні облигації для нарощення позикових коштів (рис. 1).

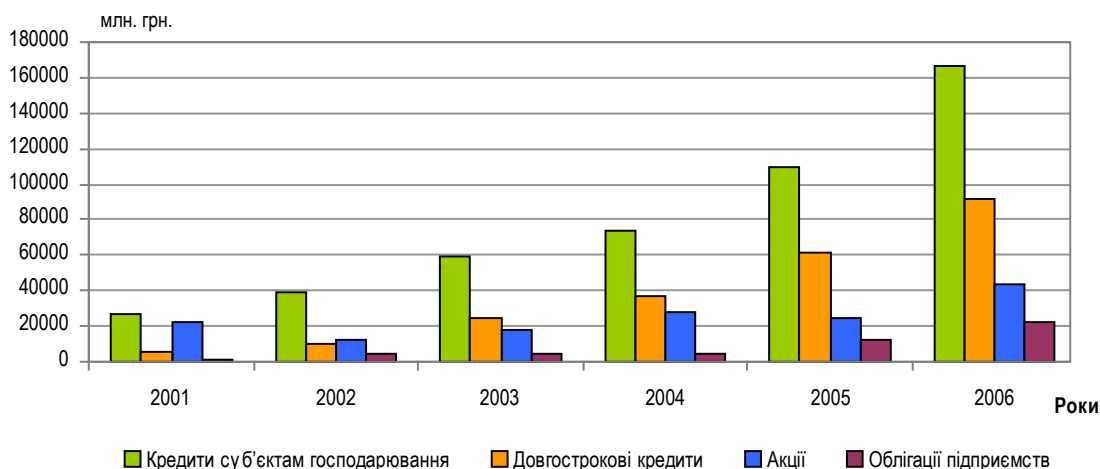


Рис. 1. Динаміка обсягу основних джерел фінансування суб'єктів господарювання

Слід зазначити, що за обсягами на сьогодні переважають саме кредити банків. Але якщо взяти до уваги зміни, які були внесені до законодавства, зокрема, зміну допустимого обсягу емісії облигацій з 25 % від обсягу статутного капіталу до трикратного обсягу власного капіталу, в наступні роки очікується суттєве нарощення обсягів емісії даного виду цінних паперів. Зважаючи на те, що емісія цінних паперів суб'єктами господарювання здійснюється з метою досягнення стратегічних завдань розвитку, на наш погляд, доцільно для порівняння брати саме обсяг довгострокових кредитів, адже їх цільове призначення – це, перш за все, розширення масштабів діяльності. У даному випадку кредити також є переважаючими джерелами зовнішнього залучення коштів.

В результаті розгляду темпів зростання зовнішніх джерел фінансування суб'єктів господарювання стає очевидним, що останнім часом вони практично врівноважені, тому можна зробити висновок, що на сучасному етапі складається така ситуація, що механізм функціонування фінансового ринку залежно від того, яким чином буде в

подальшому здійснюватись державне регулювання та наскільки стабільною буде макроекономічна ситуація в країні, може змінитись з банкоцентричного на орієнтований на ринок капіталу (рис. 2).

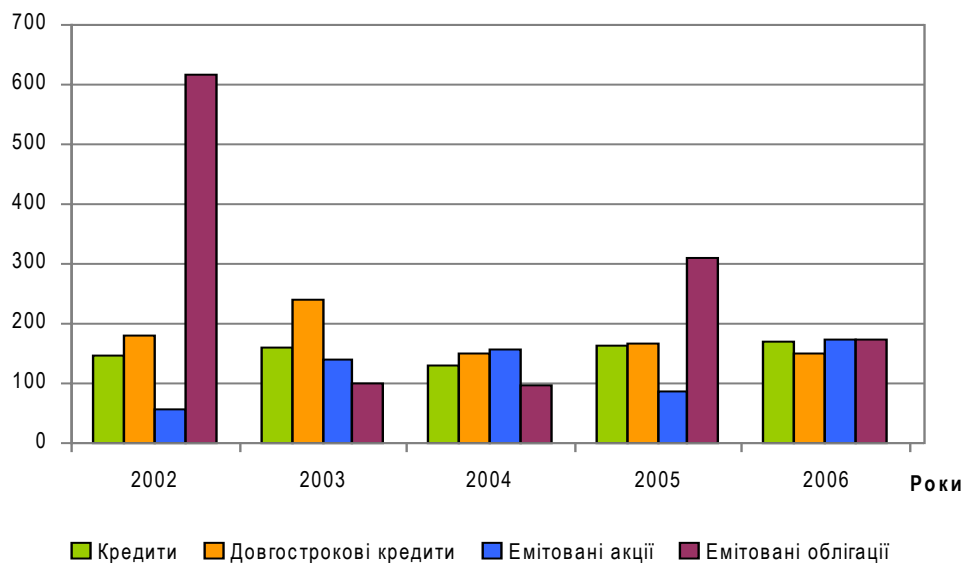


Рис. 2. Динаміка темпів зростання основних зовнішніх джерел фінансування діяльності суб'єктів господарювання, %

Враховуючи те, що, по-перше, на сьогодні банківські установи в Україні недокапіталізовані, по-друге, суб'єкти господарювання реального сектора економіки мають значний рівень зносу основних засобів, який за даними Держкомстату в середньому становить майже 50 %, тобто знаходиться на рівні критичного значення, а по окремим галузям становить близько 80 %, потреба у суттєвому нарощенні власного капіталу буде все більш актуальною, а також зростатиме потреба у нарощенні довгострокових джерел фінансування. Все це може дати серйозний поштовх для розвитку ринку капіталу в Україні.

Останнім часом спостерігається негативна тенденція стосовно показників фінансової незалежності суб'єктів господарювання реального сектора економіки. Так, при критичному значенні не менше 0,5 значення коефіцієнта автономії в середньому становило на кінець 2005 року 0,455, а на кінець 2006 року – 0,435. Це є ще одним доказом того, що стратегічно важливим на сьогодні є нарощення обсягів саме власного капіталу. Якщо цього не відбудеться найближчим часом, то очікувати кардинальних змін в ресурсо- та енергозбереженні не можна, а це і в подальшому знижуватиме рівень конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку.

На сьогодні українські банки мають незначні можливості щодо фінансування широкомасштабних інвестиційних проектів, які є капіталомісткими та мають тривалий термін окупності. Найбільші інвестиційні проекти, профінансовані вітчизняними банками, коштують 30-50 млн. дол., при цьому термін фінансування становить 5-7 років. Така ситуація обумовлена, перш за все, низьким рівнем власного капіталу як банків, так і суб'єктів господарювання. Якщо ж банки самі використовуватимуть довгостроковий позиковий капітал, то вони ризикуватимуть коштами своїх вкладників. Тому, однією з основних проблем, яка потребує вирішення, є саме наявність суттєвих ризиків, пов'язаних із розбалансуванням активів та пасивів за строками погашення. Все вищезазначене обумовлює необхідність нарощення власного капіталу та можливостей використання позикового капіталу за допомогою ринку капіталу.

Слід зазначити, що банки на фінансовому ринку здійснюють не лише функцію акумулювання тимчасово вільних фінансових ресурсів, а й подальший їх перерозподіл між суб'єктами господарювання, що потребують додатковий капітал для розширеного відтворення. Значення банківських установ на фінансовому ринку підкреслюється тим, що

саме банки регулюють грошові потоки – найбільш ліквідні фінансові активи і саме банківські установи формують попит та пропозицію грошей через мультиплікативні ефекти. У системі установ інфраструктури фінансового ринку головна роль належить банкам як інститутам, через які проходить рух основної частини грошових ресурсів [1]. Банки виступають певною мірою як інститути інтеграції різних сегментів фінансового ринку. На сьогодні вони по цілому ряду показників випереджають небанківські фінансові установи, які працюють на фінансовому ринку країни.

