

Лютий І. О.ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3561-2432>

доктор економічних наук, професор, заслужений економіст України, завідувач кафедри фінансів Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Київ, Україна, liutyi@knu.ua

Крупка І. М.ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3106-8660>

кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри аналітичної економіки та міжнародної економіки Львівського національного університету імені Івана Франка, Львів, Україна, ihorkrupka@yahoo.com

**ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ ТА СУПЕРЕЧНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ
ВІТЧИЗНЯНОГО РИНКУ АКЦІЙ**

Анотація. Розглянуто проблеми формування ринку акцій в Україні, висвітлено тенденції розвитку та стратегічні напрями удосконалення його функціонування за сучасних економічних умов. Розкрито роль та завдання ринку акцій як складової фінансового ринку країни. Проаналізовано динаміку та структуру обсягів як емісії акцій, так і торгівлі ними, на підставі чого здійснено узагальнення й виявлено певні закономірності та суперечності. Виокремлено характерні риси і перспективи розвитку ринку акцій та запропоновано низку заходів для підвищення його ролі в забезпеченні економічного зростання країни, що у підсумку сприятиме покращанню функціонування фондового ринку України й загалом фінансового ринку, зміцненню його інвестиційного потенціалу і, як результат, соціально-економічному розвитку країни.

Ключові слова: ринок акцій, грошові кошти, фінансовий ринок, випуск (емісія) акцій, фондова біржа, лістинг, фінансова глобалізація.

Рис. 5. Табл. 2. Літ. 37.

Ihor LiutyiORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3561-2432>

Dr. Sc. (Economics), Professor, Honored Economist of Ukraine, Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine, liutyi@knu.ua

Ihor KrupkaORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-3106-8660>

Ph. D. (Economics), Associate Professor, Ivan Franko National University of Lviv, Lviv, Ukraine, ihorkrupka@yahoo.com

**DEVELOPMENT PRIORITIES AND CONTEMPORARY FUNCTIONING
OF DOMESTIC STOCK MARKET**

Abstract. The purpose of the article is to find out the problems and contradictions of Ukraine's stock market formation, to identify trends and directions for improving its functioning in the current economic conditions. The role and tasks of the stock market as part of the financial market are revealed. The dynamics and structure of the volume of shares' issue, as well as the volume of trading them, are analyzed; on this basis current trends on the market are revealed. The research highlights the features and problems of the stock market functioning, which made it possible to conclude that this market in Ukraine is not yet at the proper level of development, in fact, it does not provide for needs of the real sector of the economy, has a speculative character, practically does not facilitate the transfer of capital to a competitive company / branches of the domestic economy. These circumstances considerably complicate the integration of the domestic stock market into the European and world financial environment. In Ukraine, in order to transform the stock market into an important segment of the domestic financial market and increase its role in ensuring the country's economic growth, it is necessary to implement a balanced approach to the use of debt securities by the government, to stimulate individuals' activity in the stock market activities, as well as operations

© Лютий І. О., Крупка І. М., 2019

on the market, to carry out nonshadow privatization of stateowned companies, to improve a state regulation system of the market, to modernize the informational and technological component of operations with securities, etc. Equally important for ensuring the stable development of the stock market in the future is an uptodate reform of the state governance system which will have a positive impact on all aspects of society's life, in particular, ensure an effective protection of property rights, overcome corruption and make many other crucial steps that will enhance the role of the stock market in ensuring the country's economic growth and, as a result, improve the functioning of stock and general financial market of Ukraine and socioeconomic development of country.

Key words: stock market, money, financial market, issue of shares, stock exchange, listing, financial globalization.

JEL classification: G10.

Лютый И. А.

доктор экономических наук, профессор, заслуженный экономист Украины, заведующий кафедрой финансов Киевского национального университета имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

Крупка И. М.

кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры аналитической экономики и международной экономики Львовского национального университета имени Ивана Франко, Львов, Украина

**ПРИОРИТЕТЫ РАЗВИТИЯ И ПРОТИВОРЕЧИЯ
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ОТЕЧЕСТВЕННОГО РЫНКА АКЦИЙ**

Аннотация. Рассмотрены проблемы формирования рынка акций в Украине, освещены тенденции развития и стратегические направления совершенствования его функционирования в современных экономических условиях. Раскрыты роль и задачи рынка акций как составляющей финансового рынка страны. Проанализированы динамика и структура объемов как эмиссии акций, так и торговли ими, на основании чего осуществлено обобщение и выявлены определенные закономерности и противоречия. Выделены характерные черты и перспективы развития рынка акций и предложен ряд мер по повышению его роли в обеспечении экономического роста страны, что в итоге будет способствовать улучшению функционирования фондового рынка Украины и в целом финансового рынка, укреплению его инвестиционного потенциала и, как результат, социально-экономическому развитию страны.

Ключевые слова: рынок акций, денежные средства, финансовый рынок, выпуск (эмиссия) акций, фондовая биржа, листинг, финансовая глобализация.

Розвинутий фінансовий ринок є важливим чинником зростання економіки будь-якої країни. Широкий вибір фінансових інструментів, умов емісії цінних паперів, погашення і виплати доходу, різні схеми торгівлі ними та взаємозв'язків між економічними суб'єктами повинні забезпечувати максимальну мобілізацію тимчасово вільних коштів, їх раціональний розподіл і перерозподіл й ефективне використання. Це визначає роль ринку цінних паперів та важливість його впливу на економічний розвиток кожної країни. Розбудова його складових (ринків пайових та боргових цінних паперів) є вкрай важливим і відповідальним завданням на сучасному етапі з огляду на інтеграцію України в європейський та світовий економічний простір.

На цьому сегменті фінансового ринку в Україні нагромадилося чимало проблем, які стосуються розвитку фінансової інфраструктури, удосконалення механізму торгівлі цінними паперами, поліпшення захисту прав кредито-

рів та інвесторів, системи розкриття інформації, випуску та обігу фінансових інструментів тощо. Зволікання з їх вирішенням не дає змоги суттєво покращити фінансування реального сектору та підвищити його роль у забезпеченні зростання економіки. Тому визначення пріоритетних напрямів реформування в контексті підвищення ефективності фінансового забезпечення розвитку національної економічної системи України належить до першочергових загальнодержавних завдань, а європейська інтеграція та глобалізаційні процеси посилюють потребу в розробленні нових науково-методологічних підходів до розв'язання проблем, що виникають. Особливо це стосується українського ринку акцій, який на східноєвропейському просторі відстає від інших країн (Польщі, Чехії, Угорщини, Румунії, Хорватії, Казахстану [1, с. 75]), потребуючи модернізації законодавчого регулювання й запровадження відповідних заходів для залучення інвестицій та емітентів. Водночас нові інформаційні технології та інновації на міжнародних фондових ринках в умовах фінансової глобалізації зумовили низку змін у їх функціонуванні й привели до перегляду моделей та інструментів їх регулювання, що актуалізує дослідження сучасних тенденцій, проблем та суперечностей функціонування вітчизняного ринку акцій і визначення пріоритетів його розвитку.

Вагомий внесок у дослідження ринку акцій зробили такі зарубіжні вчені, як Е. Бредлі, А. Вільямс, Дж. Гікс, П. Друкер, Р. Кіюсакі, Г. Марковіц, Р. Мертон, Д. Тобін, У. Шарп, М. Шоулз та ін. Водночас проблеми становлення й розвитку українського ринку цінних паперів та ринку акцій зокрема розглядаються у працях таких вітчизняних науковців, як О. Абакуменко [2] (проблеми та перспективи розвитку ринку акцій в Україні), А. Алексеєнко [3] (нові фінансові інструменти та цифровізація операцій в умовах формування інформаційної економіки), О. Зоценко [4] (вплив глобалізаційних процесів на ринок акцій та його роль у забезпеченні макрофінансової стабільності в Україні), К. Клименко [5] (процес імплементації до національного законодавства зобов'язань, передбачених Угодою про асоціацію з ЄС у сфері фінансового ринку та його інфраструктури), В. Корнеєв [6] (особливості вітчизняного ринку акцій і корпоративних відносин на сучасному етапі), І. Краснова [7] (стан та перспективи розвитку фондового ринку в Україні), О. Мозговий [8] (проблеми становлення та функціонування вітчизняного фондового ринку), А. Непран [9] (залучення ринку капіталу в систему інвестиційного фінансування реального сектору економіки України), С. Онишко [10; 11] (потенціал фінансового ринку в системі джерел фінансового забезпечення інноваційно орієнтованого розвитку України в умовах глобальних викликів), Є. Редзюк [1] (вплив валютного регулювання на вітчизняний фондовий ринок), І. Рекуненко [12; 13] (рівень фінансової безпеки фондового ринку України та періодизація його розвитку), О. Сьомченков [14; 15] (проблеми лістингу та розкриття інформації на фондовому ринку), М. Стецько [16] (роль ринку акцій у формуванні структур корпоративного типу в економіці України), А. Федоренко [17] (можливості додаткового залучення коштів громадян та юридичних осіб для фінансування розвитку підприємств через ринок акцій), Н. Шелудько [18] (різні види ризиків та проблема довіри на вітчизняному фондовому ринку),

І. Школьник [19] (капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій і динаміка дивідендної дохідності) та ін.

Проте лише частина аспектів, що розглядалися в цих працях, досі не втрачають актуальності, а інші залишилися поза увагою вітчизняних науковців та потребують дослідження, оскільки ринок акцій України перебуває у постійному динамічному русі, котрий необхідно простежувати, аналізувати і щодо якого важливо робити прогнози на майбутнє. Тому питання розроблення стратегії його системної трансформації в умовах євроінтеграції та напрямів реформування в сучасних реаліях є масштабним й актуальним.

Мета статті – з'ясування тенденцій, перспектив розвитку та пріоритетних напрямів удосконалення функціонування ринку акцій в Україні у сучасних умовах розбудови фінансової системи держави.

Методологічним підґрунтям дослідження є фундаментальні положення економічної теорії й теорії фінансів, наукові концепції українських і зарубіжних учених, у яких розглянуто закономірності розвитку та регулювання ринку акцій в нерозривній єдності із загальними економічними процесами в країні. Під час дослідження використано такі методи: аналіз, порівняння, індукція, синтез, логічний, формалізація, узагальнення, економіко-статистичні та ін.

Сьогодні для забезпечення стабільного економічного зростання в Україні недостатнім є використання традиційних джерел фінансування розвитку компаній (корпоративний прибуток, амортизаційні відрахування, банківські та товарні кредити, різні види поточної кредиторської заборгованості, які практично вичерпали себе або недоступні через різні об'єктивні причини [17]). Тому для суб'єктів господарювання постає завдання пошуку додаткових джерел фінансування, які наразі незадіяні внаслідок відсутності достатніх правових або економічних передумов щодо їх залучення в реальний сектор. Перспективними джерелами, на наш погляд, є неорганізовані заощадження домогосподарств та їхні доходи, а також тимчасово вільні кошти суб'єктів господарювання. Один зі способів залучення цих додаткових коштів – формування ефективного ринку акцій та його інтеграція до міжнародного фондового ринку, що забезпечить залучення як вітчизняних, так й іноземних суб'єктів до фінансування інвестиційно-інноваційних проектів у національній економіці.

З розвитком інформаційних технологій дедалі більше інвесторів віддають перевагу розміщенню коштів на фондових ринках, які, незважаючи на періодичні коливання, останнім часом мають тенденцію до зростання. Але далеко не кожен економічний суб'єкт України здійснює вкладення в цінні папери (акції, облігації тощо), що можна пояснити такими причинами: як недостатньою поінформованістю та/або рівнем знань потенційного споживача послуг, так і низькою фінансовою культурою частини емітентів, наявністю негативних явищ і на самому ринку, і в економіці країни загалом, недовірою до фінансових інститутів та держави як гаранта належного функціонування ринку. Попри зазначене, ринок акцій може посісти важливе місце серед інших сегментів вітчизняного фінансового ринку, оскільки частка акцій у фінансуванні капітальних інвестицій (табл. 1) коливалася від мінімальних 3,8 % у 2018 р. до максимальних 72,4 % у 2017 р.

Таблиця 1

Динаміка інвестицій, емісії акцій та корпоративних облігацій в Україні

Рік	Фінансування інвестицій загалом*, млрд грн	Емісія акцій, млрд грн	Випуск корпоративних облігацій, млрд грн	Обсяг емісії акцій до обсягу всього фінансування інвестицій, %	Обсяг випуску облігацій до обсягу всього фінансування інвестицій, %	Випуск облігацій до емісії акцій, %
2002	37,178	12,80	4,30	34,4	11,6	33,6
2003	51,011	18,02	4,20	35,3	8,2	23,3
2004	75,714	28,34	4,10	37,4	5,4	14,5
2005	93,096	24,81	12,75	26,6	13,7	51,4
2006	125,254	43,54	22,07	34,8	17,6	50,7
2007	188,486	50,00	44,48	26,5	23,6	89,0
2008	233,081	46,14	31,35	19,8	13,5	67,9
2009	151,777	101,07	10,11	66,6	6,7	10,0
2010	180,576	40,59	9,49	22,5	5,3	23,4
2011	241,286	58,16	35,91	24,1	14,9	61,7
2012	273,256	15,84	51,39	5,8	18,8	324,4
2013	249,873	64,23	42,47	25,7	17,0	66,1
2014	219,420	144,35	20,01	65,8	9,1	13,9
2015	273,116	122,30	11,42	44,8	4,2	9,3
2016	359,216	199,36	5,52	55,5	1,5	2,8
2017	448,462	324,84	8,35	72,4	1,9	2,6
2018	578,726	22,26	15,46	3,8	2,7	69,5

* Інвестиції в основний капітал (2002–2009 рр.), капітальні інвестиції (2010–2018 рр.).

Примітка. Дані за 2014–2018 рр. наведено без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та без частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

Складено за даними Державної служби статистики України (http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/ibd/iokjf/iokjf_u07.htm); http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2007/ibd/iokjf/iokjf_u10-13_bez.htm) та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<https://www.nssmc.gov.ua/reports/>).

Важливо звернути увагу на те, що вперше всі громадяни України стали власниками акцій у 1990-ті роки під час приватизації державних підприємств. Станом на 2017 р. було приватизовано 132 050 державних підприємств, із них: 55,8 % – за рахунок приватизаційних майнових сертифікатів, 15,2 % – через продаж майна на аукціоні, 14,9 % – здавання в оренду з подальшим викупом, 8,3 % – розміщення акцій, 5,7 % – на конкурсних засадах [20]. Усе зазначене суттєво вплинуло на розвиток вітчизняного ринку акцій та національні особливості його функціонування.

Фактично створення ринку цінних паперів розпочалося в 1991 р. після прийняття Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” й утворення Української фондової біржі. Через формування в умовах відсутності необхідної практики та досвіду вітчизняний ринок акцій має елементи як європейської, так і американської моделі фондових ринків. Така особливість пояснюється тим, що в Україні у певні періоди розбудови ринку орієнтувались на різні моделі. Фахівці НБУ [21] виокремлюють два основних етапи його формування. На першому – ринок акцій фактично розвивався самостійно, оскільки механізми приватизації не передбачали обов’язковості використання цього ринку, тому він не отримав з боку держави достатніх стимулів для початкового розвитку. Крім того, до 1995 р. окремі функції регулювання ринку здійснювались численними державними установами, а єдиного органу з координації державної політики не було. Розвиток ринку також стримували майже повна відсутність законодавчого регламентування поведінки його учасників, низький рівень захисту їхніх прав, брак стандартних правил укладання контрактів та стандартів щодо обсягів і періодичності розкриття інформації, формування звітності, макроекономічна нестабільність. Учасникам ринку довелося самостійно створювати інститути й механізми для торгівлі цінними паперами, оскільки спершу угоди з ними укладались на його неорганізованому сегменті ринку або на ринках, які не призначені для цих операцій, зокрема на товарних біржах (на 1995 р. 14 товарних бірж відкрили фондові відділи та здійснювали операції з цінними паперами [8]).

Другий етап розвитку ринку характеризується активнішою й конструктивнішою участю держави, спрямованою на розвиток ринку та його інфраструктури, формування правового забезпечення і системи регулювання. Зокрема було створено єдиний спеціальний орган державного регулювання – Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), Національний депозитарій України, а також ухвалено низку законодавчих і нормативних актів.

Водночас І. Рекуненко [13] виокремлює такі етапи розвитку зазначеного ринку:

- 1) становлення – 1991–1994 рр.;
- 2) масової приватизації – 1995–1999 рр.;
- 3) удосконалення та часткового запровадження міжнародних стандартів – 2000 р. – I півріччя 2008 р.;
- 4) фінансової кризи – II півріччя 2008–2009 рр.;
- 5) модернізації – 2010 р. – дотепер.

В Україні на етапі модернізації було здійснено ряд реформ для підвищення захисту прав інвесторів та формування конкурентоспроможного національного ринку на основі поступового зменшення спекулятивної складової з одночасним зростанням інвестиційно спрямованого сегмента в умовах фінансової глобалізації.

У процесі розгляду еволюції ринку акцій України вітчизняні науковці [1, с. 76–77; 3, с. 6; 4; 5; 14] констатували низку суперечностей його функціонування і виокремили проблеми, які перешкоджають подальшому розвитку, зокрема: неготовність вітчизняних емітентів надавати повну інформацію про свою діяльність; неузгодженість підходів до регулювання діяльності організаторів торгівлі; низький рівень інформаційного супроводу лістингового процесу; відсутність цивілізованих правил валютообмінних операцій на фондовому ринку; необхідність запровадження нової ІТ-платформи торгівлі акціями й облигаціями, апробованої в європейському співтоваристві (TARGET2-Securities); ризики недружнього поглинання; корупційний тиск; нерозвинутість і закритість для іноземного капіталу через національне законодавство та незацікавленість потужних олігархічно-кланових корпоративних структур у більш прозорому й конкурентному розвитку; недосконалість правового забезпечення та його невідповідність законодавству Європейського Союзу у сфері обігу цінних паперів, фінансових послуг, корпоративного управління та діяльності компаній, а також у частині регулювання професійної діяльності на ринку, емісії цінних паперів і розкриття інформації, рівня захищеності прав інвесторів; політична нестабільність та військовий конфлікт тощо. Варто зауважити, що Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом передбачено необхідність приведення чинного законодавства у відповідність із законодавством ЄС.

Як бачимо, суперечності та проблеми формування та розвитку цього ринку активно обговорюються в економічній літературі, оскільки вони важливі не лише з теоретичної, а й з практичної точки зору. Їх аналіз і оцінка функціонування ринку дадуть змогу розробити рекомендації для підвищення його ролі як інструменту залучення інвестиційних ресурсів. Отже, вітчизняний ринок акцій у процесі еволюції стикався з безліччю проблем, що обмежували його можливості позитивно впливати на національну економіку. Для з'ясування рівня їх вирішення й виявлення сучасних тенденцій проаналізуємо зміни кількісних та якісних показників ринку акцій. Спершу розглянемо загальну динаміку та структуру емісії й торгівлі цінними паперами.

Виконаний на основі даних рис. 1 аналіз річних обсягів випуску акцій за 2008–2018 рр. свідчить про наявність істотних коливань, структурних зрушень та зміну тенденцій. Так, у 2009 р. цей показник порівняно з попереднім роком зріс більше ніж удвічі, проте у 2012 р. вже зафіксовано його мінімальний рівень і зменшення на 72,8 % порівняно з попереднім роком. Протягом наступних років відбувалося стрімке нарощування обсягів до максимуму в 2017 р., при цьому річний темп приросту становив 62,9 %. Це призвело до того, що частка акцій у загальному обсязі випуску цінних паперів на кінець 2017 р. збільшилась до 91,36 %, тоді як частка корпоративних облигацій зменшилась до 2,36 % [22, с. 25]. Зростання обсягів випуску акцій було спричинено

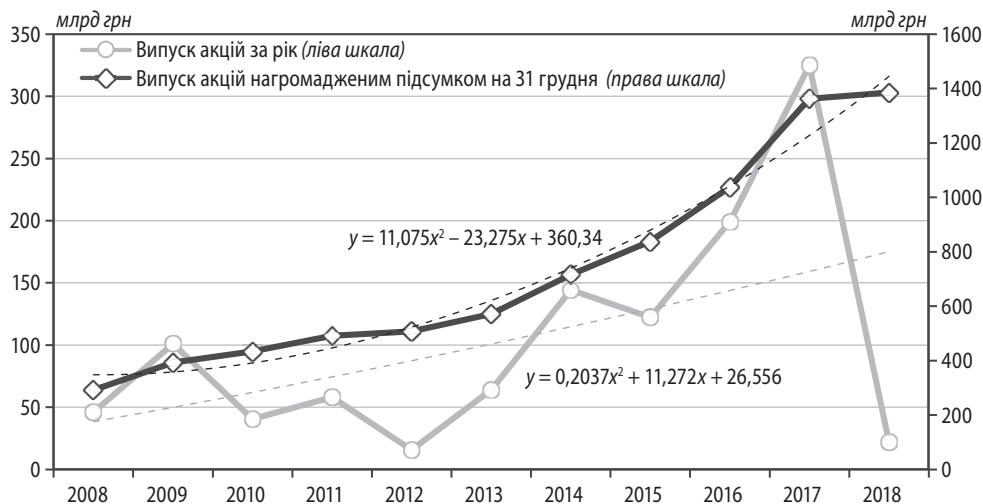


Рис. 1. Динаміка обсягу зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій

Складено за: Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>.

збільшенням статутних капіталів банків задля виконання норм НБУ і намаганням компаній отримати ресурси для забезпечення безперервної фінансово-господарської діяльності за умов звуження доступу до інших джерел фінансування.

Однак нагромаджений показник (див. рис. 1) характеризується зміною цих темпів від мінімального у 2012 р. (+3,2 %) до максимальних у 2009 р. (+34,6 %) і 2017 р. (+31,3 %). З огляду на це рівняння тренду, отримані для двох зазначених показників на цьому рисунку відображають тенденцію до їхнього пришвидшеного зростання упродовж останніх років, проте його темп є різним: 3,4 % для нагромадженого показника і 5,2 % для річного. У 2018 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) зареєстровано 93 випуски акцій на суму 22,26 млрд грн, тобто порівняно з 2017 р. їх обсяг зменшився на 302,58 млрд грн, а за I кв. 2019 р. – 12 випусків акцій на суму 0,7 млрд грн [24].

Утім, в Україні частка річних обсягів випусків акцій у загальному обсязі випусків цінних паперів також суттєво коливалася – від 4,7 % в 2012 р. до 91,8 % у 2017 р., причому в 2009–2012 рр. вона постійно зменшувалася, а з 2013 р. – зростала. Крім того, у грошовому виразі випуски акцій мають тенденцію до зростання – за 2013–2017 рр. цей показник збільшився майже в 10 разів. Проте розподіл обсягу й кількості зареєстрованих Комісією випусків акцій за кварталами вказує на наявність значних коливань у межах року. Максимальний відсоток обсягів випусків акцій у 2013–2016 рр. припадав на IV кв., а в 2017 р. – на III кв. Щорічна кількість випусків акцій розподіляється по кварталах порівняно рівномірніше, оскільки максимальна квартальна частка становить 35,9 %, а мінімальна – 15,6 %, тоді як розподіл їх часток щодо обсягів випусків у грошовому виразі становить відповідно 92,8 і 1,1 %.

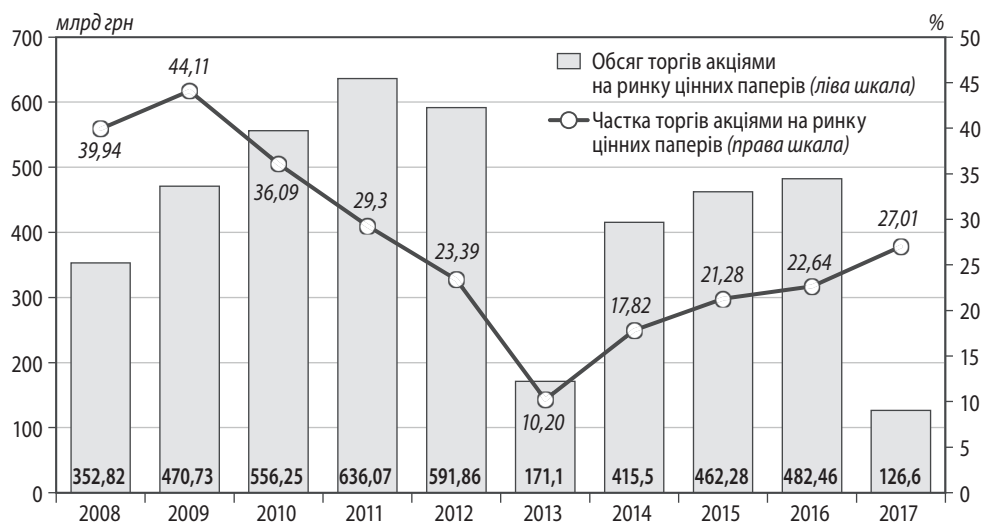


Рис. 2. Динаміка обсягу торгів акціями та їх частка на ринку цінних паперів

Складено за: Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>.

