



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.03.061>

УДК 336.761

JEL: G21, G28, G32, K22

С.Є. ШИШКОВ, канд. екон. наук, директор ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива»»,
вул. Воскресенська, 30, 49000, Дніпро, Україна,
e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

РИНОК АКЦІЙ ЯК ЕКОНОМІЧНИЙ ТА ІНСТИТУЦІЙНИЙ ФЕНОМЕН: УКРАЇНА КРІЗЬ ПРИЗМУ СВІТОВИХ РЕАЛІЙ

Досліджено умови появи та існування ринку акцій як економічного та інституційного феномену. Проаналізовано еволюцію і специфіку ринку акцій в Україні, констатовано деградацію ліквідності, умовність показників і незрілість ринку, особливо помітну під час імплементації процедур squeeze-out. Запропоновано низку заходів з відновлення розвитку ринку акцій в умовах дискусій щодо самого існування ринку акцій, законодавчих змін і сплеску державних ініціатив щодо його реформування.

Ключові слова: фондовий ринок; фондова біржа; цінні папери; емітент; ринок акцій; акціонерне товариство; публічна пропозиція; free float; squeeze-out; ринкова капіталізація.

Акції є фінансовим інструментом з давньою історією виникнення, і дотепер вони залишаються важливою складовою локальних і міжнародних фінансових ринків, джерелом для розрахунку численних бенчмарків, ключовим і найбільш публічним інструментом корпоративного управління та залучення капіталу. Значні масштаби випуску і торгівлі акціями на регульованих ринках, провідна роль акцій у фінансовій системі та інвестиційних процесах, специфічні порівняно з іншими видами цінних паперів особливості зумовлюють можливість виокремлення відносин щодо випуску та обігу акцій до окремого поняття, яке характеризує цю значущу складову ринків капіталу.

Дослідження проблем і передумов розвитку фондового ринку, в тому числі ринку акцій, дістали відображення в працях багатьох зарубіжних учених, зокрема, таких як Дж. Баскін, Т. Бек, Л. Зінгалез, Р. Левін, Р. Мічі, Л. Раджан, Б. Рубцов [1—5]. Значну увагу до фондових ринків, особливо на етапі їх становлення, і до акцій як одного з базових для цих ринків фінансових інструментів приділили вітчизняні вчені: О. Мозговий, С. Мошенський, І. Рекуненко, І. Ройко, В. Суторміна [7—11] та інші.

Ц и т у в а н н я: Шишков С.Є. Ринок акцій як економічний та інституційний феномен: Україна крізь призму світових реалій. *Економіка України*. 2021. № 3. С. 61—86. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.03.061>

Проаналізуємо доробок учених з даної тематики. Так, І. Ройко констатує невизначеність і неврегульованість в Україні на законодавчому рівні поняття біржового ринку акцій¹ і, відповідно, характеризує це поняття насамперед як складову біржового ринку цінних паперів [10]. Разом з тим слід зазначити, що концентрація уваги виключно на біржовій складовій правовідносин щодо випуску та обігу акцій є цілком зрозумілою, проте такий підхід певною мірою звужує предмет дослідження, тим більше, в умовах України, де традиційно домінують позабіржові угоди з акціями.

В. Суторміна на підставі вивчення ринку акцій розвинутих країн дійшла висновку, що він не є основним джерелом формування фінансових фондів для нагромадження капіталу, але виконує іншу, дуже важливу функцію: організацію руху капіталу з галузей менш привабливих в інвестиційному аспекті до більш привабливих. Цим можна пояснити швидке зростання галузей з принципово новими технологіями, адже нові галузі мають широкий доступ до джерел фінансування [11]. Також варто дослідити, чи гарантовано поширюються такі тенденції на незрілі й стагнуючі ринки акцій.

О. Мозговий обґрунтовує постійне довгострокове зростання капіталізації біржових ринків акцій у світі і, відповідно, обсягу залучених на ринки грошових ресурсів, а також необхідність зростання національного ринку акцій разом з іншими ринками (щонайменше групою ринків, що формуються) [7]. При цьому зазначає, що досвід навіть розвинутих ринків протягом тривалих періодів переконує, що це важливе завдання не може бути розв'язане автоматично. Той факт, що прогнози зростання закладених у численних програмних документах і дослідженнях кількісних показників розвитку ринку акцій в Україні поки що не справджуються (так само, як і періодизації його еволюції, які виходять переважно з поступального розвитку), змушує погодитися з цим обережним твердженням: дійсно, зростання локальних ринків акцій (принаймні порівняно з обсягом ВВП) навіть у довгостроковій перспективі не є гарантованим, що дуже помітно в Україні.

С. Мошенський, досліджуючи показники розвинутих ринків акцій у XIX—XXI ст., наголошує не тільки на поступальності зростання, але й на циклічності розвитку світових і локальних ринків акцій відповідно до циклічності (чи навіть спіральності) економічних і фінансових систем [7]. Серед іншого, це демонструє динаміка співвідношення ринкової капіталізації та обсягу ВВП, яке суттєво зростає напередодні економічних криз, а також істотно відрізняється в різних державах залежно від домінуючої моделі фінансування. Останнє ґрунтовно доведено в дослідженнях Р. Левіна, Т. Бека [2; 3]. У свою чергу, Р. Раджан і Л. Зінгалез [4] дійшли висновку, що відносні показники світового ринку акцій — на відміну від абсолютних — не демонструють однозначного зростання, а Б. Рубцов звертає увагу, що середній рівень розвитку світового біржового ринку акцій сторічної давнини (напередодні Першої світової війни) був вищим за показники 1990 р. і порівнянним з 1999 р. [6]. Проте ці та інші статистичні спостереження не вирішують питання труднощів

¹ Це дійсно дивно, якщо загадати про наявність в Україні окремого (спеціального) законодавчого оформлення для набагато менш значущих фінансових інструментів та їх ринків (наприклад, іпотечних облігацій, цінних паперів інститутів спільного інвестування, сертифікатів фондів операцій з нерухомістю тощо).

таких досліджень для України, коли інструментарій локального ринку акцій та об'єктивність ціноутворення останнім часом є настільки обмеженими, що не дають змоги адекватно оцінити його кількісні показники, зокрема, сукупну капіталізацію ринку акцій. На сьогодні недостатньо вивчено й причини низьких темпів розвитку і навіть тимчасової деградації незрілих локальних ринків акцій в умовах глобалізації та зростання конкуренції країн, що розвиваються, у сфері залучення інвестицій в акціонерний капітал.

Отже, актуальність дослідження окреслених питань зумовлена наявними негативними факторами функціонування ринку акцій в Україні, досить песимістичними прогнозами регулятора фондового ринку щодо перспектив зміни такої ситуації, відсутністю дієвих стимулів для відновлення розвитку внутрішнього ринку акцій у межах державних програм з реформування фінансового сектору.

З огляду на це, **мета статті** — виявити передумови розвитку ринку акцій як специфічного інституційного феномену і труднощі його формування на незрілому фондовому ринку, пов'язані з недостатньою увагою держави до стимулювання публічного залучення акціонерного капіталу.

ПЕРЕДУМОВИ ВИНИКНЕННЯ І ГЕНЕЗИС РИНКУ АКЦІЙ

Історія появи і розвитку фондових ринків (які спочатку асоціювалися саме з ринками акцій) є достатньо відомою і дослідженою. Разом з тим перед визначенням проблематики, притаманної незрілому ринку акцій України, варто зупинитися, по-перше, на тому, яку тривалу еволюцію пройшли ринки акцій у розвинутих державах (адже в Україні такий шлях був значно коротшим та ще і штучно перерваним), по-друге, на суті поняття ринку акцій як феномену, який не вичерпується тільки формальними ознаками і вимагає досягнення балансу інтересів, інституалізації та певних зусиль, а без цього розвиток ринку є сумнівним. І це дуже помітно, якщо порівнювати поточний ринок акцій в Україні, після кількох десятиріч від моменту його відновлення, з ринками постсоціалістичних держав-сусідів, які начебто мали подібні стартові умови після докорінної зміни економічної системи.

Природною функцією фондового ринку є забезпечення довгострокового фінансування розвитку бізнесу компаній шляхом залучення коштів у їх акціонерний капітал в обмін на участь у прибутках і управлінні. Такий спосіб фінансування є альтернативою банківському кредитуванню, який передбачає строковість, платність і зворотність незалежно від успішності чи неуспішності бізнесу². Ефективність акціонерного способу фінансування підприємств, отже, відповідно, і економіки, підтверджує поточний рівень роз-

² У минулому столітті, аналогічно до класифікації ключових правових систем, у економічних дослідженнях часто протиставлялися підходи та ефективність англо-саксонської (акціонерної) та континентальної (банківської) моделей побудови фінансових ринків і, відповідно, оцінювалися неоднозначні наслідки домінування акціонерного чи боргового (позикового) капіталу в тій чи іншій економіці. Наразі більшість локальних ринків (включаючи український) варто віднести до змішаних — зокрема, через постійне зростання ролі інституційних інвесторів, які системно диверсифікують інструментарій своїх інвестицій. Більше того, суттєво розмиті межі навіть між традиційно антагоністични-

витку нашої цивілізації, якого було досягнуто значною мірою через динамічне зростання та інноваційний потенціал акціонерних компаній, а також стабільний попит і пропозицію акцій як найбільш відомого та поширеного інструменту світових фінансових ринків.

Безумовно, ринок акцій, як і вся ринкова економіка, ґрунтується на приматі вигідності. Причому вигідності не взагалі для економіки, країни або прогресу людства, а буквальної та персональної вигідності для учасників правовідносин щодо акцій: 1) корпорації-емітенти отримують довгострокове (фактично обмежене тільки терміном їх існування) фінансування для створення або розвитку бізнесу, а розподіл ризиків неуспішності останнього зазвичай перевищує незручності розподілу управління та прибутку; 2) інвестори-акціонери, у свою чергу, набувають права на управління корпорацією та участь у розподілі її прибутку (при виплаті дивідендів), а також на дохід від зростання вартості корпорації та, відповідно, вартості акцій. Більше того, акції є набагато зручнішими у цивільному обігу, ніж інші інструменти пайового фінансування³, яке активно експлуатується і сьогодні в підприємницькій діяльності⁴.

Початок Нового часу і появу перших акціонерних компаній можна вважати зародженням інвестиційної економіки. Баланс інтересів «емітент — інвестор» забезпечувався (як забезпечується і сьогодні для непублічних компаній) так званім корпоративним правом (частиною цивільного права). Однак, незважаючи на хрестоматійні випадки ажіотажного попиту на акції та гучного краху окремих компаній, для цього періоду поки що зарано говорити про існування феномену ринку акцій в його сучасному розумінні.

Тільки разом з посиленням ролі та мобільності приватного капіталу і виникненням глобальної потреби в реалізації значних інфраструктурних проєктів, які перевершували фінансові можливості навіть найбільш розвинутих держав (насамперед, ідеться про масове будівництво залізниць), економічне значення акціонерного фінансування почало стрімко зростати [8].

ми прикладами таких моделей (США і Велика Британія vs Німеччина і Франція) — і не тільки через глобалізацію та зростання транскордонного руху капіталу, але й через одностороннє прийняття акцій як провідного інструменту стимулювання інновацій, залучення міжнародних інвестицій, фактора конкурентоспроможності національних економік, драйвера ліквідності ринків, постачальника найбільш розгалуженої фінансової інформації та численних бенчмарків (у тому числі базових активів/показників для деривативів).

³ Пайове фінансування підприємницької діяльності відоме вже не одну тисячу років і кодифіковане ще в межах римського права. Протягом Середньовіччя з'явився і почав відігравати суттєву роль у суспільно-економічних відносинах інститут юридичної особи-корпорації. Згодом, на зорі Нового часу сформувався інститут акціонерного товариства і практично одночасно виникли й перші фондові біржі.

⁴ За даними Державної служби статистики України, на початку 2021 р. в Україні існує 13 748 АТ, з яких лише 1280 (9%) мають статус публічних (ПАТ), отже, для компаній значно більш привабливим є приватний тип акціонерного товариства (ПрАТ), адже українські емітенти не надто покладаються на імовірність публічного залучення капіталу через акції. Цікаво зазначити, що в українських реаліях ПрАТ має несподівану перевагу над товариствами з несек'юритизованими паями (товариства з обмеженою і додатковою відповідальністю, командитні та повні товариства): централізована та інституціолізована депозитарна система надає значно якісніший захист від рейдерства. На жаль, сьогодні це бачиться чи не головною функцією Центрального депозитарію в Україні відносно пайових цінних паперів.

Слід підкреслити, що саме *ефект масштабу* відіграв принципово важливу роль. Значна капіталізація компанії вимагає залучення дійсно великої кількості інвесторів, а, відповідно, і публічної пропозиції акцій, тобто пропозиції заздалегідь не визначеному колу осіб. Разом з тим значна капіталізація дозволяє компанії нівелювати кон'юнктурні ризики і робить її більш надійною для інвесторів⁵.

У першій чверті XX ст., зважаючи на очевидні успіхи капіталістичної індустріалізації, заснованої на акціонерному фінансуванні, різко підвищився взаємний інтерес емітентів та інвесторів до фондового ринку, що викликало стрибкоподібну концентрацію залученого на ринок капіталу, а, відповідно, і стрімке зростання капіталізації біржових ринків та індексів акцій. Ринок акцій почав відігравати ключову роль в економіці низки найбільш розвинутих капіталістичних країн як головне джерело фінансування розвитку виробництва, індикатор економічної активності, ключовий інвестиційний інструмент. Отже, **значення ринку акцій вийшло за межі локального економічного інтересу (окремих корпорацій та інвесторів) і набуло загальноекономічного характеру** [1; 5].

Посилення інтересу до інвестування в акції, наслідком чого стало зростання ліквідності ринку акцій, дозволило безперервно формувати на фондовій біржі (яка являє собою інститут, не залежний від корпорацій та інвесторів) *об'єктивну ціну на акції*, що підвищило привабливість ринку акцій та дозволило залучити на ринок дрібних інвесторів. Фондова біржа стала не тільки і не стільки місцем для «багатьох бажаючих купити і багатьох бажаючих продати», але й почала продукувати справедливую ціну акцій, яка є головним показником успішності й конкурентності великого бізнесу, а, відповідно, і пріоритетності інвестування. І, знов-таки, справедлива ціна стала визначальним індикатором, що впливає на конкуренцію.

Таким чином, сформувався економічний феномен ринку акцій, який забезпечив економічний розвиток значної частини світу і не вичерпав себе і дотепер. Адже в останні десятиліття, як ніколи раніше, встановився помітний органічний зв'язок між інноваційними технологіями і фінансуванням через акціонерний капітал. Незалежно від способу первинного залучення інвестицій для інноваційних проєктів, рано чи пізно практично будь-який успішний інноваційний проєкт стає публічним і залучає фінансування через продаж акцій на біржі.

Ніколи раніше серед найбільших за вартістю АТ не було стільки інноваційних компаній (колишніх технологічних стартапів) і ніколи не було

⁵ Дотепер фондові біржі розвинутих країн встановлюють порогові значення капіталу компанії для допуску акцій до різних сегментів біржових торгів; при цьому чим більш регульованим, ліквідним і привабливим є такий сегмент (режим торгів на головному ринку чи в альтернативному сегменті для початкового залучення капіталу, на регульованому ринку або інших майданчиках), тим вищими є вимоги до порогового значення капіталізації компанії. Проте значна капіталізація компанії не є основним критерієм віднесення акціонерної компанії до публічної. Особливо це помітно на незрілих ринках, де публічність часто має суто формальний характер. Принципову роль відіграє зацікавленість власників у публічному залученні додаткового капіталу, що, у свою чергу, визначається здатністю локального ринку забезпечити інвестиційний інтерес, тобто наявністю інвесторів та їх бажанням інвестувати у подібний спосіб.

Таблиця 1. ТОП-10 публічних компаній-лідерів у світі за ринковою капіталізацією акцій у 1997—2020 рр. (млрд дол.)

Роки										
1997		2000		2007		2010		2017		2020 *
компанія, галузь	млрд дол.	компанія, галузь	млрд дол.	компанія, галузь	млрд дол.	компанія, галузь	млрд дол.	компанія, галузь	млрд дол.	компанія, галузь
General Electric (конгломерат)	223	General Electric (конгломерат)	477	Petrochina (нафтогаз)	724	Exxon Mobil (нафтогаз)	369	Apple Inc. (ІТ)	869	Apple Inc. (ІТ)
Royal Dutch Shell (нафтогаз)	191	Cisco Systems (ІТ)	305	Exxon Mobil (нафтогаз)	512	Petrochina (нафтогаз)	303	Alphabet Inc. (ІТ)	727	Microsoft (ІТ)
Microsoft (ІТ)	160	Exxon Mobil (нафтогаз)	286	General Electric (конгломерат)	375	Apple Inc. (ІТ)	296	Microsoft (ІТ)	660	Amazon.com (ІТ)
Exxon Mobil (нафтогаз)	158	Pfizer (медичина)	264	China Mobile (телеком)	354	BHP Billiton (металургія)	244	Amazon.com (ІТ)	564	Alphabet Inc. (ІТ)
The Coca-Cola Company (харчові продукти)	151	Microsoft (ІТ)	258	ICBC (фінанси)	339	Microsoft (ІТ)	239	Facebook (ІТ)	513	Facebook (ІТ)
Intel Corporation (ІТ)	151	Wal-Mart (ритейл)	251	Microsoft (ІТ)	333	ICBC (фінанси)	233	Tencent (ІТ)	493	Tencent (ІТ)
Nippon Telegraph and Telephone (телеком)	146	Citigroup (фінанси)	250	Gazprom (нафтогаз)	330	Petrobras (нафтогаз)	229	Berkshire Hathaway (фінанси)	489	Tesla, Inc. (електроавтомобілі)
Merck (медичина)	121	Vodafone (телеком)	227	Royal Dutch Shell (нафтогаз)	270	China Construction Bank (фінанси)	222	Alibaba Group (ІТ)	441	Alibaba Group (ІТ)
Toyota Motor Corporation (автомобілі)	117	Intel Corporation (ІТ)	227	AT & T (телеком)	252	Royal Dutch Shell (нафтогаз)	209	Johnson & Johnson (ліки, ІТ)	375	TSMC (напівпровідники, ІТ)
Novartis (медичина)	104	Royal Dutch Shell (нафтогаз)	206	Sinorec (нафтогаз)	250	Nestlé (продукти харчування)	204	J.P. Morgan Chase (фінанси)	371	Berkshire Hathaway (фінанси)
Разом	1521		2753		3737		2547		5502	

Примітка: * — національна нафтова компанія Саудівської Аравії Saudi Aramco, яка після IPO 2019 р. конкурує з Apple Inc. за перше місце у світі за капіталізацією, відсутня в цьому переліку через значну частку держави і досить обмежений вільний обіг її акцій (1,78%).

Джерело: складено автором за: Global Top 100 companies by market capitalisation (PwC) [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.pwc.es/auditoria/assets/global-top-100-companies-2020.pdf>; List of public corporations by market capitalization [Електронний ресурс]. — Режим доступу : https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_public_corporations_by_market_capitalization (дата звернення: 22.01.2021); Financial Times Global 500 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://media.ft.com/cms/253867ca-1a60-11e0-b003-00144feab49a.pdf>

настільки мало представників традиційних галузей. Ще у 2007 р., напередодні світової фінансової кризи, половину з 10 найбільших за вартістю публічних компаній представляв нафтогазовий сектор, натомість нині 9 з 10 компаній-лідерів безпосередньо пов'язані з ІТ-технологіями, а розвиток Tesla Inc. та Berkshire Hathaway зумовлений проривними інноваціями в автомобілебудуванні та фінансах (табл. 1)⁶. Узагалі важко уявити, якими були б для людства наслідки пандемії коронавірусної інфекції, якби не послуги ІТ-компаній, що підтвердили свій статус світових лідерів не тільки за фінансовими показниками, але й за необхідними в сучасних умовах сервісами, які дозволили мільярдам людей працювати та спілкуватися дистанційно.

Показники, що характеризують розмір розвинутого ринку акцій, мають цілком прикладне значення для макроекономічних досліджень і практичних інвестиційних рішень. Скажімо, надмірне зростання співвідношення капіталізації ринку акцій і ВВП може не тільки свідчити про наближення чергової фінансової кризи, але й стати приводом для інституційних інвесторів диверсифікувати свої портфелі. Зокрема, звичайний індикатор Баффета (одного з найвідоміших фінансистів сучасності, засновника Berkshire Hathaway) у вигляді відношення капіталізації 5000 найдорожчих компаній США до квартального ВВП говорить про безумовно переважаючі темпи зростання вартості американських корпорацій порівняно з темпами зростання найбільшої економіки світу, а нормалізований (відповідно до історично середнього значення) індикатор значно виразніше демонструє періоди переоцінки вартості акціонерного капіталу (рис. 1)⁷.

Масштабна роль у світовій економіці передбачає зовсім інше значення поняття «ринок акцій», ніж лише інституційна і фактична можливість укладення угод з акціями, у тому числі на фондовій біржі, або наявність системи для обліку прав власності на акції. Категорично не можна ставити знак рівності між локальними прикладами пайової участі в капіталі та фондовим ринком. Звичайно ж, ринок акцій — це не просто якийсь перелік пайових інструментів (акцій) і епізодичні правовідносини при укладанні угод з ними. Зовсім не будь-які правовідносини заслуговують кваліфікувати їх як

⁶ Ті самі тенденції притаманні й ширшому переліку світових лідерів за ринковою вартістю. Так, за оцінками PwC (Global Top 100 companies by market capitalisation. PricewaterhouseCoopers (PwC). — 2020. — May [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.pwc.es/es/auditoria/assets/global-top-100-companies-2020.pdf>), за останні 11 років (2009—2020 рр.) технологічні компанії за часткою в сукупній капіталізації 100 найдорожчих публічних компаній перемістилися з п'ятого на перше місце, а підприємства нафтогазового сектору, навпаки, втратили лідируючі позиції та опустилися на п'яте місце, пропустивши вперед компанії із сфери фінансів, медицини і споживчих послуг, розвиток яких значною мірою має інноваційний характер.

⁷ На початку лютого 2021 р. індикатор Баффета сягнув максимального значення за період досліджень — 224%, тобто був у п'ять-шість разів більшим порівняно з мінімальними значеннями початку 1950-х років і періоду енергетичної кризи 1970-х років, після якої показник остаточно набув вираженої зростаючої динаміки (за винятком кризи доткомів 2001 р. та світової кризи 2007—2008 рр.). Нормалізований відповідно до історично середнього значення індикатор, межі коливання якого складають $\pm 100\%$, також наразі сягає максимальних значень, порівнянних з періодом напередодні краху «бульбашки» доткомів, проте вже кількарічні прогнози щодо обвалу ринку акцій поки що не справдилися навіть в умовах пандемії COVID-19.

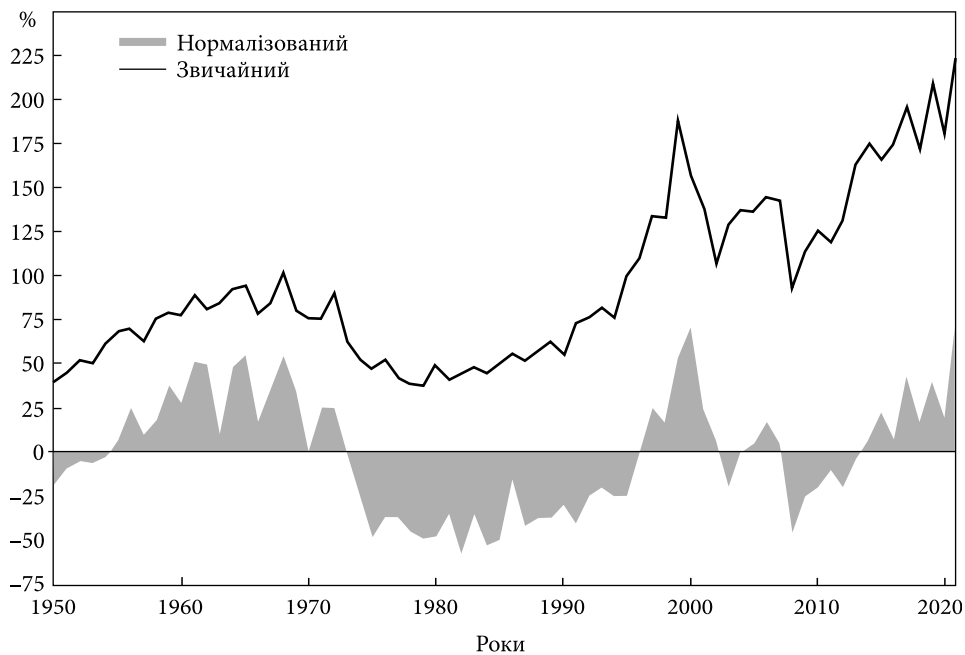


Рис. 1. Щорічні індикатори Баффета для ринку акцій США у 1950—2021 pp.

Джерело: побудовано автором за: Wilshire Advisors: Wilshire 5000 Total Market Index [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.wilshire.com/indexes/wilshire-5000-family/wilshire-5000-total-market-index> (дата звернення: 04.02.2021); Current Market Valuation: Buffett Indicator [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.currentmarketvaluation.com/models/buffett-indicator.php#data-sources> (дата звернення 05.02.2021); Advisor Perspectives: Market Cap to GDP: An Updated Look at the Buffett Valuation Indicator [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/2021/02/04/market-cap-to-gdp-an-updated-look-at-the-buffett-valuation-indicator> (дата звернення 05.02.2021).

«ринку». Має йтися, по-перше, про залучення до інвестиційних процесів набагато більшого капіталу, а отже, і більшої кількості учасників, ніж це дозволяють приватні комунікації; по-друге, про системне збереження взаємної зацікавленості корпорацій-емітентів та інвесторів на рівні, набагато глибшому та складнішому, ніж звичні корпоративні відносини. Досягається це єдиним способом — шляхом публічної пропозиції акцій заздалегідь невизначеному і необмеженому колу учасників та формування справедливої (біржової) ціни.

Однак акціонерний спосіб залучення капіталу продукує специфічні конфлікти, ризики і, відповідно, способи їх нівелювання.

По-перше, протиріччя між бажанням корпорації залучати якомога більше капіталу за будь-якої успішності бізнесу і бажанням інвестора інвестувати виключно в успішні корпорації. Особливої ролі набувають економічні показники діяльності корпорації, які є базовим чинником впливу на ціну акцій та їх привабливість. Отже, повнота і достовірність економічної інформації про емітента є безумовним обов'язком публічної корпорації, яка залучає капітал на ринку, а перекручення цієї інформації є серйозним кримінальним злочином. Таким чином, існування базової зацікавленості у фор-

маті «емітент — інвестор» виступає хоча й первинною, але не єдиною умовою існування феномену ринку.

По-друге, потенційний конфлікт між домінуючим і міноритарним акціонерами. Наявність або поява акціонера, який завдяки концентрації досить великого пакета акцій має можливість самостійно радикально впливати на діяльність емітента (вивести привабливі активи до компанії з іншими власниками, провести додаткову емісію, реорганізувати компанію тощо), може різко змінити (як правило, знизити) вартість акцій, що робить їх непривабливими для інвестора, тобто порушує інтереси міноритарія. Логічним наслідком придбання контрольного пакета акцій емітента є неможливість визначення ринкової ціни акцій на підставі біржових показників після такого придбання. Безумовно, як у момент виникнення в публічній компанії контролюючого акціонера (така ситуація у відповідній Директиві ЄС⁸ іменується «поглинанням»), так і згодом, у процесі подальшого скуповування акцій з метою набуття ще більш повного контролю над емітентом, права міноритаріїв можуть бути порушені, що загрожує підризом довіри до ринку зокрема і ринкових інститутів у цілому.

Формування справедливої ціни акцій вимагає наявності значної кількості (частки) акцій у так званому вільному обігу (free float), тобто у власності міноритаріїв. Значний free float є передумовою для регулярного укладання біржових правочинів широким колом інвесторів і формування ринкових цін. Натомість скорочення free float і концентрація пакетів акцій у власності мажоритаріїв ставлять під сумнів об'єктивність ціноутворення та імовірність реалізації прав пересічних акціонерів. Цим і обумовлено обмеження розміру значних пакетів акцій для компаній, акції яких пропонуються до розміщення і/або обігу на організованому (біржовому) ринку (зазвичай вимагається 15—25% або значний абсолютний обсяг free float).

Отже, умовою існування ринку, додатково до зустрічної зацікавленості «емітент — інвестор», є дотримання балансу інтересів «домінуючий акціонер — міноритарний акціонер». Для юридичного забезпечення такого балансу виникло правове поняття «захист (міноритарного) акціонера»⁹.

По-третє, загрозою для ринку акцій є так звані «ринкові зловживання», виражені, насамперед, у формі маніпулювання ринком та інсайдерської торгівлі [12]. Недостатня увага до чіткої правової кваліфікації та протидії таким зловживанням несе в собі значні ризики — найбільш суттєві, насамперед, для економічно розвинутих держав, де ринок акцій уперше став більше ніж значущою складовою фінансової системи. Ці ризики яскраво проявилися під час економічної кризи 1920-х років, головною причиною якої прийнято вважати масштабні зловживання, що призвели до катастрофічного дисбалансу між цінами акцій і реальною вартістю компаній. У результаті вартість

⁸ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids // Official Journal of the European Union. — 2004. — Apr. 30 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN> (дата звернення: 21.01.2021).

⁹ Назва, можливо, не надто вдала, адже слід розуміти, що в основі захисту лежить не дотримання християнських заповідей або соціальний захист акціонера (чи дійсно акціонер, навіть міноритарний, потребує соціального захисту?), а винятковий прагматизм ринкової економіки.

акцій знецінилася (рухнула), а компанії, відповідно, втрачали капітал і можливості фінансування. Саме Велика депресія, яка продемонструвала явні й потенційні ризики, властиві фондовому ринку, змусила уряди економічно розвинутих країн, у першу чергу США, інституційно оформити цей економічний феномен.

Неважко помітити, що всі зазначені конфлікти сконцентровано навколо можливості встановлення справедливої ціни фінансового інструменту. Наявність біржової ціни, якій довіряють усі учасники ринку, є обов'язковою умовою існування фондового ринку.

Практично паралельно країни з ринковою економікою переконалися, що, з огляду на високу значущість, динамічність і спеціалізацію фондового ринку, для нівелювання зазначених суперечностей недостатньо навіть ефективної законодавчої та судової системи. Це призвело до створення спеціалізованих регуляторних органів. Специфіка правовідносин, що дозволяє нормально функціонувати фондовому ринку, і, відповідно, специфіка ринкових правопорушень призвели до виникнення, знов-таки, спеціальних правових норм. Сукупність цих заходів дозволяє говорити про становлення інституційного феномену.

Баланс інтересів між емітентами та інвесторами, а також зацікавленість держави в стабільності ринку в разі його виникнення як економічного феномену, підтримуються не стільки наявністю і гарантіями дотримання корпоративного права, скільки зусиллями щодо гарантування справедливої ринкової ціни. Більше того, контроль за дотриманням корпоративного законодавства, принаймні, у тій його частині, яка впливає на справедливу ціну, взяли на себе регулятори фондового ринку.

На основі викладеного можна дійти такого загального висновку: *ринок акцій — це система відносин між емітентами та інвесторами, заснована на приматі прибутковості (вигідності) та супроводжувана ефективними законодавчими, судовими і регуляторними механізмами, покликаними підтримувати баланс інтересів у цій системі шляхом забезпечення об'єктивної ціни акцій*. Отже, для існування феномену ринку акцій необхідними є створення і підтримка належного інституційного середовища (законів та умов їх беззастережного дотримання).

РИНОК АКЦІЙ: УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ

Зростаючі інтернаціоналізація та концентрація світових ринків капіталу ускладнюють побудову і розширення локальних ринків акцій у країнах, що розвиваються, особливо в разі незначного масштабу ринків, тривалої незрілості, непривабливості та обмеженої конкурентоспроможності. При цьому валютна лібералізація, уніфікація законодавства та інфраструктури з розвинутими ринками можуть лише прискорити процес міграції емітентів та інвесторів з локального ринку. Це менш критично, якщо пов'язано із загальними для держави інтеграційними процесами (насамперед, у Європі), коли учасники ринку отримують переваги доступу не до локальних, а до ширших ринків — більш ліквідних, містких і прибуткових. Натомість це є проблемою для низки локальних ринків, чие функціонування ускладню-

ється санкційними обмеженнями або інтеграційні процеси ще відбуваються на первинному ринку, тому їх переваги поки що є односторонніми або неочевидними.

Дійсно, інфраструктуру ринків значної частини держав — сусідів України за останні десятиліття було інтегровано до складу значно більш ефективних фінансових ринків ЄС, де, попри таку консолідацію, не вщухає і транскордонна конкуренція потужних біржових платформ, центральних контрагентів та інвестиційних банків. Ринків, які зберегли більш-менш незалежну локальну інфраструктуру та потенціал для самостійного розвитку ринків акцій, поруч з Україною залишається не так багато. У середньому такі ринки характеризуються не надто позитивною динамікою, принаймні, в частині обсягу торгів та інструментарію, проте Україна навіть на їх фоні явно виділяється темпами деградації ринку акцій (табл. 2).

Саме досвід такого незрілого і деградуючого фондового ринку, як український, доводить, що феномен ринку акцій не виникає автоматично, адже окремі формальні ознаки (зокрема, умовно розраховані індекси, показники капіталізації чи мультиплікатори) характеризують лише наявність законодавчих та інфраструктурних можливостей для епізодичного випуску й обігу акцій, але не фактичне існування ринку акцій як ефективного економічного механізму залучення і алокації публічних інвестицій.

Україна являє собою унікальний приклад, де створений «з нуля» на початку 1990-х років біржовий сегмент обігу акцій, який і до цього не вражав ліквідністю, в останні роки практично обнулився: річний обсяг торгів акціями на всіх біржах у 2018—2020 рр. не дотягував і до 50 млн дол., що еквівалентне 0,01—0,03% номінального ВВП (рис. 2). Це ринок, показники якого є достатньо умовними. Чи можна серйозно вважати, що сукупна капіталізація ринку акцій України наприкінці 2019 р. була еквівалентною 68 млн дол. (0,04% ВВП)? Це настільки ж неадекватна оцінка (спричинена зменшенням кількості емітентів лістингових акцій на 98% у 2011—2019 рр. через суперечливе регулювання та відсутність жодних стимулів для емітентів з таким статусом¹⁰), як і явно завищена напередодні кризи 2008 р. вартість українських компаній (112 млрд дол., або 79% ВВП) (рис. 3).

¹⁰ До 2011—2012 рр. сукупна капіталізація лістингових акцій була хоча б мінімально релевантним показником (якщо не враховувати штучність цін), адже переважна більшість великих українських компаній історично (примусово) проходили лістинг на фондових біржах України. Згодом, через впровадження специфічних фіскальних ініціатив, до лістингів бірж почали активно включати акції фіктивних емітентів з штучно роздутою капіталізацією. Їх поступове вичищення з біржового обігу та масові (часто суб'єктивні) звинувачення учасників ринку в маніпулюванні цінами у 2015—2017 рр. збіглися з підвищенням лістингових вимог до рівня, який перевищував вимоги на біржах ЄС, та із змінами в акціонерному законодавстві. Недивно, що емітенти (їх мажоритарні власники) скористалися можливостями позбутись обтяжливих лістингових вимог, ризиків необґрунтованого завищення цін при корпоративних подіях, регуляторних ризиків, будь-якого впливу міноритаріїв і загалом публічності, отже, відмовилися не тільки від лістингового статусу, а й від біржового обігу їх акцій у принципі [12]. Як наслідок, показник сукупної капіталізації ринку акцій, розрахований на базі всіх допущених до біржових торгів випусків акцій, а не лише мізерного кола лістингових акцій, буде таким самим сумнівним, оскільки, по-перше, не відповідає структурі економіки та провідних компаній, по-друге, по значній кількості допущених до торгів акцій відсутні трансакції протягом місяців і років, тож їх ціни та оцінки капіталізації є суцільною фікцією.

Таблиця 2. Показники ринків акцій окремих держав — сусідів України у 2011—2019 рр.

Роки	Країни									
	Туреччина	РФ	Польща	Угорщина	Румунія	Казахстан	Хорватія	Болгарія	Словенія	Україна
<i>Ринкова капіталізація (млрд дол.)</i>										
2011	197,1	784,0	138,2	18,8	14,0	22,5	22,6	8,3	6,3	25,7
2019	185,0	791,5	151,6	32,9	26,1	40,6	22,6	16,0	7,9	0,1
2019/2011 (%)	-6	+1	+10	+75	+86	+80	0	+94	+25	-99
<i>Капіталізація/ВВП (%)</i>										
2011	23,5	38,3	26,2	13,2	7,7	11,7	36,1	14,4	12,3	13,8
2019	24,3	46,6	25,4	20,1	10,4	22,4	37,0	23,3	14,6	0,0
2019/2011	+1,0	+8,0	-1,0	+7,0	+3,0	+11,0	+1,0	+9,0	+2,0	-14,0
<i>Кількість емітентів лістингових акцій (шт.)</i>										
2011	263	283	757	52	77	63	233	393	66	130
2019	378	213	798	44	81	94	119	262	29	3
2019/2011 (%)	+44	-25	+5	-15	+5	+49	-49	-33	-56	-98
<i>Обсяг торгів акціями (млрд дол.)</i>										
2011	361,1	470,2	73,1	15,7	1,6	0,5	0,9	0,3	0,5	8,6
2019	347,6	187,4	50,4	8,7	2,0	0,3	0,3	0,2	0,1	0,01
2019/2011 (%)	-4	-60	-31	-45	+26	-37	-65	-47	-71	-99

Джерело: розраховано автором за: WorldBank [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=CM.MK.TLDOM.NO>, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.DM.01>, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=CM.MK.TLCAP.CD>, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=CM.MK.TRAD.CD> (дата звернення: 04.02.2021); Federation of European Securities Exchanges [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://fese.eu/statistics/> (дата звернення: 04.02.2021); World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.world-exchanges.org/out-work/statistics> (дата звернення: 05.02.2021); Звіти про діяльність НКЦПФР за 2011—2019 рр. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/> (дата звернення: 21.01.2021).

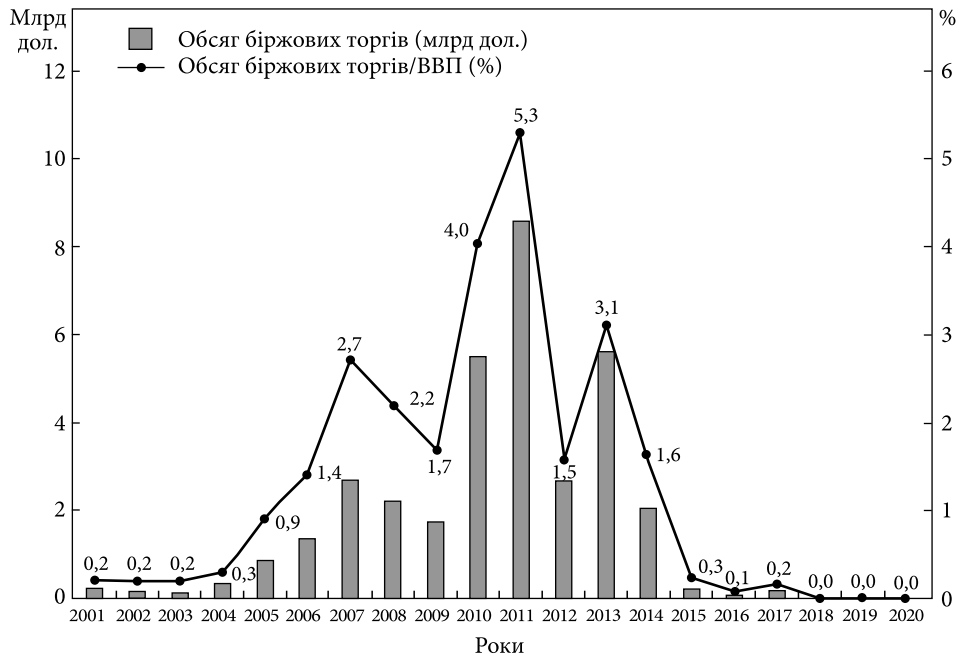


Рис. 2. Динаміка біржових торгів акціями в Україні у 2001—2020 рр.

Джерело: побудовано автором за: Звіти про діяльність НКЦПФР за 2001—2020 рр. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>

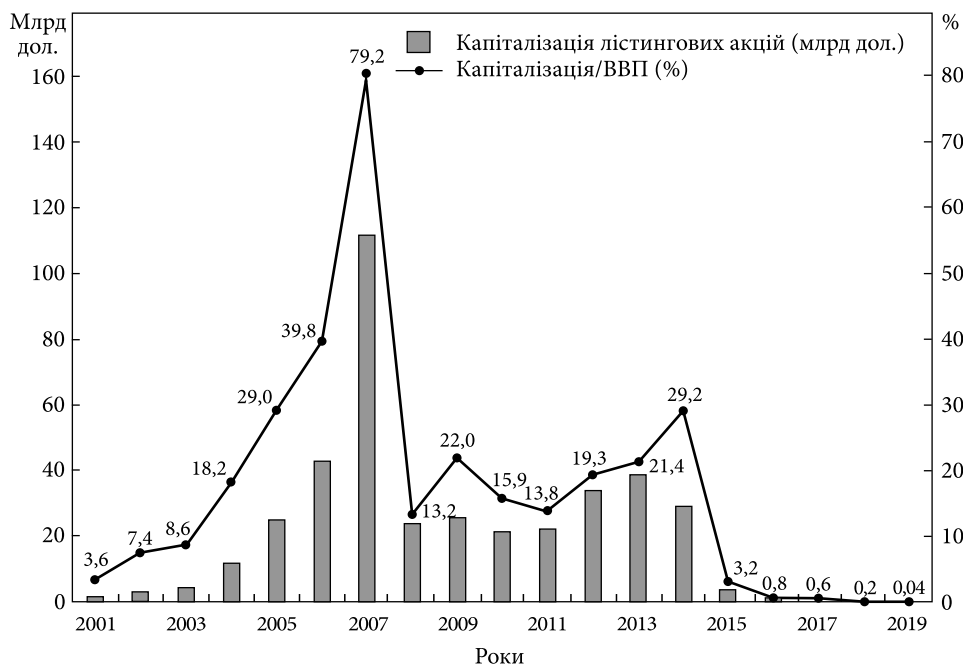


Рис. 3. Сукупна капіталізація лістингових акцій в Україні у 2001—2019 рр.

Джерело: побудовано автором за: Звіти про діяльність НКЦПФР за 2001—2019 рр. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>; дані фондових бірж України [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.ux.ua/ua/marketdata/marketresults.aspx>, <https://pfts.ua/trade-info/trade-results>, <http://fbp.com.ua/Trade/TotalCapital.aspx> (дата звернення: 21.01.2021).

Чи варто на підставі таких показників робити макроекономічні або інвестиційні узагальнення, подібно до зображених на рис. 1? Треба визнати, що показники ринку акцій (сукупна капіталізація, індекси, усереднені співвідношення цін акцій та фінансових показників корпорацій) в Україні мають достатньо віртуальний характер, тому сенс їх аналізу та будь-яких міжнародних порівнянь значною мірою викликає сумніви. Як наслідок, численні приклади дослідження еволюції ринку, що спочатку (цілком природно, коли зважати на світовий досвід) прогнозували винятково висхідну динаміку індексів, капіталізації, обсягів емісії та біржових торгів у результаті збільшення регулювання та (начебто) імплементації кращих законодавчих норм і стандартів, поступово змінилися на значно песимістичніші оцінки¹¹, аж до сумнівів учасників ринку (включаючи регулятора) в поточній наявності ринку акцій у державі та імовірності його відновлення в більш-менш осяжній перспективі¹².

Зважаючи на окреслені відмінності ринку акцій як феномену від звичайного періодичного обігу акцій (насамперед, поза біржами), ці сумніви, на нашу думку, є досить зрозумілими. Отже, чи був ринок акцій в Україні, чи існує він наразі? А якщо був, то куди і чому подівся? Запитання зовсім не риторичні.

Найбільш наочним проявом реформування пострадянської економіки України на тлі несподіваних злиднів і повної переоцінки цінностей була заміна формально «знеособленого і деперсоніфікованого» власника в особі соціалістичної держави на «більш персоніфікованого і більш ефективного» в особі капіталіста. Саме цей процес акціонерної (ваучерної) приватизації зажадав інституційного оформлення фондового ринку, появи фінансових посередників, створення інфраструктури¹³ (системи обліку цінних паперів, фондових бірж тощо) і окремого регулятора цього ринку.

Початковий сплеск інтересу до фондового ринку проявився в скуповуванні в населення акцій, отриманих, насамперед, у ході не надто ефективної

¹¹ Наприклад, Програма розвитку фондового ринку України на 2012—2014 рр. передбачала зростання капіталізації лістингових компаній до 300 млрд грн, а співвідношення «капіталізація/ВВП» — до 40%. Натомість на початку 2020 р. ці показники становили, відповідно, 1,6 млрд грн і 0,04% (тобто були в 1000 разів меншими за очікувані).

¹² НКЦПФР з 2018 р. припинила відзначати у своїх річних звітах важливу роль ринку акцій серед інших ринків капіталу і розглядати його як чинник інвестиційного клімату країни та механізм залучення і перерозподілу інвестиційного капіталу в перспективні сфери економіки; ще раніше (з 2015 р.) — припинила порівнювати капіталізацію національного ринку акцій з іншими країнами, оскільки надто вже сумною є динаміка. Вже у перший рік своєї каденції у 2015 р. голова НКЦПФР заявив, що в Україні ринок акцій швидко не з'явиться — акції будуть, скоріше, «вишенькою на торті».

¹³ При цьому інфраструктура для локального і недостатньо глибокого ринку, через суперечливість підходів і взірців для його запуску та подальшого розвитку, виявилась абсолютною надмірною. У 2012 р. в Україні діяли три депозитарії, 10 фондових бірж, три (умовних) центральних контрагенти, афілійовані з біржами. Наразі кількість суб'єктів інфраструктури дещо скоротилась, але не принципово: два депозитарії, п'ять фондових бірж, один (усе ще умовний) центральний контрагент на фондовому ринку та власні клірингові рішення бірж для ринків деривативів. Скорочення параметрів ринку (кількості учасників, інструментів, угод) природно призводить до зростання трансакційних витрат, адже постійні витрати на функціонування інфраструктури об'єктивно не можуть зменшуватися паралельно з деградацією ринкової ліквідності, а збільшення витрат на операції дає новий поштовх звуженню ринку.

приватизації [9]. Рушійними силами такого інтересу стали два фактори: ключовий — отримання управлінського контролю за приватизованим підприємством; супутній, менш принциповий, але цілком зрозумілий для фінансового посередника, — задешево придбати акції у населення для подальшого перепродажу потенційним власникам. Боротьба за контроль над підприємствами об'єктивно сприяла зростанню вартості акцій.

Дуже швидко, практично паралельно із скуповуванням, були винайдені «ефективніші методи» отримання контролю над підприємством. Найбільш відомими з них стали «розмивання» акціонерного капіталу шляхом додаткової емісії, що має мало спільного із залученням капіталу, або отримання контролю над обліковою системою в особі реєстратора (спочатку, до появи депозитарних установ і впровадження виключно бездокументарної форми існування акцій, реєстратори вели реєстри власників цінних паперів та мали певні можливості для зловживань у цій сфері).

Наскільки таке масове скуповування акцій було ринковим і чи мало ознаки звичайного портфельного інвестування? Навряд чи покупці сподівалися на зростання вартості акцій або отримання дивідендів, метою було зовсім інше — встановити контроль над підприємством-емітентом, змінити центри формування прибутку і приватизувати фінансові потоки та прибуток цього підприємства. Проте, так чи інакше, встановлення управлінського контролю має свої зрозумілі часові межі через очевидність мети і обмеженої чисельності цікавих для майбутніх олігархів підприємств, а після встановлення контролю реальна вартість акцій стрімко скорочувалася. Той, хто не встиг, не захотів, не зміг перепродати акції на етапі встановлення такого контролю, залишився з дрібними (та постійно танучими завдяки «розмиванню») пакетами. Настала цілком закономірна деградація ринку акцій.

Емітента (а після встановлення контролю над ним — фактично нового власника) не цікавила біржова ціна його акцій, виплати дивідендів мали епізодичний (чи неекзотичний) характер, фінансові показники через зміну центрів прибутку (виведення до компаній-стейкхолдерів, часто за межами України) поступово погіршувалися. Здавалося б, про яку ціну або попит на акції у такій ситуації може йтися? Однак знайшлися інтересанти штучного формування ціни. Фінансові посередники «побачили сенс» у наявності регулярного (часто штучного) формування біржових цін на акції, незначні пакети яких перебували в активах афілійованих інститутів спільного інвестування (ICI). Окремі фондові біржі отримали значну статтю доходу у вигляді продажу інформації про ціни міжнародним інформаційним агенціям, користувачі яких щиро сподівалися, що ці відомості є достовірними.

Так сформувався «феномен українських фондових індексів», які спочатку більш-менш корелювали хоча б з іноземними індексами акцій¹⁴, адже саме іноземні інвестори були найбільш привабливими клієнтами для українських фінансових посередників. Проте криза 2008 р. призвела до катастрофічного падіння (майже в чотири рази в гривні та у шість разів у доларі за рік) індексу

¹⁴ Зазвичай з індексами, які характеризували ціни акцій на найбільш розвинутих ринках США та ЄС, попри те, що останні не просто обслуговували економіки з помітно відмінними від української структурою та динамікою, а й взагалі існували в іншій економічній парадигмі вже давно сформованого феномену ринку.

провідної на той час біржі ПФТС та масової втечі іноземних інвесторів. Згодом стали очевидними відсутність економічного сенсу індексів, розбалансування та відсутність їх зв'язку з економічними показниками (як зовнішніми, так і внутрішніми): дослідження свідчать, що, починаючи щонайменше з 2011 р., відбулось остаточне розкорелювання динаміки українських індексів з індексами провідних бірж світу, номінальним ВВП і монетарною базою України [10]. Цікаво, що цей «феномен індексів» успішно пережив і гучну кампанію НКЦПФР 2015—2019 рр. по боротьбі з маніпулюванням¹⁵.

Крім розмаїття нормативного оформлення фондового ринку в Україні, станом на початок 2021 р., присутні й інші його атрибути:

- система обліку прав на цінні папери, представлена контрольованим державою центральним депозитарієм (обслуговує недержавні цінні папери)¹⁶, центральним банком (виконує функції депозитарію для державних і муніципальних цінних паперів) і 179 депозитарними установами;
- громіздка, але непогано капіталізована державою¹⁷ розрахункова і декларативно клірингова установа та центральний контрагент (ПАТ «Розрахунковий центр», колишній депозитарій);
- надмірна торговельна інфраструктура у вигляді п'яти фондових бірж¹⁸;
- інтенсивно зменшувана, але ще досить помітна кількість фінансових посередників у вигляді 211 торговців цінними паперами (інвестиційних фірм);
- найбільш кількісно представлені інституційні інвестори — 1500 ІСІ (одночасно і емітенти) і 59 недержавних пенсійних фондів (НПФ) під керівництвом 304 компаній з управління активами;

¹⁵ З огляду на мізерну ліквідність акцій, які входять до складу розрахунку індексів, розповсюдження інформації про їх динаміку цілком може підпадати під ознаки маніпулювання — як поширення оманливої інформації. При цьому, починаючи з 2012 р., кожна фондова біржа, відповідно до вимог НКЦПФР, в обов'язковому порядку має розраховувати біржовий фондовий індекс незалежно від стану ліквідності. Єдине спрощення, яке було дозволено біржам, — скасування у 2015 р. вимоги, аби до переліку індексних цінних паперів входило не менше чотирьох лістингових (включених до біржового реєстру) цінних паперів, тож наразі будь-які вимоги щодо кількості та якості інструментів у біржовому індексі відсутні. Таким чином, навіть за повної відсутності торгів (як на біржі УМВБ, де угоди з акціями відсутні з середини 2018 р., чи на «Українській біржі», де торги у середині 2018 р. тимчасово припинялися з технічних причин) біржа зобов'язана розраховувати суто формальний показник — часто нікому не потрібний і абсолютно не релевантний, оскільки він може ґрунтуватися на цінах угод і кількарічної давнини (як у випадку дотепер наявних у «індексному кошику» індексу «Української біржі» акцій АТ «Мотор Січ», обіг яких заборонено судом ще навесні 2018 р., отже, зрозуміло, що жодних нових угод і жодної зміни цін не може бути в принципі). У підсумку можна констатувати не просто суто формальний підхід до регулювання торговельної інфраструктури, а намагання підмінити реальний стан речей умовною картинкою, яка має свідчити про наявність такого ж ринку, як у інших країнах, відповідність ринку певним формальним ознакам і, як наслідок, ввести в оману внутрішніх та іноземних інвесторів, які часто не розуміють усієї умовності цих квазіринкових показників.

¹⁶ Статутний капітал ПАТ «Національний депозитарій України», станом на 1 січня 2021 р., дорівнює 103,2 млн грн (або 3,65 млн дол.), а частка держави (в особі ФДМУ, НБУ, державних банків) сягає 85%.

¹⁷ Статутний капітал ПАТ "Розрахунковий центр", станом на 1 січня 2021 р., дорівнює 206,7 млн грн (або 7,31 млн дол.), а частка держави (в особі НБУ і державних банків) сягає 86,8%.

¹⁸ Разом з тим 99% обсягу торгів сконцентровано на двох майданчиках — ФБ «Перспектива» і ПФТС.

- 13 748 акціонерних товариств, з яких 1280 публічних (за назвою); акції тільки 114 допущені до торгів на біржах (за винятком акцій ICI та з урахуванням дублювання через одночасний обіг на кількох біржах) та лише один (до середини січня 2021 р. було два) український емітент акцій, який пройшов процедуру лістингу акцій на біржі¹⁹, що законодавчо є еквівалентним здійсненню публічної пропозиції (фактично ж не було жодного публічного залучення акцій після законодавчого оформлення публічної пропозиції у 2017 р.);
- 44 українські емітенти корпоративних облігацій (з урахуванням дублювання через одночасний обіг на кількох біржах і випуску кількох серій облігацій, загалом 86 випусків);
- поступово зростаюча кількість іноземних емітентів — спочатку в обіг були впроваджені випуски акцій та облігацій SPV, які володіють активами в Україні, а знедавна і цінні папери відомих іноземних компаній (наприклад, Apple Inc.), проте поки що це не дало скільки-небудь помітної додаткової ліквідності;
- чотири міські ради — емітенти облігацій місцевих позик;
- один найзначущий емітент — Міністерство фінансів України, чий 200 випусків облігацій внутрішніх та зовнішніх позик забезпечують 98% обсягу біржових торгів і є єдиним локальним, але ринкоутворюючим інструментом, обсяги операцій з яким є більш-менш порівнянними з європейськими облігаційними ринками²⁰.

І, звичайно ж, регулятор в особі НКЦПФР, яку було створено в 1996 р., тобто в момент формування інфраструктури ринку і на хвилі приватизації, об'єктивно став певним загальнометодологічним центром і опікувався буквально всіма процесами, які будь-яким чином, хоча б термінологічно, були пов'язані з фондовою тематикою.

Таким чином, фондовий ринок і ринок акцій в Україні, безумовно, існують. Однак усі перелічені атрибути — лише надбудова, візуалізація без змісту і точно не феномен. Формальні «досягнення» ринку акцій²¹ тільки підтверджують очевидний факт: ринок не пов'язаний з інвестиційними процесами, його показники не релевантні стану економіки.

¹⁹ ПАТ Акціонерний банк «Південний» (за дев'ять місяців 2020 р. посідає 12-те місце за активами, 14-те за капіталом і 16-те за прибутком серед банків України). Відповідно до чинної редакції Положення про функціонування фондових бірж, затвердженої НКЦПФР для внесення і перебування акцій у біржовому реєстрі достатньо free float 10% (або 75 млн грн, наразі це еквівалент 2,2 млн євро; до 2018 р. також вимагалось, аби два акціонери не мали спільно більш як 50% акцій). Формально емітент відповідає вимогам щодо free float, адже чотири фізичні особи, кожна з яких володіє пакетами понад 10%, спільно мають лише 58,6% акцій банку. Проте відомості НБУ про остаточних ключових учасників у структурі власності банку з урахуванням опосередкованої участі, станом на 21 вересня 2020 р. (Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. — Режим доступу : https://bank.gov.ua/files/Shareholders/328209/328209_20200921.pdf), свідчать, що сім'я основного акціонера володіє істотною участю в банку в розмірі 74,95%, а ще одна сім'я контролює 23,89%. Отже, насправді free float є мізерним.

²⁰ Варто зазначити, що роль НКЦПФР у регулюванні випуску та обігу державних облігацій дуже обмежена, оскільки цей ринок є частиною бюджетного процесу і більш пов'язаний з грошовим ринком.

²¹ Одна лістингова акція з мізерною капіталізацією; 99% обсягу угод з акціями проведено поза біржами; за 2020 р. на всіх біржах укладено 1,9 тис. угод з акціями, середньоденна кількість біржових угод — вісім, тобто в розрахунку на один випуск — 0,07.

Проте апетити до регулювання всього і вся на ринку збереглися і підігріваються відсутністю завдань, які покликані вирішувати фінансові регулятори на розвинутих ринках, де присутні економічний феномен і відповідне інституційне оформлення. Надмірну активність НКЦПФР у питаннях регулювання приватних АТ або «боротьба з маніпулюванням» на ринку, де неможливо визначити біржову ціну, можна було б кваліфікувати як юридичний казус. Утім, це супроводжується значними бюджетними витратами на утримання чималого за розмірами (тим більше, на фоні існуючого ринку) штату регулятора²², зростаючим (і часто надуманим) регуляторним навантаженням і, в результаті, перешкодами у веденні бізнесу. В цілому це можна охарактеризувати як суто імпровізаційний підхід до регулювання ринку — не за зрозумілим планом, а, відповідно до мінливих внутрішніх вподобань, мало пов'язаних з економічними реаліями²³. Якщо припустити, що НКЦПФР проводить якусь політику, то її можна охарактеризувати як прагнення побудувати ринок не за рахунок економічного інтересу, а виключно завдяки посиленню регулювання та збільшенню повноважень регулятора²⁴.

На жаль, уже існуючі, цілком достатні повноваження регулятора жодним чином не допомогли учасникам ринку²⁵ при законодавчому впровадженні у 2017 р. процедури squeeze-out. Відповідно до імplementованого європейського досвіду (Директиви 2004/25/ЄС від 21.04.2004 про пропозиції поглинання), викуп акцій мав захистити міноритаріїв. Але на практиці, через відсутність ринкових цін і набуття домінуючими акціонерами контролю задовго до законодавчих змін, перекручений характер імplementації squeeze-out призвів до суттєвих втрат інвесторів²⁶, численних судів, у тому числі щодо

²² Штат тільки центрального апарату налічує 460 осіб. Бюджетні асигнування на утримання регулятора (за даними Законів України про державний бюджет за 2015—2021 рр.), попри суттєву девальвацію національної грошової одиниці, за останні сім років зросли у чотири рази — з 2,0 млн до 7,9 млн дол. Для України це досить значні гроші, які істотно перевищують фінансові можливості учасників ринку та їх об'єднань. Для порівняння: річні доходи від членських внесків саморегульованої організації «Українська асоціація інвестиційного бізнесу» (СРО УАІБ), яка об'єднує найбільш численних і прибуткових учасників ринку — компанії з управління активами, оцінюються в 0,4 млн дол., СРО ПАРД (Професійна асоціація учасників ринку капіталів та деривативів), яка об'єднує велику частину торговців та депозитарних установ, — 0,02 млн дол. Вартість усіх відкритих ІСІ в Україні, станом на 30 вересня 2020 р., дорівнює лише 3,6 млн дол., річний приріст активів усіх НПФ в Україні (за період з 30.09.2019 р. по 30.09.2020 р.) становив 12 млн дол.

²³ Подібно до післяреволюційних метань минулого століття (від «воєнного комунізму» до НЕПу і знов до жорсткого централізованого управління економікою), коли змінювалося все, крім волюнтаризму та принципу революційної необхідності «понад усе».

²⁴ Права і повноваження регулятора фондового ринку визначено у відповідному Законі України (Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України № 448/96-ВР від 30.10.1996 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80#Text> (дата звернення: 04.02.2021)). Спочатку в 1996 р. регулятор отримав 44 права і повноваження, визначених у ст. 7 і 8 даного Закону. Кількість прав і повноважень, закріплених на рівні Закону, різко зросла у 2005 р. і після цього збільшувалася майже щороку, сягнувши у 2020 р. 126, тобто у 2,9 рази більше, ніж у 1996 р. З 1 липня 2021 р. компетенція регулятора значно розшириться (зокрема, на товарні регульовані ринки), а кількість прав і повноважень зросте ще на 9%.

²⁵ Не було навіть спроб, що цілком очікувано, бо сама НКЦПФР і виступила автором цієї законотворчої «новації».

²⁶ Адже відсутність адекватного ціноутворення закономірно призвела до спроб маніпулювання з боку міноритаріїв для штучного завищення ціни і, навпаки, до неадекватно-

неконституційності самої процедури, до припинення обігу більшості випусків акцій емітентів, з якими до цього асоціювалися ринок акцій України, його індекси та рейтинги.

На відміну від світових тенденцій зростання ролі інноваційно розвинутих компаній (див. табл. 1), в Україні найбільшими за капіталізацією були і залишаються промислові підприємства, створені ще за часів СРСР та контрольовані олігархами, а також нечисленні банки²⁷. Попри світову відомість українських ІТ-фахівців та ІТ-проектів, немає не тільки прикладів залучення капіталу на локальних біржах українськими технологічними компаніями, немає жодного випуску їх акцій, допущеного до торгів. На жаль, і не планується. Єдиною помітною зміною серед найдорожчих компаній України за останні роки є вагоме скорочення представництва найбільших металургійних та енергетичних підприємств з семи-восьми у 1998—2001 рр. до двох у 2017—2020 рр. (табл. 3), адже більшість цих компаній свідомо позбулися публічного біржового обігу і відповідних зобов'язань — саме за наслідком squeeze-out²⁸.

Логіка захисту прав міноритаріїв ЄС виходить з оцінки ціни викупу акцій у ході squeeze-out на момент подій, які передували поглинанню (набуттю контролю домінуючим власником), а не на довільний поточний момент, як це відбулося в Україні — задовго (часто за десятків років) до законодавчого оформлення squeeze-out; ціноутворення дрібних пакетів міноритаріїв на біржах за мізерного free float (у середньому 5—10%) жодним чином не залежало від чинників ціноутворення контрольних пакетів і не враховувалося домінуючими власниками.

Як уже зазначалося, мажоритарії (часто представники олігархічного капіталу) і раніше неодноразово намагалися позбутися міноритаріїв — шляхом додаткових емісій, консолідації (збільшення вартості акцій²⁹), але це не

го зниження вартості бізнесу компаній «незалежними» оцінювачами в інтересах мажоритаріїв. За даними НКЦПФР, у 2017—2019 рр. міноритарії у ході 308 процедур squeeze-out отримали 1,4 млрд грн. Натомість, за оцінками експертів, фінансові втрати майже 120 тис. акціонерів тільки семи підприємств (МК «Азовсталь», ММК, Північний ГЗК, Центральний ГЗК, Інгuleцький ГЗК, Полтавський ГЗК, ПрАТ «Укрграфіт») унаслідок недооцінки акцій при squeeze-out склали щонайменше 1,2 млрд грн (Український сквіз-аут розгромили в центрі // StockWorld. — 2020. — Dec. 11 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.stockworld.com.ua/ru/column/ukrayins-kii-skviz-aut-rozghromili-vshchient> (дата звернення: 05.02.2021)).

²⁷ Навіть віднесений до телекомунікаційної галузі «Укртелеком», епізодично присутній у ТОП-10 компаній за капіталізацією (табл. 3), дотепер концентрується, насамперед, на фіксованому телефонному зв'язку, експлуатує ще радянську телефонну мережу і входить до найбільшої в Україні олігархічної ФПГ.

²⁸ Якщо у 2009—2015 рр. кількість металургійних компаній у структурі Індексу українських акцій сягала 33—40% загальної кількості індексних випусків, то з 2016 р. ця галузь повністю зникла з індексного кошику. Втім, остання за цей час суттєво звузилася — з початкових 15 до п'яти-шести випусків акцій, до того ж один з них («Мотор Січ»), починаючи з 2018 р., зупинений в обігу судом, але майже трирічна відсутність угод не заважає враховувати їх емітента в індексі, сукупній капіталізації біржі й ТОП-10 за «ринковою» вартістю в Україні (табл. 3).

²⁹ Один з найбільш гучних прикладів — ініціювання у 2004 р. мажоритарієм Миколаївського глиноземного заводу (структурою, контрольованою групою РУСАЛ), якому належало 70% акцій заводу, конвертації 3,026 млрд акцій номіналом по 0,25 грн у 80 акцій номіналом по 9,456 млн грн. Оскільки міноритарії (26 тис. осіб) не володіли кількістю «старих» акцій, достатньою для конвертації, то були змушені продати свої акції за заниженими цінами.

Таблиця 3. ТОП-10 компаній — лідерів за ринковою капіталізацією акцій в Україні в 1998—2020 рр.

Роки	Компанії	Галузі						
		нафто- газова, хімічна	металургійна, видобуток руди	енерге- тика	машинно- будування	телекомуні- каційна	фінанси	інше
1998	МК «Азовсталь», «Західенерго», «Київенерго», «Дніпроенерго», «Укрнафта», «Центренерго», «Донбасенерго», «Запоріжсталь», «Турбоатом», ММК ім. Ілліча	1	3	5	1	–	–	–
2001	«Укрнафта», «Київенерго», «Донбасенерго», «Дніпроенерго», «Західенерго», концерн «Стірол», «Центренерго», «Запоріжсталь», «Азовсталь», «Констар»	2	2	5	1	–	–	–
2006	«Арселор Міттал Кривий Ріг», «Укртелеком», «Укрнафта», МК «Азовсталь», Північний ГЗК, Райфайзен Банк Аваль, ММК ім. Ілліча, Укрсоцбанк, Надра Банк, Полтавський ГЗК	1	5	–	–	1	3	–
2010	Родовідбанк, «Укрнафта», Центральний ГЗК, «Арселор Міттал Кривий Ріг», «Запоріжсталь», «Азовсталь», Райфайзен Банк Аваль, ММК ім. Ілліча, «Укртелеком», Полтавський ГЗК, «Дніпроенерго»	1	5	1	–	1	2	–
2013	Північний ГЗК, Центральний ГЗК, «Укрнафта», Кредобанк, «Укррічфлот», «Миколаївцемент», «Арселор Міттал Кривий Ріг», «Мотор Січ», «Запоріжтрансформатор», «Карлсберг Україна»	1	3	–	2	–	1	3
2017	Райфайзен Банк Аваль, «Арселор Міттал Кривий Ріг», Укрсоцбанк, «Миронівський хлібопродукт», «Дніпроазот», «Мотор Січ», «Укрнафта», «Турбоатом», «Центренерго», Кредобанк	2	1	1	2	–	3	1
2020	Райфайзен Банк Аваль, «Арселор Міттал Кривий Ріг», Укргазбанк, «Мотор Січ», «Укрнафта», «Дніпроазот», Шахтоуправління «Покровське», «Іллічсталь», «Турбоатом», «Центренерго»	3	1	1	2	–	2	1

Джерело: розраховано автором за: Рейтинги ТОП-100 кращих компаній України // Інвестгазета (за відповідні періоди); Результати торгів фондових бірж України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://pfts.ua/trade-info/trade-results>; <http://www.ux.ua/ua/marketdata/marketresults.aspx> (дата звернення: 21.01.2021).

дозволяло остаточно консолідувати власність, а також не вирішувало проблеми численних «сплячих» акціонерів, які отримали акції за наслідком приватизації. Отже, мажоритарії були зацікавлені в зручному законодавчому оформленні для радикального вирішення питання. Тим більше, не так вже й багато було цінних паперів у власності міноритаріїв, у тому числі у інституційних інвесторів. Природно, що викупити акції у всіх акціонерів одразу набагато простіше в рамках адміністративної процедури, визначеної на рівні закону, ніж розшукувати тисячі «сплячих» акціонерів³⁰. Отже, законодавча новація проводилася в інтересах однієї сторони — мажоритаріїв, яким не дуже хотілося домовлятися з міноритаріями, занурюючись у нескінченні дебати про ціну.

Варто підкреслити унікальність ситуації squeeze-out, який враховує роль універсальності та об'єктивності біржової ціни. Інших механізмів (та інших цінових орієнтирів) просто немає. У протилежному випадку виникає безліч запитань до оцінювача, замовника його послуг (емітента, а фактично — мажоритарія). Біржову ж ціну формує ринок — якщо він на це здатний. Таким чином, подоба європейської практики та правової основи — лише уявна, бо в Україні немає ринку, здатного сформувати об'єктивну ціну. Отже, впроваджуючи європейський досвід, законодавці, й насамперед регулятор, мали враховувати незрілість ринку і відсутність цін, а, відповідно, відсутність реальних механізмів для захисту прав міноритаріїв. Утім, як завжди, мета законодавчих змін, радше, полягала не в цьому, а в завірянні міжнародних донорів про чергову «ефективну» імплементацію³¹.

З огляду на це, можна дійти невтїшного висновку: ринок акцій в Україні як феномен не відбувся, а ті його зародки, які, хоч і не несли в собі інвестиційної складової, все ж спостерігалися наприкінці 1990-х — початку 2000-х років, не привели до його створення. Чи могло бути по-іншому? Позитивна відповідь міститиме багато фундаментальних «якби»: якби радянський монополізм не був замінений тепер уже капіталістичним; якби країна не стала олігархічною; якби рівень корупції був хоч якось контрольованим; якби судова система викликала довіру; якби регулятор був орієнтований на реальний розвиток ринку, а не на регулярні оновлення програм та концепцій з його безглузлого реформування...

Напевне, феномен ринку акцій в Україні все ж таки колись виникне, адже поточна ситуація не влаштовує нікого (ні інвесторів, ні емітентів, ні фінансових посередників, ні суб'єктів інфраструктури), оскільки в нинішньому вигляді на цьому ринку практично неможливо заробити. