

ТОВ “Консалтингово-видавнича компанія
“Ділові перспективи”

**Інвестиційний менеджмент та
Фінансові інновації**
Міжнародний науковий журнал
Том 5, №1, 2008

Журнал засновано у 2004 році

Видається щоквартально

ISSN 1810-4967

ISSN онлайн 1812-9358

Реєстраційне свідоцтво

КВ №9032 від 05.08.2004 р.

Головний редактор

С.М. Козьменко

Журнал присвячено вирішенню найбільш актуальних питань управління інвестиційною діяльністю як на міжнародному, так і на локальних рівнях, стратегій та методів досягнення інвестиційних цілей, учасників інвестиційних процесів, інвестиційних інструментів, монетарних систем та фінансових ринків, а також фінансових інновацій.

Адреса:

ТОВ “Консалтингово-видавнича компанія
“Ділові перспективи”

пров. Держинського, 10

м. Суми, Україна, 40022

E-mail: head@businessperspectives.org

URL: <http://www.businessperspectives.org>

За достовірність інформації, що міститься в опублікованих матеріалах, відповідальність несуть автори.

Передрук та відтворення опублікованих матеріалів будь-яким способом можливі у разі посилання на автора та видання.

Publishing Company
“Business Perspectives”

**Investment Management and
Financial Innovations**
International Research Journal
Volume 5, Issue 1, 2008

Issued from 2004

Published quarterly

ISSN 1810-4967

ISSN online 1812-9358

Certificate №9032

Editor-in-Chief

Prof. Serhiy Kozmenko

The journal addresses the most burning issues of investment activities management on both global and local levels, strategy and methods of investment purposes achievement, investment processes participants, investment tools, monetary systems and financial markets, and financial innovations.

Address:

Publishing Company
“Business Perspectives”

Dzerzhynsky lane 10

Sumy 40022 Ukraine

E-mail: head@businessperspectives.org

URL: <http://www.businessperspectives.org>

The authors are responsible for the reliability of information which materials published contain.

Reprinting and reproduction of published materials are possible in case of referring to author and an edition.

Editorial Board

S. Kozmenko, Dr., Prof., Vice-Rector for Research in Ukrainian Academy of Banking (Ukraine) – Head of the Board

J. Heckman, Ph.D., Prof., Nobel Prize Winner, University of Chicago (USA) – Honorary member of the Editorial Board

M. Anand, Professor in the Finance & Accounting Area, Indian Institute of Management, Lucknow (India)

B.M. Arvin, Full Professor of Economics, Department of Economics, Trent University (Canada)

B. Barlev, John Berg Professor of Accounting, the Hebrew University of Jerusalem School of Business Administration (Israel)

E. Benson, Professor of Finance, Department of Finance and Marketing, Western Washington University (USA)

M.L. Bertoneche, Visiting Prof., Harvard Business School; Associate Fellow, University of Oxford; Professor in Business Administration, University of Bordeaux (France)

S. Bogner, Prof., Vienna University of Economics and Business Administration (Austria)

D. Boyd, D.B.A., Professor of Accounting, Gulf University of Science and Technology (Kuwait)

R. Catley, Head of School of Business Ourimbah Campus, University of Newcastle (Australia)

C. Chen, Director of the Center for China Finance and Business Research, California State University (USA)

J. Chen, Ph.D., Assist. Prof., School of Business, University of Northern British Columbia (USA)

K.C. Chen, Ph.D., CFA, Theodore F. Brix Endowed Chair in Finance, Department Chair, California State University, Fresno (USA)

U.R. Cherukuri, Professor of Finance, College of Business Administration, California State University, Stanislaus (USA)

I. Cooper, Professor of Finance, London Business School; Director, Institute of Finance and Accounting, London (UK)

N. Delcours, D.B.A. Assistant Professor of Finance, Sam Houston State University (USA)

G.W. Emery, Ph.D., Professor of Finance, University of Oklahoma (USA)

A. Etebari, Ph.D., Professor of Finance, Chair of Accounting and Finance Department, Whittemore School of Bus & Econ Dept, University of New Hampshire (USA)

C.O. Ewald, Ph.D. in pure Mathematics, Lecturer in Economics at the University of St. Andrews, Scotland (UK)

F.J. Fabozzi, Ph.D., CFA, CPA, School of Management, Yale University (USA)

J. Geppert, Ph.D., Assoc. Prof., University of Nebraska-Lincoln (USA)

J.S. Grice, Ph.D., Assoc. Prof., Sorrell College of Business, Troy State University (USA)

J.A. Haslem, Ph.D., Professor Emeritus of Finance, Robert H. Smith School of Business, University of Maryland (USA)

A. Herbst, Dr., Professor of Finance, Chair of the Charles R. and Dorothy S. Carter at the University of Texas at El Paso (USA)

Z. Hoque, Ph.D. (Manchester), FCMA, CPA, Coordinator, Postgraduate Research Studies, Department of Accounting, Deakin University (Australia)

P. Hsiao, Ph.D., Professor and Chair in Finance, College of Business, San Francisco State University (USA)

G.V. Karels, Ph.D., Professor of Banking, Nebraska Bankers Association College (USA)

H.M. Kat, Director of the Alternative Investment Research Centre at the Sir John Cass Business School at City University in London (UK)

E. Lawrence, Ph.D., Professor of Finance, College of Business Administration, University of Missouri (USA)

D. Lien, Ph.D., Richard S. Liu Distinguished Chair in Business, Associate Dean for International Affairs, College of Business, University of Texas, San Antonio (USA)

O. Loistl, Ph.D., Professor of Finance, Vienna University of Economics and Business Administration (Austria)

A.G. Malliaris, Ph.D., Interim Dean, Walter F. Mullady Professor of Economics, School of Business Administration, Loyola University (USA)

C. Nolan, Ph.D., Professor of Economics, Director, Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis, University of St. Andrews (UK)

S.D. Norton, Ph.D., Cardiff Business School of Cardiff University (UK)

G. Philippatos, Ph.D., Professor of Banking and Finance, Department of Finance, University of Tennessee (USA)

M. Phillips, Ph.D., Professor of Finance, College of Business and Economics, California State University (USA)

J. Qi, Ph.D., Prof., Bank of America, Department of Finance, University of South Florida (USA)

A. Rai, Ph.D., Assistant Professor of Accounting, College of Administrative Science, University of Alabama (USA)

S.T. Rachev, Ph.D., Chair of Econometrics, Statistics and Mathematical Finance, School of Economics and Business Engineering, University of Karlsruhe (Germany)

V. Singal, Head, Department of Finance, J. Gray Ferguson Professor of Finance, Pamplin College of Business (USA)

K. Tandon, Professor of Finance, Chairman, Department of Economics and Finance, Baruch College (CUNY) (USA)

G. Philippatos, Ph.D., Professor of Banking and Finance, Department of Finance, University of Tennessee (USA)

G.F. Tannous, Ph.D., Professor and Head of Department of Finance and Management Science, College of Commerce, University of Saskatchewan Saskatoon (Canada)

K. Tseng, Ph.D. in Economics, Pennsylvania State University (USA)

A. Ukhov, Ph.D. in Financial Economics, Assistant Professor of Finance, Indiana University's Kelley School of Business (USA)

M.T. Vaziri, Prof., Department of Accounting and Finance, California State University (USA)

J.D. Vu, Associate Professor of Finance, DePaul University (USA)

F. Wu, Prof., Dean of Lingnan College, School of Business and Economics, California State University (USA)

U. Yaari, Ph.D., Professor of Finance, School of Business, Rutgers University – Camden (USA)

B. Yavas, Ph.D., Professor of Finance, School of Management, California State University (USA)

Contents

Papers' abstracts / Анотації до статей	5
Sezgin Acikalin, Rafet Aktas, Seyfettin Unal	
Relationships between stock markets and macroeconomic variables: an empirical analysis of the Istanbul Stock Exchange	8
Almira Biglova, Takashi Kanamura, Svetlozar T. Rachev, Stoyan Stoyanov	17
Modeling, risk assessment and portfolio optimization of energy futures	
Zhaojun Yang, Christian-Oliver Ewald	32
Continuous time evolutionary market dynamics: the case of fix-mix strategies	
Wei-Ning Chen, Chen-Yi Hsu	41
Corporation financial performance and market reaction to ESOP: evidence from Taiwan	
Chun-An Li and Hung-Cheng Lai	51
The impact of the trading systems development on bid-ask spreads	
William J. Bertin, David Michayluk, Laurie Prather	57
Liquidity issues surrounding neglected firms	
K. Senthil Kumar, C. Vijaya Banu, V. Lakshmana Gomathi Nayagam	
Financial product preferences of Tiruchirapalli investors using analytical hierarchy process and fuzzy multi criteria decision making	66
Annalisa Croce, Daniele Daminelli, Giancarlo Giudici	74
Stock repurchases and future operating performance: empirical evidence from Italy	
John Simpson, Lakshman Alles, John Evans, Jennifer Westaway	84
Identification of stock market manipulation: a case study	
Arun Kumar Gopaldaswamy, Debashis Acharya, Jaideep Malik	95
Stock price reaction to merger announcements: an empirical note on Indian markets	
Inna Shkolnyk, Olha Kozmenko	104
The peculiarities of the financial market development in Ukraine	
Authors of the issue	113
Submission guidelines for authors	115

Papers' abstracts / Анотації до статей

Сезгін Асікалін, Рафет Актас, Сейфеттін Унал

Відношення між фондовими ринками та макроекономічними змінними: емпіричний аналіз показників фондової біржі Стамбула

Мета даної статті – аналіз відношення між рівнем прибутковості фондової біржі Стамбула (ISE) та макроекономічними змінними економіки Туреччини. Шляхом використання коінтеграційного тестування та векторної моделі корекції похибки (VECM) по відношенню до набору квартальних даних автори виявили довготривалі стабільні відносини між ISE та чотирма макроекономічними змінними: ВВП, обмінним курсом, процентною ставкою та поточним платіжним балансом. Результатом тесту на причинну залежність є знаходження однонаправленого зв'язку між макропоказниками та індексом фондової біржі Стамбула. Тобто, згідно з існуючою літературою, зміни ВВП, валютного курсу та поточного платіжного балансу впливають на індекс ISE. Проте, на противагу очікуванням, зміни індексу фондового ринку впливають на рівень процентної ставки.

Алміра Біглова, Такаші Канамура, Светлозар Т. Рачев, Стоян Стоянов

Моделювання, оцінка ризику та оптимізація портфеля енергетичних ф'ючерсів з точки зору ризику та доходності

У статті досліджено оптимізацію портфелів енергетичних ф'ючерсів з огляду на ризик та доходність шляхом використання частки синтетичних цінних паперів з новими характеристиками (STARR), що уможливило оцінку взаємозв'язку рівня ризику та норми прибутку для нерівномірно розподілених доходів. Використовуючи модель ARMA(1,1)-GARCH(1,1)-PCA зі стабільно розподіленими нововведеннями, що відображають характерні риси енергетичної сфери, а саме, середній рівень інверсії, гетероскедастичність, сезонність, потенціал дії, автори розробили модель цінової компенсації для енергетичних ф'ючерсів. Запропоновано також метод вибору портфеля ф'ючерсів шляхом збільшення частки синтетичних цінних паперів з новими характеристиками, який отримав назву “портфель переможця”. В емпіричних дослідженнях, проведених за допомогою використання енергетичних ф'ючерсів на західно-техаську неочищену нафту, паливо комунально-побутового призначення, природний газ, що продаються на Нью-Йоркській товарній біржі енергоносіїв (NYMEX), моделі цінових прибутків з використанням стабільно розподілених інновацій порівнюються зі звичайними моделями. Зроблено висновок, що моделі з використанням стабільно розподілених інновацій є більш прийнятними для енергетичних ф'ючерсів, ніж звичайні. Також у статті обговорюється питання стосовно того, які характеристики енергетичних ф'ючерсів роблять рівномірно розподілені інновації прибутковими. Потім, використовуючи модель ARMA(1,1)-GARCH(1,1)-PCA, автори поєднали цінову компенсацію енергетичних ф'ючерсів зі стабільними та обрали портфель енергетичних ф'ючерсів, прийнявши до уваги отримані цінові прибутки, в результаті чого виявилось, що портфелі “переможців” є набагато кращими за звичайні середньозважені портфелі “переможених”. Насамкінець, з метою обрання портфеля переможця енергетичних ф'ючерсів, досліджено корисність використання частки синтетичних цінних паперів з новими характеристиками.

Жаокун Янг, Крістіан-Олівер Евалд

Безперервна часова динаміка ринку, що розвивається: випадок фіксовано-змішаних стратегій

Автори статті розробили постійну модель ринку, що розвивається, де ціни є внутрішньо генерованими пропозицією та попитом. Припускається, що інвестиційні стратегії є фіксовано-змішаними, що означає, що відповідні статті бюджету є постійними в часі. Тому дану модель можна назвати моделлю змішаного типу. Тоді як норми певного портфеля залишаються постійними в часі, активи, встановлення ринкової рівноваги та, зокрема, частка ринку окремих портфельних стратегій розвиваються в безперервному часі. Головна мета статті – зрозуміти динаміку матеріальних благ, яка характеризує еволюцію часток ринку. Автори вивчають її асимптотичність та визначають еволюційно-стабільні інвестиційні стратегії. Ці стратегії не допускають нових учасників фінансового ринку до отримання матеріальних благ протягом тривалого періоду. Окрім того, за наявності незначної кількості “стратегій-мутантів” вони витісняють з ринку стратегії вторгнення. Авторське визначення еволюційної стабільності є видозміною оригінального визначення еволюційно-стабільних стратегій Мейнарда-Сміта та Прайса (1973).

Вей-Нінг Чен, Чен-Йі Хсу

Фінансові показники компанії та реакція ринку на Програму придбання акцій працівниками (ESOP): дані з Тайваню

Метою статті є вивчення того, чи змінюються фінансові показники тайванських підприємств у зв'язку з прийняттям Програми участі працівників у прибутках компанії (ESOP). Проаналізовано також реакцію прибутків від

акціонерного капіталу компанії у разі оголошення радою директорів про використання ESOP. Результати вказують на те, що електронні та неелектронні сектори мають значні відмінності в плані доходності власного капіталу (ROE), розміру прибутків та коефіцієнта власного капіталу протягом періодів до та після події, виходячи з розміру обігу сумарних активів. Виявлено, що електронна промисловість найбільшою мірою реагує на подію, а також те, що мають місце негативне відношення між кумулятивною середньою аномальною доходністю (CAAR) та розміром фірми та позитивне відношення між коефіцієнтом ринково-балансової вартості та коефіцієнтом заборгованості.