Зауважимо, що в країні випуск акцій характеризується дуже високим рівнем концентрації, оскільки на п'ять найбільших емітентів припадає значний його відсоток: у 2013 р. обсяг їхньої емісії становив 35,8 млрд грн, або 55,8 % загального випуску цінних паперів, а в 2017 р. – 301,1 млрд грн, або 92,7 %. Отже, за цей період сформувалася тенденція до зростання як обсягів, так і частки випуску акцій найбільшими емітентами, причому щороку є один найвагоміший емітент, котрий істотно переважає інших, наприклад, у 2017 р. це ПАТ “Українська залізниця”, на яке припало 70,77 % випуску акцій [22, с. 27].

У структурі торгів на ринку цінних паперів на ринок акцій за підсумками 2017 р. припадає 27,01 % сукупного обсягу торгів (рис. 2). Динаміка частки торгів акціями не повністю відповідає динаміці обсягів торгів, оскільки вона зменшувалася з 2009 р. до мінімального значення у 2013 р., а далі зростала та у 2017 р., попри стрімке зниження обсягів торгів, збільшилася на 4,37 в. п. щодо 2016 р.

Водночас динаміка обсягів торгів акціями на вітчизняному ринку цінних паперів упродовж 2008–2017 рр., як свідчать наведені дані, також має хвилеподібний характер, оскільки до 2011 р. відбувалося доволі швидке зростання до максимального рівня (в 1,8 раза порівняно з 2008 р.), яке змінилося стрімким зменшенням у 2013 р. (на 73,1 % проти 2011 р.). Надалі до 2016 р. обсяг торгів збільшувався (у 2,8 раза порівняно з 2013 р.), але у 2017 р. суттєво знизився (на 73,8 % проти 2016 р.) до 126,6 млрд грн. Це зумовлено низкою заходів НКЦПФР, спрямованих на продовження роботи з очищення ринку та підвищення його прозорості в Україні.

На біржовому ринку за підсумками 2017 р. (рис. 3) обсяг торгів акціями збільшився у 2,5 раза порівняно з 2016 р. до 5,02 млрд грн, що привело до по-

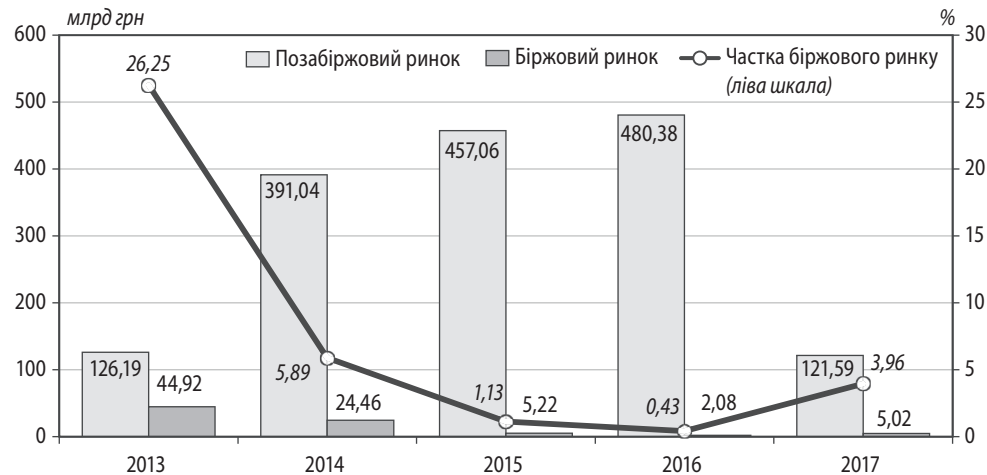


Рис. 3. Динаміка обсягу торгів акціями на організованому й неорганізованому ринку та частка біржового ринку в загальному обсязі торгів акціями в Україні

Складено за: Річний звіт за 2017 р. Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Київ, 2018. С. 30. URL: <https://bit.ly/2NJgGIZ>.

над дев'ятиразового зростання його частки в загальному обсязі торгівлі акціями на ринку цінних паперів. Попри це, частка біржового ринку залишилась низькою і становила 3,96 %; максимального значення за 2008–2017 рр. вона досягла у 2013 р. – 26,25 %, а мінімального у 2016 р. – 0,43 %.

Тенденція до збільшення обсягів торгівлі цінними паперами на організованому ринку збереглася й у 2018 р. та I кв. 2019 р. Так, за минулий рік цей обсяг становив 260,87 млрд грн, що на 26,7 % (або на 55,1 млрд грн) більше порівняно з 2017 р. (205,8 млрд грн); за I кв. 2019 р. – 76,3 млрд грн, зростання на 13,17 % порівняно з аналогічним періодом 2018 р. (67,3 млрд грн). За фінансовими інструментами на організаторах торгівлі найбільший обсяг торгів зафіксовано з державними облігаціями України: у 2018 р. – 94 % (246,5 млрд грн), I кв. 2019 р. – 95,8 % (73,16 млрд грн), а на акції припало відповідно – 0,5 % (1,2 млрд грн) і 0,22 % (0,17 млрд грн) [24].

Така ситуація зумовлена запровадженням нових посиленних вимог (абзац перший п. 3 розділу IV Положення про функціонування фондових бірж [25]) для внесення та перебування цінних паперів у біржовому реєстрі, а також змінами до Закону України “Про акціонерні товариства”, які з 2018 р. передбачають обов'язкове перебування у біржових реєстрах акцій усіх публічних акціонерних товариств. Вказані заходи спрямовані на очищення ринку від компаній з ознаками фіктивності (загальний обсяг біржових операцій з акціями недобросовісних емітентів у 2014 р. становив 8421,43 млн грн, або 34,4 % загального обсягу біржової торгівлі акціями, що дає підстави стверджувати про вагомий частку операцій “неринкового” характеру [15]) та виконання зобов'язань за Угодою про асоціацію з ЄС. Зазначимо, що така низька частка торгівлі акціями на організованому ринку й капіталізації лістингових компаній до ВВП в Україні суперечить загальносвітовим тенденціям [12, с. 700;

15, с. 234–235] і є неприйнятною в умовах фінансової глобалізації та інтеграції в європейський економічний простір.

На підставі аналізу вітчизняного ринку фахівці [15, с. 237] стверджують, що підвищення лістингових вимог є надмірним і мала кількість вітчизняних лістингових компаній, власне, підтверджує неоптимальний характер таких критеріїв. Справді, з 2014 р. простежується тенденція до зменшення кількості випусків акцій, які допущено до торгів. Так, наприкінці 2017 р. у біржовому реєстрі за I рівнем лістингу акцій не було, за II рівнем лістингу перебували акції 12 компаній, поза лістингом – акції 965 корпорацій (рис. 4).

Звичайно, основна мета лістингу полягає в “забезпеченні достатньої інформації для інвесторів” (п. 21 вступних положень Директиви 2001/34/ЄС), що є провідним елементом захисту власників коштів та позитивно впливає на зростання їхньої довіри до ринку. Водночас, незважаючи на уніфікацію вимог в умовах глобалізації, у країнах світу зберігається національна специфіка лістингового процесу, яка враховує потреби економічних систем та адекватно відображає умови функціонування бізнесу. Крім того, співробітники McKinsey Global Institute [26] відзначали необхідність створення в країнах, які розвиваються, умов для вкорінення “культури інвестування в акціонерний капітал”, що неможливо за незначної кількості лістингових акцій. Тому в Україні світові стандарти лістингу мають бути лише орієнтиром для поступового розвитку ринку акцій [15, с. 230].

За сучасних умов важливим елементом вітчизняного ринку акцій мають стати багатосторонні торговельні системи (multilateral trading facility) – аналоги Альтернативного ринку Лондонської фондової біржі з допуском позалістингових акцій нових інвестиційно привабливих компаній для розвитку середнього бізнесу в країні. Процедура допуску до торгів на таких майданчи-

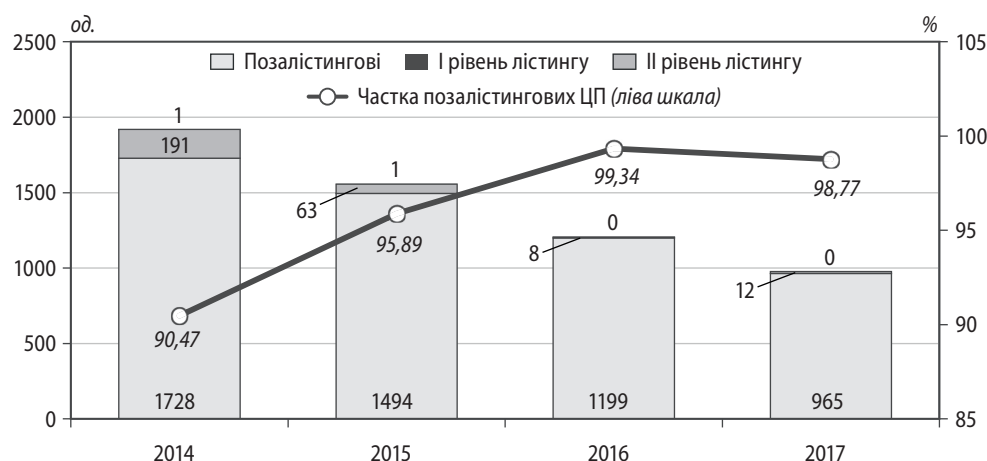


Рис. 4. Динаміка кількості випусків акцій, які допущено до торгів на фондових біржах

Складено за: Річний звіт за 2017 р. Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Київ, 2018. С. 30. URL: <https://bit.ly/2NjGIZ>.

ках ґрунтується на принципах, подібних до лістингу, але вимоги до компаній є значно меншими. Організація альтернативної біржової торгівлі буде не тільки кроком у напрямі приведення вітчизняних стандартів фондової справи у відповідність до світової практики, а й чинником гармонізації розвитку українського ринку акцій.

Отже, основною проблемою організованого ринку акцій України є мала кількість якісних емітентів, чії акції перебувають у верхніх рівнях лістингу на біржах, що спричиняє низьку капіталізацію й ліквідність. Зауважимо, що слід розмежувати капіталізацію ринку, яка є сукупною ринковою капіталізацією всіх національних лістингових компаній, та біржову капіталізацію, яку розраховують за найліквіднішими акціями окремої біржі з врахуванням коефіцієнта free-float. На сьогодні значення номінальної капіталізації вітчизняного ринку акцій коливається в межах 5–20 % ВВП, тоді як ринкової – 10–20 % ВВП. Стосовно обсягу укладених угод на організованому ринку, то він дорівнює близько 1–5 % ВВП, що значно нижче, ніж у розвинутих країнах [3, с. 7]. Тому за умов глобалізації та євроінтеграції національної економічної системи України доцільно переосмислити цільові орієнтири її еволюції та привести у відповідність індикатори розвитку ринку цінних паперів. Зокрема, як стверджує О. Зоценко [4], варто підвищити величину номінальної капіталізації ринку акцій до 80 % ВВП, ринкової капіталізації – до 60, а обсягів угод на організованому ринку – до 30 % ВВП.

Власне, підвищення рівня ринкової капіталізації, на думку Л. Алексеєнко [3, с. 7], відіграє важливу роль у формуванні ефективного ринку цінних паперів в Україні, оскільки саме цей показник є індикатором позитивних прогнозів і очікувань, а також відображає оптимізм його учасників. Ґрунтуючись на історичних оцінках співвідношення ринкової капіталізації та ВВП, Р. Левін і С. Зервос [27, с. 540] вважають, що оптимальним є діапазон 0,75–0,9. Його перевищення свідчить про “перегрів” ринку внаслідок ажіотажного попиту з подальшою високою ймовірністю зміни висхідних трендів на низхідні або зростання волатильності ринку. Значення менше 0,75 свідчить про недооцінку акцій або недостатньо ефективне використання механізмів ринку для фінансового забезпечення реального сектору економіки. Отже, практична роль співвідношення капіталізації ринку та ВВП полягає у виявленні важливих макроекономічних проблем, причому “багато аналітиків використовують його як індикатор розвитку ринку” [14, с. 104]. Зокрема, ще 2001 р. У. Баффетт [28] зауважував, що співвідношення капіталізації ринку акцій та ВВП є, “ймовірно, найкращим індикатором оцінки його стану в будь-який момент”, а також стверджував про існування “певних обмежень показника..., про які необхідно знати”. Крім того, співвідношення капіталізації ринку акцій та ВВП є одним із двох показників, які дають змогу оцінити рівень його розвитку в контексті фінансової безпеки України [29].

На особливу увагу та аналіз заслуговує перелік акцій емітентів, які користуються найбільшим попитом на біржовому сегменті ринку. В індексному кошику “Української біржі”, де зосереджено основний обсяг торгівлі акціями в Україні, перебувають акції лише п’яти емітентів (так звані голубі фішки). Зменшення спричинено виключенням з кошика акцій компаній, які перебу-

Топ-5 акцій емітентів, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку (за обсягом виконаних біржових контрактів)

Показники	2013	2014	2015	2016	2017
Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі, млрд грн	13,32	9,88	2,73	1,66	3,58
Частка в обсягу торгів акціями на біржовому ринку, %	29,65	40,73	52,30	79,81	71,31

Складено за: Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports/>.

вають безпосередньо в зоні бойових дій на сході країни (“Алчевський металургійний комбінат”, “Єнакієвський металургійний завод”, “Авдіївський коксохімічний комбінат”). Торгівля акціями на біржовому ринку також характеризується достатньо суттєвим зростанням концентрації, оскільки в 2016–2017 рр. частка Топ-5 акцій емітентів, які користувалися найбільшим попитом (за обсягом виконаних біржових контрактів) значно збільшилася (табл. 2) порівняно з попередніми роками.

Зазначимо, що на вітчизняному неорганізованому ринку переважно торгують акціями, торгівля якими була зупинена на фондових біржах. Порівнюючи ціноутворення на акції в розрізі біржового та позабіржового ринків, можна констатувати, що спред цін на неорганізованому ринку значно ширший, а різниця, починаючи з коефіцієнта спреду понад 50 %, фактично зростає в геометричній прогресії. Разом із тим кількість емітентів, у яких спред цін на позабіржовому ринку перевищує 1000 %, тобто ціна на акцію відрізняється в 10 та більше разів, є найбільшою (рис. 5).

На наш погляд, причиною такого спреду в ціноутворенні є: недостатність розкриття інформації (оприлюднення звітності емітентів, інформації щодо угод); особливості розрахунків (відсутність гарантії виконання угод на позабіржовому ринку); недосконалість нагляду за діями учасників (тобто вимог щодо виявлення маніпулювання). З огляду на те що, у 2017 р. НКЦПФР [22, с. 32] призупинено внесення змін до системи депозитарного обігу або ж заборонено торгівлю акціями половини емітентів з Топ-списку на неорганізованому ринку у зв'язку з невідповідністю цін на ці цінні папери результатам їхньої господарської діяльності.

Однак на вітчизняному позабіржовому ринку акцій рівень концентрації у 2016–2017 рр. був значно нижчим, ніж на біржовому, оскільки частка Топ-5 акцій емітентів, які користувалися найбільшим попитом на цьому сегменті, становила відповідно 61,07 і 36,81 %. Крім того, у 2016 р. порівняно з 2015 р. грошовий обсяг таких акцій зріс із 229,23 млрд до 293,38 млрд грн, або на 27,98 %, а вже у 2017 р. – зменшився до 44,75 млрд грн, або майже в сім разів [22, с. 33].

Проте, попри це, у 2017 р. український ринок цінних паперів загалом і ринок акцій зокрема справив враження на весь світ. Наприкінці грудня міжнародне агентство Bloomberg визнало фондовий ринок України найбільш

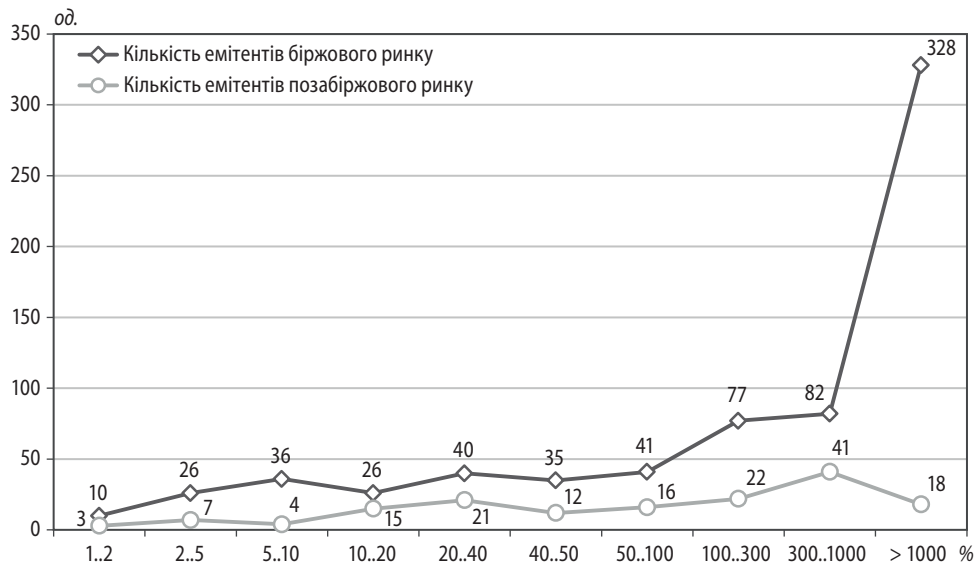


Рис. 5. Спред цін на акції емітентів у розрізі біржового та позабіржового ринків

Складено за: Річний звіт за 2017 р. Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Київ, 2018. С. 30. URL: <https://bit.ly/2NJgGIZ>.

швидкозростаючим у світі [30]. За розрахунками агентства, акції українських компаній зросли на 80 %. Загалом у 2017 р. торгівля всіма цінними паперами в Україні збільшувалась шаленими темпами – загальний обсяг торгів зріс на 367,17 %, хоча лідером із продажу знову стали облігації, а не акції. Однак значним було і зростання акцій компаній з індексного кошика, зокрема ПАТ “Райффайзен Банк Аваль” подорожчав на 125 %, ПАТ “Донбасенерго” і ПАТ “Мотор Січ” – на 100, ПАТ “Укрнафта” – на 34, а ПАТ “Центренерго” – на 24 %. Інвестуючи в акції українських компаній, стейкхолдер міг заробити близько 55 % у валюті, тоді як фондовий ринок США збільшився лише на 20 % [31]. На нашу думку, основною причиною такого зростання є довгоочікуване поступове відновлення економіки України та низька база порівняння через зниження фондових індексів після анексії Криму і початку воєнних дій на Донбасі (до кінця 2016 р. індекс ПФТС втратив майже 800 пунктів).

Виконаний аналіз функціонування вітчизняного ринку акцій в умовах інтеграції у європейський та світовий фінансовий простір дав змогу зробити узагальнення та виявити такі тенденції і проблеми його розвитку:

- Незначне число якісних емітентів, у результаті – низькі капіталізація, ліквідність та висока волатильність, а також неістотні обсяги торгівлі (у 2017 р. обсяг усього українського ринку цінних паперів приблизно відповідав обсягам торгівлі протягом двох – трьох днів на Нью-Йоркській фондовій біржі [31]), що не сприяє зацікавленості іноземних інвесторів. Так, середній рівень вільного обігу акцій (free-float) з індексного кошика “Української біржі” за аналізований період становив близько

9 %, тоді як у Польщі – 37 %, Франції – 84, Великобританії – 76, США – 92 % [7; 32; 33]. Відповідно, на ринку є дуже мала кількість ліквідних інструментів, що змусило біржу декілька разів за цей період переглядати індексний кошик у бік зменшення кількості емітентів акцій.

- Великі українські компанії вважають за краще розміщуватися на міжнародних майданчиках, адже за кордоном ресурсна база набагато більша. Тому обсяг біржових контрактів із цінними паперами у 2018 р. на первинному ринку дорівнював лише близько 2 %, а на вторинний ринок припало 98 % [24].
- Доволі низький рівень прозорості, відкритості та інформативності ринку, а підвищення вимог до лістингу призвело до посилення переважання позабіржового сегмента над біржовим (за підсумками 2017 р. співвідношення становило 56 та 44 % загалом для ринку цінних паперів і 96 та 4 % для ринку акцій [22]).
- Низька зацікавленість вітчизняних приватних стейкхолдерів, а також слабка розвинутість внутрішніх інституційних інвесторів. Водночас незначна кількість лістингованих акцій може стати перепорою для пенсійної реформи і загалом інституційних інвесторів, оскільки їм важче буде виконувати вимоги законодавства щодо диверсифікації та якості портфеля активів.

Зважаючи на викладене, можна підсумувати, що ринок акцій України перебуває на низькому рівні розвитку, обмежено забезпечує інвестиційні потреби компаній реального сектору економіки, має спекулятивний характер через високу частку позалістингових цінних паперів і тому практично не сприяє переміщенню капіталу до конкурентоспроможних підприємств та галузей вітчизняної економіки. Зазначені обставини суттєво ускладнюють інтеграцію вітчизняного ринку акцій у європейський та світовий фінансовий простір.

На підставі викладеного можна зробити такі висновки. Для вирішення визначених проблем розвитку ринку акцій та перетворення його на важливий системоутворюючий елемент вітчизняного фінансового ринку й підвищення ролі в забезпеченні економічного зростання країни вважаємо за доцільне доповнити та розширити коло пропозицій, сформульованих вітчизняними дослідниками. Зокрема необхідними є:

- зважений підхід до використання державою боргових цінних паперів для мінімізації макроекономічного ефекту “витіснення приватних інвестицій” з ринку акцій;
- стимулювання активності фізичних осіб на ринку акцій через розвиток інтернет-трейдингу, спрощення процедури участі в торгах як резидентів, так і нерезидентів, а також використання податкових стимулів, у тому числі через поширення на проценти, нараховані за привілейованими акціями та корпоративними облігаціями, ставки податку в 5 %, яка застосовується до доходів у вигляді дивідендів за простими акціями;
- збільшення законодавчо дозволеної квоти випуску привілейованих акцій з 25 до 50 % статутного капіталу [34], що підвищить інвестиційні можливості ринку і не зменшить рівня контролю над компанією її власниками;

- упровадження новітніх фінансових інструментів задля підвищення ліквідності ринку акцій, що характеризуються інвестиційною привабливістю та вищою надійністю порівняно з традиційними. Наприклад, А. Федоренко [17, с. 104] пропонує ввести особові інвестиційні та особові пенсійні рахунки. Важливим елементом також мають стати багатосторонні торговельні системи як альтернативні майданчики в межах діючих фондових бірж країни [15, с. 238–239];
- подальше посилення відкритості (прозорості й звітності) діяльності емітентів та інших учасників, а також операцій на ринку і збільшення відповідальності за поширення неправдивої інформації;
- удосконалення системи захисту прав інвесторів через запровадження міжнародних принципів корпоративного управління та розкриття інформації й проведення нетіньової приватизації державних компаній [35, с. 42];
- реформування системи державного регулювання ринку, передусім його нормативної частини, для прийняття більш виважених та прозорих рішень державними інституціями, зокрема НКЦПФР, що гарантуватиме передбачуваність дій держави для іноземних інвесторів, а також запровадження європейських принципів і стандартів нагляду за учасниками ринку [16, с. 864];
- стимулювання процесу об'єднання фондових бірж та розбудови інфраструктури ринку згідно з Комплексною програмою розвитку фінансового сектору України до 2020 року [36] й директивами ЄС, передбаченими Угодою про асоціацію як умови забезпечення надійного обліку прав власності на цінні папери через удосконалення комунікативної системи взаємодії між центральним депозитарієм, іншими учасниками та операторами ринку, поширення міжнародних норм проведення клірингу й розрахунків тощо;
- підвищення та використання інвестиційного потенціалу ринку акцій у напрямі не тільки збільшення фінансової інклюзії, ділової активності та обсягів залучення грошового капіталу (кількісне зростання), а й підвищення фінансової культури, професіоналізму учасників та фінансової грамотності домогосподарств (якісне зростання);
- забезпечення іноземним економічним суб'єктам вільного та прямого доступу до ринку, а також виведення прибутків й інвестованого капіталу без додаткових дозволів (після сплати відповідних податків). У цьому контексті, на думку Є. Редзюка [1, с. 77], потрібно розробити і внести зміни до валютного регулювання НБУ;
- підвищення рівня та якості інформаційного супроводу про розвиток ринку акцій. Зокрема, обов'язковими компонентами звітів НКЦПФР, з погляду О. Сьомченкова [14], мають стати показники: співвідношення ринкової капіталізації та ВВП; волатильності ринку; співвідношення річного обсягу торгівлі акціями і ВВП, а також оборотності акцій (останні два є індикаторами ліквідності ринку). Звіти НКЦПФР варто супроводжувати методологічними коментарями, які розкриють інформативну базу та спосіб розрахунку показників;

- модернізація інформаційно-технічної складової операцій з цінними паперами, упровадження інноваційних технологій та забезпечення режиму проведення торгів он-лайн, що сприятиме зниженню трансакційних витрат, зменшенню часу та нівелює кордони.