Банки разом з іншими суб'єктами господарювання виступають емітентами цінних паперів. Таким чином вони зацікавлені в наявності ефективного ринку капіталу, який би сприяв швидкому розміщенню емітованих ними цінних паперів – акцій та облігацій (табл. 1). Саме банки входять до списку емітентів, які зареєстрували найбільші обсяги емісії як акцій, так і облігацій. Так, у 2006 році серед найбільших емітентів облігацій зареєстровано ЗАТ КБ “Приватбанк” (обсяг випуску – 500 млн. грн. – дворазово), ВАТ “АКБ соціального розвитку “Укрсоцбанк” (обсяг емісії 300 млн. грн.) та інші. Питома вага банків-емітентів становить все більшу частку від загальної кількості емітентів (наприклад, вона збільшилася із 4,44 % у 2001 році до 15,31 % у 2006 році). Це відбувається як за рахунок зростання частки емітованих акцій, так і за рахунок частки облігацій, емітованих банківськими установами.

Прикладом досить інтенсивного розвитку ринку капіталу, зокрема ринку корпоративних облігацій, є діяльність АКБ “Укрсоцбанк”, який у жовтні 2007 році здійснив первинне розміщення п'ятирічних облігацій банку на найбільшу в історії України суму – 750 млн. грн. При цьому заявок на первинне розміщення надійшло на суму 2,3 млрд. грн., що перевищило обсяг пропозиції майже втричі. Крім того, банки можуть виступати як інвестори на ринку капіталу. За даними Асоціації українських банків, структура кредитно-інвестиційного портфеля має переважну складову у вигляді кредитів фізичним і юридичним особам.

Таблиця 1

Показники участі банківських установ у функціонуванні фінансового ринку

Показники	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.
Обсяг зареєстрованих емісій цінних паперів, млн. грн.	22670,00	17090,00	23621,90	39033,77	88074,82	104444,86
Акції, млн. грн.	21921,42	12796,00	18021,74	28336,24	24815,00	43540,00
в т.ч. акції, емітовані банками, млн. грн.	934,00	1218,40	1339,02	2802,45	8100,00	11000,00
Питома вага акцій, емітованих банками, від загальної кількості, %	4,26	7,30	7,43	9,89	32,64	25,26
Облігації підприємств, млн. грн.	694,32	4275,00	4241,86	4106,59	12748,00	22070,00
в т.ч. облігації, емітовані банками, млн. грн.	73,44	87,38	329,16	217,93	2564,73	4994,00
Питома вага облігацій, емітованих банками, від загальної кількості, %	10,58	2,04	7,76	5,31	20,12	22,63
Загальний обсяг цінних паперів, емітованих банками, акцій та облігацій, млн. грн.	1007,44	1305,78	1668,18	3020,38	10664,73	15994,00
Питома вага банків-емітентів на фінансовому ринку, %	4,44	7,64	7,06	7,74	12,11	15,31

Значна частка коштів банківських установ сконцентрована в кредитному портфелі. Інвестиційна складова є значно меншою і протягом 2000-2006 років суттєво коливалася. Максимальне значення цінні папери у структурі кредитно-інвестиційного портфеля мали у 2001 році – їх частка становила 11,73 %. На кінець аналізованого періоду частка цінних паперів становила лише 5,27 %.

Незважаючи на незначну питому вагу цінних паперів у структурі кредитно-інвестиційного портфеля, саме банки є основними учасниками в операціях купівлі-продажу цінних паперів як державних, так і емітованих суб'єктами господарювання. За період з 2003 по 2006 роки, за даними ПФТС, саме банки здійснювали більшу частину торговельних

операцій з цінними паперами. Але слід відмітити, що банки досить активно працюють не з пайовими цінними паперами, а саме з борговими (табл. 2).