Чун-Ан Лі, Хунг-Чен Лаі

Вплив розвитку торговельних систем на різницю між цінами продавця і покупця

Слідуючи за закриттям, 30 червня 2005 року, системи вільних біржових торгів (форма біржових торгів жестом та голосом – часто викриком – де трейдери фізично присутні на торговельній площадці – біржі) на фондовій біржі Сінгапура (SGX), торгівля ф'ючерсами компанією MSCI Taiwan на Стамбульській фондовій біржі стала проводитись лише на базі електронних систем. Однак, ще до початку змін існувала гібридна форма торгівлі – з системою вільних біржових торгів та торгівлею цінними паперами за допомогою електронних засобів, які здійснюються паралельно на фондовій біржі Стамбула. Дана стаття покликана проаналізувати розвиток системи торгівлі SGX та її вплив на різницю між курсами продавця й покупця на різних стадіях вільних біржових торгів, паралельного проведення вільних біржових торгів та електронної торгівлі, а також виключно торгівлі цінними паперами за допомогою використання електронних засобів (електронної торгівлі).

Результати роботи показують, що ліквідність, як оцінено за допомогою аналізу щоденної різниці між цінами продавця й покупця, є нижчою в умовах електронної системи торгівлі, а не вільних біржових торгів. Автори виявили, що не було суттєвої різниці в щоденних спредах між курсами продавця та покупця з використанням електронної системи торгівлі до чи після закриття площадки для проведення торгів жестом та голосом. Окрім того, при паралельному впровадженні цих двох систем щоденна різниця між цінами продавця та покупця була нижчою за умов наявності системи торгівлі з використанням електронних засобів, ніж в умовах системи вільних біржових торгів. Взавши за основу показники різниці між цінами продавця та покупця, автори виявили, що в плані ліквідності система електронної торгівлі має переваги над методом біржових торгів жестом та голосом.

Вільям Дж. Бертін, Девід Михайлюк, Лаурі Пратер

Питання ліквідності, з якими стикаються “забуті” компанії

Ефект “забутої” фірми – це випадок, коли акції менш відомих компаній мають більші прибутки, ніж ті, які передбачені моделями визначення вартості активів. Науковці виявили послаблення таких змінних, як курс акцій, які частково пояснюють продуктивність забутих фірм. Недогляд (відсутність уваги) та ціна можуть бути заміними показниками ліквідності капіталу кожної фірми, а вищі зареєстровані прибутки фактично можуть бути винагородою за нестачу ліквідних коштів. У даній статті порівнюються два визначення “забутості” та їх зв'язок з поняттям ліквідності. Якщо відсутність уваги оцінювати за кількістю аналітиків, що спостерігають за акціями (капіталом), то більше число спеціалістів можна пов'язати з вищою ліквідністю капіталу. Ще сильніший взаємозв'язок спостерігається, коли заміним показником нехтування є широко розповсюджені оголошення про прибутковість. Ці результати підтверджуються висновками регресійних аналізів, які контролюють курс акцій.

К. Сентіл Кумар, С. Віджая Бану, В. Лакшмана Гоматі Наягам

Аналіз надання переваги фінансовим продуктам інвесторами Тіручірапаллі шляхом використання методів аналітичної ієрархії та прийняття невизначених багатокритеріальних рішень

Процес прийняття рішень – найбільш важлива наукова, соціальна та економічна сфера діяльності. Література пропонує багато класичних прийомів виявлення зв'язку між альтернативами та критеріями у лінгвістичному відношенні. Серед них метод невизначеної аналітичної ієрархії є найбільш ефективним. Автори даної статті розглядають шість інвестиційно-фінансових продуктів. Позаяк кожна альтернатива має незначну відмінність з іншим вибором, вибір найкращого варіанту потребує “невизначених даних”. Мета даної статті – класифікувати фінансові продукти згідно з перевагами респондентів, які здійснюють вибір, та згідно з різними характеристиками, такими, як недоторканність інвестованого капіталу, ліквідність, стабільність доходу, збільшення об'єму капіталу, податкові пільги, протидія інфляції та замовчування.

Анналіса Кроус, Даніеле Дамінеллі, Жанкарло Джуудісі

Зворотний викуп акцій та майбутня операційна продуктивність: емпіричні дані з Італії

У статті проаналізовано операційну продуктивність промислових компаній, акції яких котируються на фондовій біржі Італії і які оголосили про зворотний викуп акцій у період з 1989 по 2001 рік. Якщо говорити

більш детально, то автори націлені на перевірку того, чи вселяє оголошення про зворотний викуп оптимізм стосовно майбутньої прибутковості (сигнальна гіпотеза), чи воно свідчить про те, що компанії повернуть гроші інвесторам у випадку слабкої операційної продуктивності, щоб уникнути агентських витрат (гіпотеза про вільний потік грошових коштів).

Авторами було виявлено, що компанії, які увійшли до вибірки, продемонстрували значне погіршення операційної продуктивності після оголошення, про що свідчать абсолютне вираження та результати порівняльного аналізу відповідних підприємств, що увійшли до контрольної вибірки. Слабка операційна продуктивність є особливо важливою для компаній, які ефективно здійснюють зворотний викуп акцій після оголошення, тоді як не виявлено суттєвої різниці по відношенню до фірм, що оголошують про такий викуп, проте він не є ефективним. Ці результати підтверджують гіпотезу про вільний потік грошових коштів.

Джон Сімпсон, Лакшман Аллес, Джон Еванс, Дженніфер Веставеї

Виявлення випадків біржових махінацій: дослідження конкретної ситуації

Стаття базується на фактичних висновках аналізу, проведеного експертами університету для регулюючого органу однієї розвинутої країни. Описано методологію, яка використовується при виявленні випадків біржових махінацій, здійснюваних штатними співробітниками гірничодобувної компанії, коли покупець нових акцій не несе відповідальності у випадку неоплати цінних паперів (назву компанії та країни не вказано), та проаналізовано набір експериментальних даних. Спираючись на висновки експертів, висвітлені у даній статті, слід додати, що компанії, які з самого початку перебували під підозрою, були дійсно звинувачені у здійсненні махінацій.

Арун Кумар Гопаласвами, Дебашиз Ачарія, Джайдіп Малік

Реакція біржового курсу на оголошення про поглинання: емпіричні дані з індійського ринку

У роботі емпірично досліджено різницю між реакцією біржового курсу компаній, які придбавають активи іншого підприємства, та компаній-об'єктів поглинання на оголошення про придбання. Роль внутрішньої інформації перед оголошенням про придбання також емпірично досліджено та охарактеризовано як привід для підвищення цін у період перед оголошенням. Під час проведення дослідження було використано традиційну методику ситуаційного аналізу. З метою визначення періоду ініціації підвищення ціни було вивчено та порівняно різні часові проміжки. Також проаналізовано зміни цін після поглинання. Результати аналізу вказують на тенденцію до підвищення кумулятивних аномальних прибутків компаній протягом періоду перед оголошенням, що, в свою чергу, говорить про значення внутрішньої інформації або прогнозування. Крім того, результати свідчать про те, що в період оголошення прибутки компанії-одержувача є вищими, ніж прибутки компанії, яка є об'єктом поглинання. Після поглинання спостерігається тенденція до зниження кумулятивних прибутків, що вказує на негативний результат придбання.