Завдяки автоматизації операцій з цінними паперами та поєднанню комп'ютерних систем фондових бірж формується єдина всесвітня мережа електронної комунікації між національними фінансовими системами, внаслідок чого зростає рівень міжнародного переміщення коштів, і, відповідно, поглиблюється процес економічної інтеграції країн. Водночас нові виклики, які супроводжуватимуть процес формування Єдиного цифрового ринку з ЄС і загальної цифровізації суспільства, вимагатимуть не тільки техніко-технологічного переозброєння, а й посилення міжнародної співпраці регулятора та саморегульованих організацій задля запобігання виникненню різних ризиків і загроз. Утім, власне, розвиток електронної торгівлі уможливив стрімке зростання обсягів проведених операцій, зумовив зміну структури світового фондового ринку та призвів до зростання його нестабільності (волатильності). Сьогодні найнебезпечнішим є розвиток високочастотної торгівлі (high frequency trading, HFT) [37] з використанням комп'ютерних систем, під час якої економічні суб'єкти володіють акціями лише протягом кількох секунд.

Цифровізація посилила синхронність коливання національних фондових ринків, їх взаємозалежність та хвилевий характер кон'юнктури, які спричинені переважно макроекономічними проблемами розвинутих країн. Таким чином, фінансова глобалізація збільшує вразливість економічних систем країн й зумовлює необхідність перегляду механізмів регулювання національних фінансових ринків і їхніх сегментів. З огляду на це, сьогодні найважливішим для стимулювання зростання ринку акцій України постає знаходження таких механізмів його регулювання, які б якнайкраще відповідали визначеним цілям розвитку держави, та отримання на цій основі економічних ефектів щодо забезпечення макрофінансової стабільності в умовах посилення євроінтеграційних процесів.

Водночас згадані заходи не вирішують повною мірою всіх проблем ринку акцій України, але є пріоритетними й необхідними для поступового наближення вітчизняної економіки і фінансової сфери до стандартів країн ЄС. Навіть первинні позитивні зміни від їх реалізації в довготерміновій перспективі не здатні забезпечити зростання ефективності ринку акцій та його стабільний розвиток у майбутньому без комплексних та взаємопов'язаних реформ в інших сферах національної економіки, забезпечення ринкових принципів її регулювання і державного стимулювання. Для цього варто здійснити важливі реформи в системі управління державою, які впливають на всі аспекти життя суспільства, зокрема забезпечити дієвий захист прав власності, подолати корупцію і зробити багато інших вкрай важливих кроків. Тільки з урахуванням довготермінової стратегії розвитку вітчизняної соціально-економічної системи можна успішно реформувати національний ринок, інакше епізодично-локальні дії (як, наприклад, лібералізація валютного регулювання) не забезпечать очікуваних позитивних результатів.

На наш погляд, запропоновані заходи слід реалізовувати на основі системного підходу з метою комплексної взаємодії елементів механізму державного регулювання й саморегулювання ринку акцій. Це дасть змогу створити підґрунтя для формування сприятливого середовища з метою активізації його розвитку та успішної інтеграції у світовий фінансовий простір, сприятиме подоланню викликів і загроз, які постали перед Україною, і підвищенню рівня фінансової безпеки держави. Перетворення вітчизняного ринку акцій на ліквідний та конкурентоспроможний сегмент фінансового ринку можливе лише в разі послідовного виконання поточних і стратегічних завдань, які мають відобразитися в кардинальних змінах законодавчих актів, етики поведінки на ринку вищого менеджменту як держави, так і корпорацій, виходячи з традицій і норм європейського права.

Для України дуже важливо залучити іноземні кошти, і значна їх частина може прийти через ринок цінних паперів як фінансові інвестиції нерезидентів. Тому на вітчизняному ринку повинні діяти прозорі й зрозумілі правила для великих зарубіжних приватних фондів, і щоб цього досягти, необхідна участь усіх суб'єктів, а не тільки зусилля державних структур. Важливе також узагальнення позитивного досвіду імплементації правових механізмів регулювання ринку акцій і загалом сегментів фінансового ринку в країнах ЄС та сприяння їх утвердженню в Україні. Реалізація запропонованих стратегічних напрямів підвищення ефективності використання цінних паперів сприятиме покращанню функціонування вітчизняного ринку акцій і загалом фінансового ринку, зміцненню його інвестиційного потенціалу і, як результат, соціально-економічному розвитку країни.

Список використаних джерел

1. Редзюк Є. В. Валютна лібералізація на фондовому ринку України: виклики та можливості. *Наукові праці НДФІ*. 2018. № 2. С. 75–78.
2. Abakumenko O. V. Problems and prospects of stock market development in Ukraine. *Nauka I Studia*. 2013. № 31 (99). P. 106–113.
3. Алексеенко А., Кулина Г. Модифікація операцій з цінними паперами на фінансовому ринку в умовах формування цифрової економіки. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2018. № 40, ч. 1. С. 3–9.
4. Зоценко О. К. Вплив глобалізаційних процесів на ринок акцій. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Сер.: Економіка*. 2013. Вип. 6 (147). С. 52–55.
5. Клименко К. В. Напрями реформування ринку капіталу в Україні. *Наукові праці НДФІ*. 2018. № 1. С. 108–118.
6. Корнеев В. В. Особливості вітчизняного ринку акцій і корпоративних відносин на сучасному етапі. *Ринок цінних паперів України*. 2003. № 7-8. С. 29–34.
7. Краснова І. В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку. *Проблеми економіки*. 2014. № 1. С. 129–134.
8. Мозговий О. М. Фондовий ринок України. *Фінанси України*. 1996. № 5. С. 42–56.
9. Непран А. В. Ресурси ринку капіталу в системі інвестиційного фінансування реального сектору економіки України. *Фінанси України*. 2012. № 5. С. 99–109.
10. Онишко С. В., Онишко С. В. Фінансовий ринок в системі джерел фінансового забезпечення інноваційно-орієнтованого розвитку України. *Науковий вісник Полісся*. 2016. № 2 (6). С. 122–126.

11. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / за заг. ред. С. В. Онишко. Ірпінь : Вид-во Нац. ун-ту ДПС України, 2016. 452 с.
12. Рекуненко І. І., Бочкарьова Т. О. Визначення рівня фінансової безпеки фондового ринку України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. № 9. С. 699–702. URL: <http://global-national.in.ua/archive/9-2016/143.pdf>.
13. Рекуненко І. І. Періодизація розвитку фондового ринку України. *Вісник СумДУ. Сер.: Економіка*. 2015. № 1. С. 30–42. URL: <http://r250.sudu.edu.ua/bitstream/123456789/42165/1/Rekunenکو.pdf>.
14. Сьомченков О. Інформаційний супровід фондового ринку України. *Вісник КНТЕУ*. 2016. № 5. С. 98–111.
15. Сьомченков О. Лістинг в Україні: новації, проблеми та удосконалення. *Світ фінансів*. 2016. № 1. С. 227–240.
16. Стецько М. В. Ринок акцій у формуванні структур корпоративного типу в економіці України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 10. С. 860–865.
17. Федоренко А. Додаткові джерела фінансування підприємств реального сектора й економічні механізми залучення інвестиційних ресурсів у виробництво. *Світ фінансів*. 2017. № 1 (50). С. 100–114.
18. Шишков С. Є., Шелудько Н. М. Проблема довіри на неефективному фондовому ринку: приклад України. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2011. С. 74–87. URL: http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/vier_2011_11_14.pdf.
19. Школьник І. О. Капіталізація фондового ринку України в контексті світових тенденцій. *Фінанси України*. 2011. № 4 (185). С. 65–74.
20. Білоусова О. С. Взаємодія держави та підприємств у фінансовому забезпеченні економічного розвитку : монографія / НАН України, ДУ “Ін-т екон. та прогноз. НАН України”. Київ, 2017. 340 с.
21. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової, Н. І. Гребеник. Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 132 с.
22. Річний звіт за 2017 р. Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Київ, 2018. 127 с. URL: <https://bit.ly/2NJgGIZ>.
23. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports/>.
24. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics>.
25. Положення про функціонування фондових бірж : затв. рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 № 1688. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12#n19>.
26. The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape / McKinsey Global Institute. 2011. December. URL: https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Global%20Capital%20Markets/Emerging%20equity%20gap/MGI_Emerging_equity_gap_Executive_summary.ashx.
27. Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*. 1998. No. 88. P. 537–558. URL: <https://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/06Levine&Zervos-AER1998.pdf>.

28. *Buffett W., Loomis C.* Warren Buffett On The Stock Market. *Fortune*. 2001. December 10. URL: <http://www.berkshirehathaway.com/2001ar/FortuneMagazine%20DEC%2010%202001.pdf>.
29. Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13>.
30. Фондовий ринок України – світовий лідер росту в 2017 році. *Все про гроші*. URL: <https://bit.ly/2PiqEWw>.
31. Фондовий вибух: чому зростають акції українських компаній. *НВ Бізнес*. 2018. 2 лют. URL: <https://bit.ly/2xZgOl5>.
32. *Бойко Т.* Free-float та акціонерний капітал публічних компаній в Україні. *Ринок цінних паперів України*. 2016. № 11-12. URL: <http://www.securities.usmdi.org/?p=22&n=100&s=988>.
33. ПАТ “Українська біржа”. URL: <http://www.ux.ua>.
34. Про акціонерні товариства : закон України від 17.09.2008 № 514-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>.
35. *Корнеева Ю. В.* Первинне публічне розміщення акцій як інструмент приватизації великих державних підприємств. *Фінанси України*. 2017. № 6. С. 38–55.
36. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року : постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 № 391. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73007243>.
37. *Пахомова І. Г., Фатеева А. А.* Оцінка сучасного стану, проблем та перспектив фондового ринку України. *Ефективна економіка*. 2014. № 7. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3180>.

References

1. Redziuk, Ye. V. (2018). Currency liberalization on the stock market of Ukraine: challenges and opportunities. *RFI Scientific Papers*, 2, 75–78 [in Ukrainian].
2. Abakumenko, O. V. (2013). Problems and prospects of stock market development in Ukraine. *Nauka I Studia*, 31 (99), 106–113.
3. Alekseienco, L., Kulyna, H. (2018). Modification of operations with values on the financial market in the conditions of formation of digital economy. *Formation of Market Economy in Ukraine*, Iss. 40, Pt. 1, 3–9 [in Ukrainian].
4. Zotsenko, O. K. (2013). Globalization impact on Ukrainian market of shares. *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*, 6 (147), 52–55 [in Ukrainian].
5. Klymenko, K. V. (2018). Directions of capital market reform in Ukraine. *RFI Scientific Papers*, 1, 108–118 [in Ukrainian].
6. Kornieiev, V. V. (2003). Features of the domestic stock market and corporate relations at the present stage. *Securities Market of Ukraine*, 7-8, 29–34 [in Ukrainian].
7. Krasnova, I. V. (2014). Stock market in Ukraine: state and prospects of development. *The problems of economy*, 1, 129–134 [in Ukrainian].
8. Mozghovyi, O. M. (1996). Stock market of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 5, 42–56 [in Ukrainian].
9. Nepran, A. V. (2012). Capital market resources in the investment financing system of real economy of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 5, 99–109 [in Ukrainian].
10. Onyshko, S. V., Onyshko, S. V. (2016). Financial market under the source of financial support of ukraine`s innovation-oriented development. *Scientific bulletin of Polissia*, 2 (6), 122–126 [in Ukrainian].
11. Onyshko, S. V. (Ed.). (2016). *Market regulatory potential in the face of global challenges*. Irpin: Vydavnytstvo Natsionalnoho universytetu DPS Ukrainy [in Ukrainian].

12. Rekunenko, I. I., Bochkarova, T. O. (2016). Identification the financial security of the stock market in Ukraine. *Global and National Problems of Economy*, 9, 699–702. Retrieved from <http://global-national.in.ua/archive/9-2016/143.pdf> [in Ukrainian].
13. Rekunenko, I. I. (2015). Stages of stock market development in Ukraine. *Bulletin of Sumy State University. Series: Economics*, 1, 30–42. Retrieved from <http://r250.sudu.edu.ua/bitstream/123456789/42165/1/Rekunenko.pdf> [in Ukrainian].
14. Somchenkov, O. (2016). Information support of the Stock Market of Ukraine. *Herald of Kyiv national university of trade and economics*, 5, 98–111 [in Ukrainian].
15. Somchenkov, O. (2016). Listing in Ukraine: innovations, problems and improvements. *World of finance*, 1, 227–240 [in Ukrainian].
16. Stetsko, M. V. (2016). Market shares in forming corporate structure in Ukraine economy. *Global and National Problems of Economy*, 10, 860–865 [in Ukrainian].
17. Fedorenko, A. (2017). Additional sources of financing real sector enterprises and economic mechanisms for investment resources mobilization in production process. *World of finance*, 1 (50), 100–114 [in Ukrainian].
18. Shyshkov, S. Ye., Sheludko, N. M. (2011). The problem of trust in an inefficient stock market: an example of Ukraine. *Bulletin of Institute for Economics and Forecasting*, pp. 74–87. Retrieved from http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/viep_2011_11_14.pdf [in Ukrainian].
19. Shkolnyk, I. O. (2011). Capitalization of Ukraine's stock market in the context of world tendencies. *Finance of Ukraine*, 4, 65–74 [in Ukrainian].
20. Bilousova, O. S. (2017). *Interaction of the state and the enterprises in financial support of economic development*. Kyiv: NAN Ukrainy, DU "Instytut ekonomiky ta prohnozuвання NAN Ukrainy" [in Ukrainian].
21. Kirieiev, O. I., Shapovalova, M. M., Hrebenyk, N. I. (2005). *Issues of functioning and improvement of stock market infrastructure of Ukraine: information and analytical materials*. Kyiv: Tsentr naukovykh doslidzhen NBU [in Ukrainian].
22. National Securities and Stock Market Commission. (2018). *Annual Report 2017*. Kyiv. Retrieved from <https://bit.ly/2NjgGIZ> [in Ukrainian].
23. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Annual reports of the National Securities and Stock Market Commission*. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/reports/> [in Ukrainian].
24. National Securities and Stock Market Commission. (n. d.). *Analytical data on stock market development*. Retrieved from <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics> [in Ukrainian].
25. National Securities and Stock Market Commission. (2012). *Regulations on the operation of stock exchanges* (Decree No. 1688, November 22). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12#n19> [in Ukrainian].
26. McKinsey Global Institute. (2011, December). *The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape*. Retrieved from https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Global%20Capital%20Markets/Emerging%20equity%20gap/MGI_Emerging_equity_gap_Executive_summary.ashx.
27. Levine, R., Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, 88, 537–558. Retrieved from <https://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/06Levine&Zervos-AER1998.pdf>.
28. Buffett, W., Loomis, C. (2001, December 10). Warren Buffett On The Stock Market. *Fortune*. Retrieved from <http://www.berkshirehathaway.com/2001ar/FortuneMagazine%20DEC%2010%202001.pdf>.

29. Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine. (2013). *Methodical recommendations for calculating the level of economic security of Ukraine* (Order No. 1277, October 29). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13> [in Ukrainian].
30. The stock market of Ukraine is the world leader in growth in 2017. (n. d.). *All about the money*. Retrieved from <https://bit.ly/2PiqEWw> [in Ukrainian].
31. Stock explosion: why Ukrainian stocks are growing. (2018, February 2). *biz.nv.ua*. Retrieved from <https://bit.ly/2xZgOl5> [in Ukrainian].
32. Boiko, T. (2016). Free-float level and the public joint stock companies in Ukraine. *Securities Market of Ukraine*, 7-8. Retrieved from <http://www.securities.usmdi.org/?p=22&n=100&s=988> [in Ukrainian].
33. Joint Stock Company "Ukrainian Exchange". (n. d.). Retrieved from <http://www.ux.ua> [in Ukrainian].
34. Verkhovna Rada of Ukraine. (2008). *On Joint Stock Companies* (Act No. 514-VI, September 17). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17> [in Ukrainian].
35. Kornieieva, Yu. V. (2017). Initial public offering of shares as a tool of privatization of large state-owned enterprises. *Finance of Ukraine*, 6, 38–55 [in Ukrainian].
36. National Bank of Ukraine. (2015). *Comprehensive program of development of the financial sector of Ukraine until 2020* (Decree No. 391, June 18). Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=73007243> [in Ukrainian].
37. Pakhomova, I. H., Fatieieva, L. A. (2014). State-of-the-art estimate, problems and perspectives of the stock market of Ukraine. *Effective economy*, 7. Retrieved from <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3180> [in Ukrainian].