Як видно з даних, наведених у таблиці 2, у сумарному обсязі торгівлі цінними паперами на фондовій біржі “ПФТС” переважають банківські установи, але протягом аналізованого періоду їх частка поступово скорочувалася: у 2003 році показник становив 85,5 %, у 2006 році – 78,8 %. Саме банки домінують у торговельних операціях з облігаціями підприємств, але їх частка в 2006 році суттєво скоротилась порівняно з 2003 роком з 98,5 до 74,4 %, тобто на 24,1 %.

Таблиця 2

Участь банків та фінансових компаній у торгівлі цінними паперами

Одиниця виміру	Банківські установи				Фінансові компанії			
	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.
<i>Обсяг торгівлі акціями</i>								
Млн. грн.	174,4	83,2	933,9	793,2	477,4	1176,9	5302,7	7556,7
%	26,7	6,6	15,0	9,5	73,3	93,4	85,0	90,5
<i>Обсяг торгівлі облігаціями підприємств</i>								
Млн. грн.	2876,6	7120,8	9759,2	15272,2	42,7	212,1	154,4	5241,8
%	98,5	97,1	98,4	74,4	1,5	2,9	1,6	25,6
<i>Сумарний обсяг торгівлі цінними паперами</i>								
Млн. грн.	3976,9	9604,2	17102,6	32845,2	674,3	1657,3	5734,7	8847,3
%	85,5	85,3	74,9	78,8	14,5	14,7	25,1	21,2

Провідну роль у торгівлі акціями відігравали фінансові компанії, їх частка становила 90,5 % в 2006 році. Таку ситуацію можна пояснити, на наш погляд, наступним: по-перше, працюючи з облігаціями, банки фактично працюють з кредитними інструментами, тобто з цінними паперами, що є фактично тим же позиковим капіталом; по-друге, облігація в цілому, як цінний папір, є менш ризикованим фінансовим активом, ніж акція, банки намагаються таким чином уникнути більш високого ризику формування свого кредитно-інвестиційного портфеля. Необхідно підкреслити, що в торгівлі облігаціями банки займають домінуючі позиції по всім видам: облігаціям підприємств, муніципальним облігаціям, облігаціям внутрішньої державної позики (табл. 3).

Операції з державними цінними паперами відіграють особливу роль у розвитку банківської системи України, оскільки вони використовуються у процесі проведення грошово-кредитної політики для регулювання рівня ліквідності економіки в цілому та банківської системи зокрема. Взагалі, ринок державних цінних паперів в Україні є нестабільним, хоча у світовій практиці саме цей сегмент фінансового ринку є основою його стабільного розвитку. Національний банк України згідно з чинним законодавством здійснює операції з обслуговування державного боргу, які пов'язані з розміщенням державних цінних паперів, їх погашенням та виплатою доходів за ними. Слід зазначити, що операції з розміщення облігацій внутрішньої державної позики на первинному ринку відбуваються нерівномірно, кількість проведених аукціонів суттєво варіюється. Так, у 2006 році вони почались лише у вересні, а в 2005 році останній аукціон відбувся у липні. При проведенні операцій з ОВДП банківські установи відіграють провідну роль, оскільки саме вони виступають як основні покупці.

Згідно з даними НБУ на початок 2007 року структура облігацій внутрішньої державної позики за власниками виглядала наступним чином: 54,4 % – банки, 11 % – інші суб'єкти господарювання та 34,6 % – у власності нерезидентів. За даними Першої фондової торговельної системи, серед банківських установ найбільш активно операції з державними цінними паперами проводили наступні: в 2006 році 1 місце в рейтингу посів ЗАТ “АБ ІНГ Банк Україна” – обсяг торгів державними облігаціями становив 5 млрд. грн.; 2 місце –

ЗАТ “АКБ “ХФБ Банк Україна”, 1,9 млрд. грн., 3 місце – ВАТ “Державний ощадний банк Україна”, обсяг торгів – 1,2 млрд. грн.

Крім торговельних операцій, досить важливим джерелом доходів для банків можуть бути доходи від проведення операцій андеррайтингу та фінансового консультування компаній, що виходять на фінансовий ринок з метою розміщення цінних паперів власної емісії. Беручи участь в операціях андеррайтингу, банки можуть отримати: по-перше, доступ до цінних паперів, що становлять для них певний інтерес; по-друге – досить стабільний дохід. Одним із перспективних напрямів діяльності банків на фінансовому ринку є організація ІРО вітчизняних підприємств. За даними експертів, посередники, які організовували проведення ІРО, отримували в середньому 3 % від вартості розміщених акцій. Слід зазначити, що в проведенні операцій андеррайтингу та, перш за все, власних акцій, зацікавлені саме банківські установи.

Таблиця 3

Рейтинги банківських та фінансових установ у торгівлі цінними паперами на ПФТС у 2006 році

№ пор.	Загальний обсяг торгів		Обсяг торгівлі акціями		Обсяг торгівлі корпоративними облигаціями		Обсяг торгівлі муніципальними облигаціями		Обсяг торгівлі державними облигаціями	
	Компанія/банк	млн. грн.	Компанія/банк	млн. грн.	Компанія/банк	млн. грн.	Компанія/банк	млн. грн.	Компанія/банк	млн. грн.
1	ЗАТ "АБ "ІНГ Банк Україна"	8059,0	ТОВ "Драгон Капітал"	1932,8	КБ "Фінансова Ініціатива"	4311,1	ЗАТ "АКБ "УкрСиббанк"	773,4	ЗАТ "АБ "ІНГ Банк Україна"	5044,6
2	ЗАТ "АКБ "УкрСиббанк"	5359,6	ТОВ "Конкорд Капітал"	935,6	ЗАТ "АКБ "УкрСиббанк"	4157,0	ЗАТ "АБ "ІНГ Банк Україна"	569,0	ЗАТ "АКБ "ХФБ Банк Україна"	1873,5
3	КБ "Фінансова Ініціатива"	4378,1	ЗАТ "ІК "Сінком"	573,6	ЗАТ "АБ"ІНГ Банк Україна"	2445,4	ЗАТ "ПУМБ"	168,8	ВАТ "Державний ощадний банк України"	1182,8
4	ТОВ "Драгон Капітал"	1995,2	ТОВ "Міленіум Капітал"	493,9	ЗАТ "ПУМБ"	1716,0	КБ "Фінансова Ініціатива"	128,0	ВАТ "АКБ "Укрсоцбанк"	455,3
5	ЗАТ "ПУМБ"	1944,0	ТОВ "Ренесанс Капітал Україна"	470,1	ВАТ "Банк БІГ Енергія"	1408,1	ВАТ "АКБ "Надра"	70,3	КБ "Фінансова Ініціатива"	418,0
6	ЗАТ "АКБ "ХФБ Банк Україна"	1914,7	ЗАТ "Альтера-фінанс"	301,7	ВАТ "АБ Укргазбанк"	1171,4	ВАТ "КБ Хрещатик"	49,5	ЗАТ "АКБ "УкрСиббанк"	391,1
7	ВАТ "Банк БІГ Енергія"	1439,8	ТОВ "ФК "Сократ"	280,4	ВАТ "КБ Кредитпромбанк"	883,8	ЗАТ "Альфа Банк"	25,1	ВАТ "КБ Хрещатик"	333,7
8	ВАТ "АБ Укргазбанк"	1406,8	ЗАТ "Фойл Сек'юритіз Нью Юроп"	217,9	ВАТ "АБ Експрес банк"	436,2	ЗАТ "Альтера-фінанс"	20,9	ЗАТ "Донгорбанк"	311,5
9	ВАТ "Державний ощадний банк України"	1289,9	ТОВ "ФК "Укранет"	203,6	ВАТ "СКБ "Дністер"	370,1	ЗАТ "ОТП Банк"	16,4	ВАТ "АБ Укргазбанк"	235,2
10	ВАТ "КБ Кредит-промбанк"	1176,6	ВАТ "КБ Кредитпромбанк"	196,0	ВАТ "АКБ "Форум"	272,1	ВАТ "АКБ "Капітал"	4,9	ВАТ "Укрексімбанк"	179,9

Підвищення капіталізації українських банків є одним з найвагоміших завдань, яке повинен вирішити ринок капіталу. У зв'язку з цим банківська система безпосередньо зацікавлена в ефективному його функціонуванні. Зростання капіталізації банківських установ відбувається, перш за все, через емісію акцій. У даному аспекті фінансовий ринок повинен забезпечити високий рівень захисту прав акціонерів, протидію приходу несумлінних акціонерів, які зацікавлені лише у реалізації вузькогрупових інтересів, що загрожує стійкості банківської системи в цілому. Крім того, використовуючи механізм ІРО, банки можуть виходити на закордонні фондові біржі та залучати суттєвий за розмірами іноземний капітал у вітчизняну економіку.

Необхідно відзначити, що на сьогодні широкого розповсюдження набувають операції андеррайтингу корпоративних облигацій. До 2006 року конкуренція на даному ринку була

досить невелика. Із часом інструмент ставав усе більше розповсюдженим, чому сприяли в тому числі зміни в законодавстві, зазначені вище, і емітенти почали розглядати можливість співробітництва з банками, які надають більш привабливі умови розміщення. Лідерами у проведенні операцій з корпоративними цінними паперами на сьогодні є саме банківські установи: ЗАТ “АБ “ІНГ Банк Україна”, ЗАТ “АКІБ “УкрСиббанк”, ВАТ “АКБ “Укрсоцбанк”, ВАТ “Райффайзен Банк Аваль”, ЗАТ “Перший український міжнародний банк”.

Отже, фінансовий ринок України має банкоцентричний характер, обумовлений провідною роллю банківської системи в його розвитку.

Висновки. У результаті дослідження було встановлено, що модель фінансового ринку України можна охарактеризувати як банкоцентричну, оскільки провідну роль на сучасному етапі відіграють саме банки. Це обумовлено, по-перше, тим, що основним джерелом фінансування діяльності суб’єктів господарювання є саме кредити, які надаються банківськими установами; по-друге, у структурі емітованих цінних паперів, зокрема акцій та корпоративних облігацій, значна частка належить саме банківським установам; по-третє, в операціях купівлі-продажу цінних паперів на ринку капіталу провідна роль належить саме банківським установам, але при цьому банки віддають перевагу операціям з борговими цінними паперами, які не можуть суттєво наростити рівень ризику діяльності; по-четверте, все частіше банки проводять операції андеррайтингу не тільки цінних паперів самих банків, але і суб’єктів господарювання реального сектора економіки.

Список літератури

1. Дзюбалоюк О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах реформування економіки. – К.: Поліграфкнига, 2000. – 512 с.
2. Levine, R., Zervos, S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth // World Bank Working Paper. – 1996. – № 1690.
3. Tadesse S. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence // William Davidson Working Paper. – August 2001. – № 449. – 39 p.
4. www.minfin.gov.ua (офіційний сайт Міністерства фінансів України).
5. www.pfts.com.ua (офіційний сайт фондової біржі ПФТС).
6. www.ssmc.gov.ua (офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України).

Summary

In the article the author considers peculiarities of formation the national model of the financial market. The main role of banks in development of the financial market of the country is defined. The author is proved, that the Ukrainen financial market is bank-based. The national model of the financial market has essential features which are caused by an domestic economy condition.

Отримано 09.11.2007