Інна Школьник, Ольга Козьменко

Особливості розвитку фінансового ринку в Україні

В статті досліджено стан заощаджень та інвестицій як в цілому по світовій економіці, так і по окремих регіонах. На основі зіставлення даних про заощадження та інвестиції виявлено, що глобалізація фінансів сформувала боргові економіки в цілому ряді регіонів, в тому числі і в економічно розвинутих країнах. Зроблено висновки щодо необхідності дослідження особливостей розвитку фінансового ринку України на фоні країн з аналогічним станом росту ринку, а саме, доцільно фінансовий ринок України порівнювати, по-перше, з ринками, які мають приблизно такі ж обсяги капіталізації, та, по-друге, з ринками, що сформувались не так давно і, особливо тими, що сформувались в країнах, які свого часу входили до так званих країн "соціалістичного табору". В роботі проведено аналіз фінансового ринку України на фоні держав з так званими "граничними ринками", до яких належать ринкові господарства, що є занадто малими та неліквідними, щоб віднести їх до категорії ринків, що розвиваються, або найменш розвинуті з ринків, що розвиваються. Авторами проведено дослідження кореляційної залежності між показниками ринкової капіталізації країн з граничним ринком, таких як Румунія, Хорватія, Словенія, Болгарія, Литва, Естонія, Латвія. Проаналізовано динаміку темпів приросту обсягу ринкової капіталізації в зазначених країнах, а також показник частки ринкової капіталізації ВВП. На основі проведеного дослідження подано основні рекомендації стосовно посилення ролі фінансового ринку України у формуванні її конкурентоспроможної економіки.

Inna Shkolnyk (Ukraine), Olha Kozmenko (Ukraine)

The peculiarities of the financial market development in Ukraine

Abstract

This paper addresses the condition of savings and investments environment in the world economy and in particular regions. As a result of financial globalization there were formed promissory economies in a number of countries including the economically developed ones. It is necessary to investigate peculiarities of the financial market development in Ukraine comparing it to the countries with the same conditions of market growth, particularly, it is useful to compare the Ukrainian financial market, first of all, to the markets of approximately the same capitalization volume and, second, to the newly formed markets, especially in the countries of the former “socialist camp”. In the paper the Ukrainian financial market was analyzed comparing it to the countries with so called “frontier markets” (small and non-liquid to be treated as developing markets, or the least developed ones among the above mentioned markets). The authors investigated the correlation dependence between the market capitalization indices of the countries with the frontier markets, such as Romania, Croatia, Slovenia, Bulgaria, Lithuania, Estonia, and Latvia. The growth rates of the market capitalization volume in the said countries and the index-number of the market capitalization share of the GDP were analyzed. On the basis of the performed investigation there were given the main recommendations as for strengthening the role of the Ukrainian financial market in the process of forming the competitive economy of the country.

Keywords: savings, investments, financial market, market capitalization.

JEL Classification: G15.

Introduction

During the last decades the world financial system has become rather complex and more attention is needed to keep it stable. The important aspect of international integration processes is the existence of the integrated market of the world savings and loans, i.e. the financial market. Financial markets are developing at a very fast rate influenced by the processes of liberalization, deregulation, globalization as well as the high level of informational and computer technologies. Ukraine is an integral part of the processes of world globalization. Nowadays the Ukrainian financial market is at the early stage of its development and it doesn't influence the world market economy in comparison with the developed countries. However, taking into account the role of developing countries, there exists the necessity of a substantial investigation of the Ukrainian financial market position in the world financial area.

Development of the effective financial market able to mobilize and redistribute the investment resources is the most burning task of the national economy regulation. Lately the financial market has been gaining its pace and there emerges the acute necessity to research the tendencies and define the directions of its further development.

A lot of scientific works including those written by the Ukrainian researchers were dedicated to the problem of the financial market development. World Bank experts pay considerable attention to the

problems of the world financial system as well as the world financial market. Such scientists as H. Shtnazi (2003), Beck, T., Demirguc-Kunt A., Levine R. (1999), Maksimovic V. (1998), Prasad Invar, Rajan Raguram, Subramanyan Arwind (2007) as well as the experts of the European Central Bank Hartman P., Maddaloni A., Manganelli S. (2003), the experts of Deutsche Bundesbank Herrmann S., Jochem A. (2003) significantly contributed to this issue. Among the national experts V. Korneyev (2005), O. Lybkina (2005), V. Povoroznick et al. (2007) should be mentioned. Considering the intensive development of the Ukrainian financial market as well as its essential irregularity it becomes necessary to investigate the peculiarities of its development and to define its role in the world financial system.

1. Methodology

Carrying out the present investigation the authors considered that the main function of the financial market was the transformation of savings of households into investments for the needs of enterprises. The object of this investigation is to analyze the modern world tendencies while forming savings and investments, and to investigate the degree of their correlation with the national trends. A special attention was paid to the characteristic features of behavior of the above said factors in the countries of the Central and Eastern Europe because there were a considerable number of countries with almost the same level of development as in Ukraine. The size of the Ukrainian financial market can not be matched to the leaders of the world financial system, according to the World Bank data the

volumes of the domestic market capitalization composed only 0,2% of the sum of market capitalization in USA in 2005. And if we consider the figures of the world financial market capitalization this rate will be even lower. The results of the comparative analysis of the home market and markets of the developed countries are apparently non-objective as in the course of the investigation there was chosen a group of countries, which had almost the same comparable in time market volumes peculiarities of formation and development.

In the process of investigation we used, first of all, data published by the World Bank estimating the condition of savings and investments environment in the world financial system; second, data presented by Standard & Poor's classification analyzing situation in the so-called "frontier markets", to which the Ukrainian financial market belongs; and, finally, accounting data by the State panel of the capital issues and the Ukrainian stock market.

2. Results

2.1. The world savings and investments. One of the main functions of the financial market is mobilization of temporarily free financial resources of households, market participants, state institutions, foreign investors, and the transformation of these resources into financial capital. This function can be seen in the following: temporarily free financial resources in form of public savings, i.e. cash and other financial resources of the households, market participants, state institutions, not spent on resource utilization and real investment, are drawn to be effectively used in the country's economy by the financial market mechanism. Based on the World Bank data it was defined that the average savings dynamics in the world economy is sufficiently stable ranging from 20,4% to 22,8% (Global Development Finance, 2007). It is lower compared with the level of savings in the developed countries. During 2000-2002 the saving ratio in the GDP gradually decreased, but since 2003 the year-on-year stable criteria growth can be noticed.

One should mention that USA experience the lowest savings level in comparison with the regions of the world economy. The savings rate of the GDP is ranging from 13,4% to 18,0% alongside with the opposite tendency of the index in economically developed countries in general, while the savings share has increased since 2003, in USA such tendency has started to form only since 2005.

The highest savings level can be observed in the Middle East countries where since 2002 the savings share in GDP has significantly grown. Such phenomenon is explained by the oil prices dynamics since the countries of this region have

the largest oil pools in the world. Moreover, this tendency to grow is taking place in other Asian developing countries. Analyzing the figures of economically developed countries one can conclude that they are rather stable and without significant fluctuations. The coefficients dynamics of the gross savings in the economical sectors of the Group of Seven has an opposite tendency. If the private and the household sectors gradually minimize the savings volume the corporations on the modern stage maximize it, which again confirms the above said conclusions.

There exist different kinds of connection between regions and world tendency according to the savings share measured in % of GDP of a certain country or region. The defined coefficient values of correlation, presented in Table 1, show the different dependence levels of correlations between savings volumes in different countries (from maximum on the level of the functional connection to reverse with the opposite tendency of the separate region or the world economy on the whole) for the 2000-2006 period. Having examined the dynamics correlation between the world savings and different regions, one can conclude that for the period under investigation the maximal interconnection was with Canada – 0,981, so it can be called the functional one. In USA the savings index (% to GDP) has the lowest correlation level with the world index and one of the lowest among the regions.

Thus, in the economically developed countries, such as France, Italy, Great Britain there is a reverse relationship as the correlation coefficients are of negative value. It means that with the world savings index growth the marked index in these countries decreases. Having investigated the correlation indices in the countries of the Central and Eastern Europe and the Commonwealth of Independent States, to which Ukraine belongs, and other regions, the Commonwealth of Independent States has the highest correlation level with Japan. There exists the direct correlation with other regions of the mentioned countries with the exception of Italy and Great Britain, where the correlation is negative. As for the correlation index of savings change Ukraine has the tightest connection with Italy being almost functional. The high correlation level of savings is observed in Ukraine and the countries of Euro Area – 0,711.

At the same time one should mention that the major part of savings, formed in Ukraine, belongs to the households, which share in the sum of net savings is gradually increasing. In 2003 they owned only 45,92%, in 2005 – 72,67% of the overall volume of net savings in a given country.

Table 1. The correlation of savings indices in % to GDP in the world regions for the period of 2000-2006

Region	The whole world	Developed countries	USA	Euro Area	Germany	France	Italy	Japan	Great Britain	Canada	New industrial Asian countries	Other emerging countries	Africa	Central and Eastern Europe	Commonwealth of Independent States	Asian developing countries	Near East	Western Hemisphere	Ukraine	
The whole world	1	0,512	0,316	0,602	0,794	-0,03	-0,053	0,804	-0,666	0,981	0,554	0,493	0,825	0,798	0,913	0,37	0,741	0,419	-0,129	
Developed countries		1	0,961	0,544	-0,013	0,816	0,082	0,909	0,254	0,369	0,062	-0,483	-0,034	0,620	0,802	-0,602	-0,188	-0,496	0,343	
USA			1	0,440	-0,230	0,922	0,237	0,788	0,424	0,164	-0,211	-0,668	-0,247	0,577	0,636	-0,758	-0,393	-0,701	-0,642	
Euro Area				1	0,536	0,300	0,420	0,591	0,591	0,593	0,300	0,034	0,360	0,583	0,710	-0,059	0,259	-0,031	0,711	
Germany					1	-0,500	0,118	0,341	-0,818	0,858	0,678	0,819	0,904	0,420	0,561	0,736	0,930	0,782	0,178	
France						1	0,255	0,545	0,649	-0,190	-0,425	-0,869	-0,529	0,296	0,352	-0,917	-0,661	-0,891	-0,343	
Italy							1	-0,052	0,174	-0,009	-0,573	-0,265	-0,155	0,459	-0,027	-0,223	-0,210	-0,434	0,985	
Japan								1	-0,168	0,686	0,297	-0,090	0,373	0,760	0,964	-0,227	0,225	-0,136	-0,356	
Great Britain									1	-0,740	-0,469	-0,923	-0,954	-0,382	-0,344	-0,896	-0,963	-0,816	0,642	
Canada										1	0,606	0,614	0,890	0,759	0,835	0,504	0,820	0,538	0,060	
New industrial Asian countries											1	0,603	0,632	-0,007	0,457	0,511	0,624	0,724	0,915	
Other emerging countries												1	0,876	0,106	0,126	0,988	0,943	0,967	-0,227	
Africa													1	0,504	0,562	0,812	0,973	0,789	-0,269	
Central and Eastern Europe														1	0,786	0,024	0,379	-0,063	-0,439	
Commonwealth of Independent States															1	-0,014	0,429	0,076	0,063	
Asian developing countries																1	0,890	0,946	-0,356	
Near East																	1	0,880	-0,244	
Western Hemisphere																		1	0,078	
Ukraine																				1

This fact is to certain extent an evidence of forming the features of market economy in Ukraine. Unlike the countries with developed financial market the Ukrainian savings structure of population denotes the absence of effective financial market. According to the structure of financial assets of households almost 88% belongs to cash and deposits, and only 9,69% – stocks and other types of interest. It means that a considerable part of financial resources at households' disposal underwork the effective realization of the financial market opportunities. The reasons for that are the existence of considerable risks in the domestic economy conditioned by unstable political and economic situation, legal exposure of populations' operations placing the temporarily free financial resources as well as lack of financial competence and experience in forming relations with the financial market, more exactly, with the financial intermediaries. In the Soviet times there existed deposit commitments into the banking institutions but actually there was no financial market and nowadays despite the low confidence level people cooperate with banking institutions. As for the cooperation with financial intermediaries, which redistribute resources through the financial market, they are at the initial stage. Additionally, in the domestic scientific literature little attention is paid to the role of households as a serious potential investor.

Along with the savings indices it is necessary to analyze the investments indices as they are the basis of the further extended reflection in economy. In this case the level of relations of the investments indices between regions differs greatly from the relations level of savings. Table 2 shows that the developed countries have a strong correlation level with the world determinants, 0,858, and the correlation level in the USA can be called the functional one. In general, the highest investments level of the GDP is seen in the Asian developing countries. The value of this index is more than 30% and during the period of 2000-2006 it increased from 30,3% to 39,2%. To some extent this fact witnesses that in the above mentioned countries extended reflection takes place with rather fast rate. Besides, new industrial world countries demonstrate a considerable investment level of GDP – approximately 30%.

In economically developed countries the average investments level was 21,74% for the period of 2000-2006, which is far lower from that of the above said regions. USA has a bit lower level of investments volume than the countries of Euro Area have – 19,57% and 20,77%.

In the countries of the Central and Eastern Europe this level is about 23,6%, which is lower than in economically developed countries. The mark of the Commonwealth of Independent States is 20,3% (the correlation level is negative though with strong connection with savings). Ukraine has 24,4%.

Savings should be investigated along with investments. Comparing the indices value we can receive information about net creditors and net debtors. The vast majority of the world countries are the net debtors according to the assets balance sheet and obligations (international investments); among the net debtors are developing countries and countries in transition. The majority of economically developed countries are debtors with net foreign external debt. The net creditors for the period of 2000-2006 are USA, Great Britain and other developed countries. External borrowings, debts to non-resident creditors and their service strongly exist in the functioning mechanism of the national economies converting almost all countries into borrowers.

Borrowing from non-residents is used for regulating foreign and external payments, deficiency payments of government and local budgets, renewal of state pension and investments funds, carrying out the structural transformations and social programs (Povoroznyk, 2006).

For the period under study the following situation took place in the world finance market: countries in transition and oil-exporting countries started accumulating big net savings because of the low investments level combined with high income from oil exporting. As a result, the capital moves from the emerging countries to the industrially developed ones (especially USA) in quite opposite direction of the economic theory (The Perspectives of World Economy Development, 2007). After bursting the bubble prices in the stock markets at the beginning of 2000 companies in many industrially developed countries changed their traditional positions directed on borrowing money for capital investments financing to providing financial surplus. A sizeable amount of positive net balance of straight line operations account in emerging countries (and lately in oil-producing nations) was called the global "savings surplus" and explained as the reason for USA ability to finance record high deficit of current account on low interest rates.

Finance globalization has formed an economic system with chronic financial deficit and now provides its functioning.

Table 2. The correlation of investments indices in % to GDP in the world regions for the period of 2000-2006

Region	The whole world	Developed countries	USA	Euro Area	Germany	France	Italy	Japan	Great Britain	Canada	New industrial Asian countries	Other emerging countries	Africa	Central and Eastern Europe	Commonwealth of Independent States	Asian developing countries	Near East	The Western Hemisphere	Ukraine
The whole world	1	0,858	0,971	0,894	0,353	0,929	0,120	0,374	0,517	0,743	0,576	0,454	0,514	0,816	-0,231	0,439	-0,537	0,962	0,949
Developed countries		1	0,932	0,959	0,778	0,836	-0,303	0,754	0,841	0,344	0,374	-0,053	0,061	0,706	-0,571	-0,079	-0,877	0,897	0,937
USA			1	0,911	0,510	0,882	-0,054	0,475	0,653	0,640	0,578	0,288	0,343	0,867	-0,432	0,259	-0,673	0,982	0,955
Euro Area				1	0,675	0,927	-0,114	0,739	0,795	0,372	0,287	0,053	0,203	0,596	-0,354	0,039	-0,791	0,884	0,915
Germany					1	0,389	-0,668	0,945	0,881	-0,281	-0,034	-0,643	-0,487	0,275	-0,733	-0,675	-0,935	0,451	0,670
France						1	0,110	0,505	0,598	0,567	0,322	0,314	0,408	0,574	-0,118	0,335	-0,593	0,874	0,851
Italy							1	-0,504	-0,447	0,386	-0,151	0,610	0,485	-0,065	0,486	0,698	0,474	-0,088	0,365
Japan								1	0,872	-0,313	-0,210	-0,610	-0,416	0,106	-0,534	-0,611	-0,907	0,413	0,498
Great Britain									1	-0,148	0,001	-0,459	-0,307	0,106	-0,605	-0,494	-0,907	0,624	0,635
Canada										1	0,783	0,886	0,811	0,770	0,124	0,873	0,088	0,671	0,945
New industrial Asian countries											1	0,635	0,653	0,820	-0,054	0,511	0,023	0,667	0,752
Other emerging countries												1	0,940	0,440	0,530	0,978	0,501	0,360	0,973
Africa													1	0,396	0,610	0,875	0,418	0,444	0,955
Central and Eastern Europe														1	-0,477	0,384	-0,408	0,861	0,983
Commonwealth of Independent States															1	0,518	0,773	-0,320	0,619
Asian developing countries																1	0,483	0,303	0,922
Near East																	1	-0,589	-0,467
Western Hemisphere																		1	0,974
Ukraine																			1

There exists a number of economies of scarcity that acquire the debt character with big share of loan capital in form of foreign capital entry and accumulated liabilities. Promissory economies are characterized by increasing volume of external debt and payments: new borrowings and payments service operations are becoming an important factor of their functioning and one of the major trends of the state policy.

In the modern world economy one can distinguish several types of economies of scarcity and promissory/debt economies depending on level of debt promissory loading, dependence, volume and structure of attracted foreign resources as well as external debts and payments. Economic systems of developed and developing countries as well as those with transitional economies with scarce and promissory characteristics differ greatly from one another according to qualitative criteria. A lot of developed and developing countries with net external debt have rather high economic results receiving constant entry of foreign resources by means of direct investments placing shares among non-residents and by means of borrowings in the international credit markets.

Recently the world economy has been functioning in a scarce mode with permanent negative balance of the world current accounts and exceeding the world investments over the world savings (Fig. 1). The average data for the world regions and separate countries for the period of 2000-2006 were calculated on the basis of the World Bank data and they confirm the above mentioned facts. As it is seen the world economy is generally characterized by predominance of investments over savings – 0,24% from the amount of GDP. The same situation is observed in economically developed countries, especially in USA, where investments prevail over savings at a 4,84% rate, presenting the maximum share among economically developed countries.

But in the Commonwealth of Independent States and Near East the situation is quite different, where savings prevail at a 8,83% and 9,93% rate respectively.

Concluding the above said information, it should be said that it is necessary to analyze the development of financial markets taking into consideration the period of their existence and the amount of market capitalization. The Ukrainian financial market will be expediently to compare first of all with markets having approximately the same volume of capitalization and newly formed ones especially in the countries of the former “socialistic camp”.

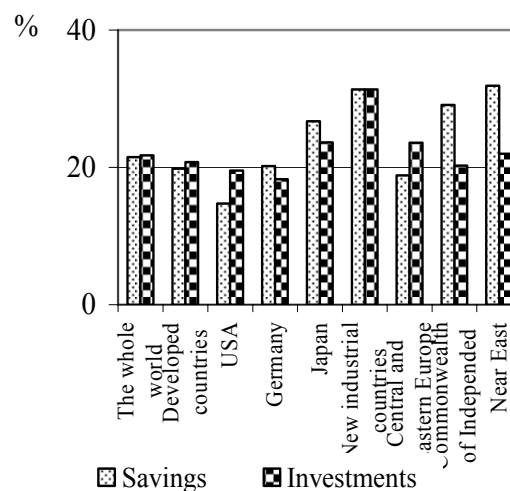


Fig. 1. Correlation of savings and investments among the countries and regions, average data for the period of 2000-2006

2.2. The Ukrainian financial market in the “frontier market” structure. According to the Standard & Poor’s classification, the Ukrainian market belongs to “frontier markets”. Markets of the developing countries are divided into “developing markets” and “frontier markets”. The term “developing market” denotes equity market on a transitional stage of development characterizing by growth, increase of activity level, complicated infrastructure and complying with at least one of the following criteria: 1) functioning in countries with low or medium income levels according to the World Bank classification; 2) having not significant real capitalization (compared to the current GDP of a country) with possibility of investments. The countries with developing markets (according to S&P classification) are Brazil, China, Czech Republic, Hungary, Israel, Poland, Russia and Turkey.

To “frontier markets” belong ones which are extremely small and non-liquid to be developing markets, or the least developed among the latter. The Frontier-index of S&P comprises 20 market, the total capitalization of which makes 32 billion US dollars, less than 1% of the total sum of the world market capitalization – Croatia, Estonia, Latvia, Lithuania, Romania, Slovenia, Ukraine, Bulgaria. The correlation analysis (Table 3) shows that the countries were correctly chosen for the analysis, as in most cases the market capitalization index of Ukraine has a high level of correlation dependence.

At the same time index of USA intentionally embedded in a calculation shows the senseless of comparing the world financial market leader with other countries, as almost in every case the correlation coefficient is 0.5 or lower.

Table 3. The correlation of market capitalization indices of the “frontier market” countries for the period of 2000-2006

	Ukraine	Romania	Croatia	Slovenia	Bulgaria	Lithuania	Estonia	Latvia	USA
Ukraine	1	0,988	0,927	0,743	0,984	0,943	0,482	0,962	0,438
Romania		1,000	0,962	0,821	0,987	0,962	0,577	0,987	0,404
Croatia			1,000	0,927	0,958	0,992	0,765	0,978	0,546
Slovenia				1,000	0,788	0,889	0,928	0,850	0,463
Bulgaria					1,000	0,972	0,567	0,979	0,501
Lithuania						1,000	0,729	0,729	0,610
Estonia							1,000	0,629	0,542
Latvia								1,000	0,451
USA									1,000

Concerning the market capitalization share in the GDP the indices presented in Table 4 are of no importance in comparison with developed countries. This fact also proves that in the given countries financial markets are at the initial stage of their development.

Table 4. Correlation between market capitalization and GDP, %

Country	2003	2004	2005	2006
Ukraine	9,7	18,76	30,13	40,27
Romania	12,9	16,73	27,84	25,58
Croatia	28,1	32,23	36,11	64,24
Slovenia	25,3	30,24	22,11	38,68
Bulgaria	10,9	11,4	19,32	31,17
Lithuania	24,7	29,38	34,08	32,52
Estonia	57,5	58,76	27,83	34,56
Slovakia		10,76	10,05	9,61
Latvia	12,8	12,73	16,92	12,67

Financial market of Croatia demonstrates the biggest and rather stable tendency, the share of which increased twice during 4 years (2003-2006). Ukraine also demonstrates rather stable and build-up rates of the said index, which grew almost in 4 times for the same period. Such swift growth is accompanied by substantial risks intensified with unstable political situation in the country. This requires enforcing the regulation policy and financial flow control.

At a time when the index of market capitalization share of GDP is relatively stable the dynamics of the

market capitalization volume index is quite irregular. Table 5 presents the increase rates of market capitalization indices, which are unstable and have uncertain tendency not only in Ukraine but also in other countries.

Table 5. Increase rates of market capitalization volume, %

Country	2003	2004	2005	2006
Ukraine	34,5	173,7	112,0	71,6
Romania	28,9	100,5	74,7	59,2
Croatia	63,0	69,1	17,9	124,5
Slovenia	19,2	76,2	-18,4	92,2
Bulgaria	139,3	59,8	81,4	103,0
Lithuania	140,0	84,1	26,6	24,5
Estonia	56,0	63,6	-43,7	70,6
Slovakia	0,0	0,0	-0,4	26,9
Latvia	59,7	45,1	52,7	7,0

The year 2004 witnessed the maximum of growth rates; in 2005-2006 the downtrend was formed. Such abrupt change of index can be explained by sale of the open Joint-stock Company “Kryvorizhstal”, the powerful metallurgical giant. Unstable dynamics is also seen in other countries with abrupt variation from negative to positive indices and vice versa. It is the evidence of immature financial market in these countries.

The market capitalization and volume of GDP rates of growth in Ukraine differ greatly (Fig. 2).



Fig. 2. The rates of growth dynamics of market capitalization and GDP in Ukraine

In comparison with rate of growth of countries' GDP with the maximum meaning 12,1% in 2004 the rates of growth of market capitalization are much greater. Moreover, the indices behavior in different years doesn't correspond with each other. Despite considerable variations in the dynamics of market capitalization index the built linear trend is the evidence of market capitalization growth.

The reasons of such situation in the Ukrainian financial market are as follows: 1) short period of existence (the features of financial market appearance actually emerged at the beginning of 90s of the 20th century; 2) the absence of the practical experience of government regulation of financial intermediaries and their operations as well as working out legislative base by trials and errors; 3) considerable violations in legislation and wheeler-dealer finance of intermediaries, absence of trust from people concerning operations in the finance market; 4) the absence of strategy of financial market development, which breaks the balance of issuers', financial intermediaries and investors activities.

Conclusion

The mechanism of financial market must provide transformation of temporarily free financial resources, which are in form of public savings, into investments for the economy sake. Analysis based on savings and investments data correlation as in the world economy as in particular countries, brought to the conclusion that in most cases their moving has

opposite directions in different regions. Besides, globalization of finance has formed economic system with chronic financial deficit and provides its functioning. A number of national scarce economies acquire the debt character with big share of credit resources in foreign resources entry and in accumulated liabilities. The debt economic systems are characterized with increasing volume of the external debt and payments. New borrowings and payments coverings become an important requirement of their functioning and one of the major trends of government policy.

According to Standard & Poor's classification Ukrainian market belongs to the "frontier markets", i.e. it is at the transitional stage of development, marked by growth, increased activity level and complicated infrastructure, and also meets at least one of two criteria: 1) it is functioning in the country with low or medium income level according to Standard & Poor's classification; 2) it is marked by insignificant capitalization (with a possibility of investments) compared to the current GDP. Ukraine with relatively stable share of market capitalization into GDP has irregular dynamics of index of market capitalization volume. For effective development of financial market in Ukraine it is necessary to provide economic as well as social conditions, i.e. to identify the strategic trends of development, to regulate a legislative base in accordance with a chosen strategic model, and to work out measures that would promote restoring confidence towards financial institutions.

References

1. Берегуля А.Я. Сбережения населения в странах, ориентированных на фондовый рынок и банковский сектор // Экономические науки. – 2007. – С. 12-17.
2. Вторичные эффекты и циклы в мировой экономике. Перспективы развития мировой экономики / Апрель, 2007 // www.imf.org
3. Григорьев Л.М., Гурвич Е.Т., Саватюгин А.Л. Финансовая система и экономическое развитие. – 2002. – Институт энергетики и финансов. – www.fief.ru
4. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002-2006 рр. – www.ssmc.gov.ua

5. Корнєєв В.В. Модель та інструментарій фінансового ринку України // Фінанси України. – 2005. – №6. – С. 76-81.
6. Липшиц Лесли. Обратитъ внимание на финансы // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 24-27.
7. Любкіна О.В. Фінансові ринки у контексті глобалізації // Фінанси України. – 2005. – №9. – С. 122-128.
8. Перспективы развития мировой экономики. Глобализация и инфляция. Апрель 2006 г. – www.imf.org
9. Поворозник В.О. Фондовый рынок Украины на сучасному етапі: проблеми та шляхи їх вирішення // Стратегічні пріоритети. – 2007. – №1. – С. 127-132.
10. Прасад Инвар, Раджан Рагурам, Субраманьян Арвинд. Парадокс капитала // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 16-19.
11. Розанова Н. Развивающиеся рынки капитала: чему учит мировой опыт // Мировая экономика и международные отношения. – 2007. – №2. – С. 24-31.
12. Рудый К.В. Финансовые кризисы: теория, история, политика. – М.: Новое знание, 2003. – 400 с.
13. Світові фінанси: Навчальний посібник / С.М. Козьменко, В.М. Нечепуренко, О.М. Костюк та ін. – Суми: ВТД “Університетська книга”, 2002. – 116 с.
14. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики // Вопросы экономики. – 2006. – №12. – С. 80-97.
15. Суржко А.В. Банковская система и рынок ценных бумаг: конкуренция в условиях конвергенции // Финансы и кредит. – 2007. – №12. – С. 17-25.
16. Українська економіка сьогодні – досягнення проблеми, перспективи / Я.А. Жалило, Я.Б. Базилюк, Я. Белінська та ін. – К.: НІСД, 2007. – 92 с.
17. Шинази Г.Дж. Сохранение финансовой стабильности. МВФ. – 2005. – // www.imf.org
18. Amel D., Barnes C., Panetta F., Salleo C. Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence // Journal of Banking and Finance. – 2004. – №28. – pp. 2493-2519.
19. Bowen A. The Financial Stability Report of the Central Bank of Iceland: a review // Financial Stability. – 2007. – pp. 84 – 97.
20. Beck, T., Demirguc-Kunt A., Levine R., A new database on financial development and structure, Washington, D.C: World Bank, mimeo, 1999.
21. Campos, N., Coricelli, F. Growth in Transition: What We Know, What We Don't, and What We Should // William Davidson Institute Working Paper. – 2002. – №470.
22. Demirguc-Kunt, A., Maksimovic V. Law, Finance, and Firm Growth // Journal of finance. – 1998. – №53. – pp. 2107-2137.
23. Financial Stability Review // European Central Bank. – 2005. – June. – www.ecb.int
24. Global development finance. The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries. Review, analysis, and outlook 2007. The world bank. – 2007. – // www.imf.org
25. Hartman P., Maddaloni A., Manganelli S., The Euro Area Financial System: Structure, Integration And Policy Initiatives // European Central Bank, Working Paper series. – 2003. – May. – №230.
26. Herrmann S., Jochem A. The international integration of money markets in the central and east European accession countries: deviations from covered interest parity, capital controls and inefficiencies in the financial sector // Discussion paper. Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank. – 2003. – March. – 40 p.

Authors of the issue

- Seyfettin Unal** – Ph.D., Assist. Prof., Dumlupinar University (Turkey)
- Sezgin Acikalin** – Ph.D., Assist. Prof., Dumlupinar University (Turkey)
- Rafet Aktas** – Ph.D., Assist. Prof., Dumlupinar University (Turkey)
- Svetlozar T. Rachev** – Ph.D., Dr., University of Karlsruhe (Germany), KIT, University of California, Santa Barbara (USA)
- Almira Biglova** – Ph.D., Department of Econometrics, Statistics and Mathematical Finance, University of Karlsruhe (Germany)
- Takashi Kanamura** – Ph.D., J-POWER (Japan)
- Stoyan Stoyanov** – Chief Financial Researcher, FinAnalytica Inc (USA)
- Christian-Oliver Ewald** – Lecturer/Assist. Prof., University of St. Andrews, School of Economics and Finance (UK)
- Zhaojun Yang** – Prof., School of Economics and Trade, Hunan University (PR China)
- Wei-Ning Chen** – Ph.D., Assist. Prof., Department of International Business, Kainan University (Taiwan)
- Chen-Yi Hsu** – Ph.D., Assist. Prof., Department of International Business, Kainan University (Taiwan)
- Chun-An Li** – Ph.D., Professor of Finance, Department of Finance, National Yunlin University of Science and Technology (Taiwan)
- Hung-Cheng Lai** – Ph.D., Assistant Professor of Finance, Department of Finance, The Overseas Chinese Institute of Technology (Taiwan)
- William J. Bertin** – D.B.A., Professor of Finance, School of Business, Bond University (Australia)
- David Michayluk** – Ph.D., Associate Professor of Finance, School of Finance and Economics, University of Technology, Sydney (Australia)
- Laurie Prather** – Ph.D., Associate Professor of Finance, School of Business, Bond University (Australia)
- K. Senthil Kumar** – Research Scholar, School of Management, SASTRA University, Thanjavur (India)
- C. Vijaya banu** – M.Com, MBA, Ph.D., Assist. Prof., School of Management, SASTRA University, Thanjavur (India)
- V. Lakshmana Gomathi Nayagam** – Ph.D., Department of Mathematics, National Institute of Technology, Tiruchirapalli (India)
- Annalisa Croce** – Ph.D., Department of Management, Economics and Industrial Engineering, Politecnico di Milano (Italy)
- Daniele Daminelli** – Ph.D. student, Department of Management, Economics and Industrial Engineering, Politecnico di Milano (Italy)
- Giancarlo Giudici** – Assoc. Prof., School of Management, Politecnico di Milano (Italy)

- John Simpson** – Senior faculty member of the School of Economics and Finance, Curtin University (Australia)
- John Evans** – Prof., Pro Vice Chancellor, Miri Campus, Curtin University of Technology (Australia)
- Lakshman Alles** – School of Economics and Finance, Curtin University of Technology (Australia)
- Arun Kumar Gopalaswamy** – Ph.D., Visiting Faculty, School of Management, Asian Institute of Technology (Thailand), Assist. Prof., Department of Management Studies, Indian Institute of Technology, Madras (India)
- Debashis Acharya** – Ph.D., Assist. Prof., Department of Humanities and Social Sciences, Indian Institute of Technology, Madras (India)
- Jaideep Malik** – MBA, Goldman Sachs India Limited (India)
- Inna Shkolnyk** – Candidate of Sciences in Economics, Assoc. Prof., Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine (Ukraine)
- Olha Kozmenko** – Candidate of Sciences in Economics, Assoc. Prof., Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine (Ukraine)

Submission guidelines for authors

The cover page of a manuscript should contain the **title** and **name(s)** of the author(s). The author's name, degree, position and the place of work as well as contact details (phone number, job and/or personal e-mail) should be provided at the bottom of this page.

1. Abstract preparation guidelines

- 1.1. The abstract (150-200 words) should reflect the conceptual content of the article.
- 1.2. Journal of Economic Literature (JEL) classifications are necessary.

2. The paper main body preparation guidelines

- 2.1. The paper should present the result of independent original research, undertaken by the author; it should contain the data never published before.
- 2.2. The paper should contain a clear description of research objective and its subject.
- 2.3. The methodology of research should be described in detail.
- 2.4. The author's personal scientific contribution must be grounded in the paper.
- 2.5. The paper should contain basic suggestions on how to solve the problem under study.

3. References in the text

- 3.1. References in the text are made as follows: (Myers, 2000), the former being name of the author, the latter-edition year.
- 3.2. Examples of references:
Alchian A., S. Woodward. Reflections on the Theory of the Firm // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1987. – №143. – pp. 110-136.
Berle A.A., G.C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – New York: Macmillan, 1932. – 418 pp.

4. Manuscript length

- 4.1. The paper should not be less than 2000 words and should not exceed 6000 words.

5. Submission guidelines

Please send your paper using one of the formats listed below:

- 5.1. A soft copy as an MS Word .doc file (all versions accepted) or as .rtf file to:
Journal "Investment Management and Financial Innovations":
Executive Editor (Tatiana Medved): imfiexeceditor@businessperspectives.org
- 5.2. A hard copy supplied with a disc containing a soft copy of the paper to:
Publishing company "Business Perspectives"
Dzerzhynsky lane, 10
Sumy 40022
Ukraine

6. Reviewing process

All papers are refereed by the international competent researchers using a "double-blind" review which is the best practice in papers reviewing.

7. Acceptance fee

We offer a very democratic fee policy to our contributors. We only ask for payment from those authors whose papers have already been reviewed and accepted for publication in the journal.

A joint subscription form 2008

Follow guidelines to complete it.

Journal “PROBLEMS AND PERSPECTIVES IN MANAGEMENT”:

For institutional subscribers	USD	For individual subscribers	USD
<input type="checkbox"/> Print	545	<input type="checkbox"/> Print version	230
<input type="checkbox"/> Online	350	<input type="checkbox"/> Online	200
<input type="checkbox"/> Print version + online	650	<input type="checkbox"/> Print version + online	350
<input type="checkbox"/> Full back issues online	560	<input type="checkbox"/> Full back issues online	250

Journal “INVESTMENT MANAGEMENT AND FINANCIAL INNOVATIONS”:

For institutional subscribers	USD	For individual subscribers	USD
<input type="checkbox"/> Print version	525	<input type="checkbox"/> Print version	225
<input type="checkbox"/> Online	340	<input type="checkbox"/> Online	190
<input type="checkbox"/> Print version + online	630	<input type="checkbox"/> Print version + online	330
<input type="checkbox"/> Full back issues online	480	<input type="checkbox"/> Full back issues online	260

Journal “INNOVATIVE MARKETING”:

For institutional subscribers	USD	For individual subscribers	USD
<input type="checkbox"/> Print version	485	<input type="checkbox"/> Print version	215
<input type="checkbox"/> Online	315	<input type="checkbox"/> Online	180
<input type="checkbox"/> Print version + online	580	<input type="checkbox"/> Print version + online	310
<input type="checkbox"/> Full back issues online	420	<input type="checkbox"/> Full back issues online	220

Journal “BANKS AND BANK SYSTEMS”:

For institutional subscribers	USD	For individual subscribers	USD
<input type="checkbox"/> Print version	700	<input type="checkbox"/> Print version	240
<input type="checkbox"/> Online	455	<input type="checkbox"/> Online	190
<input type="checkbox"/> Print version + online	840	<input type="checkbox"/> Print version + online	330
<input type="checkbox"/> Full back issues online	390	<input type="checkbox"/> Full back issues online	210

Underline one of the payment methods you prefer, and write the amount to pay (if you prefer, you can pay by one check/bank transfer to subscribe to all journals):

1. I enclose a check for USD / EURO _____;
2. Send me an invoice for USD / EURO _____.

Write your contact details here:

Name _____
 Institution _____
 Address _____
 E-mail _____ Tel _____

Signature _____

Please, send this form (with the check if you prefer to pay by check) at:

Ms. Lyudmyla Kozmenko
 Publishing company “Business Perspectives”
 Dzerzhynsky lane, 10
 Sumy, 40022 Ukraine
 E-mail: ppmmaineditor@businessperspectives.org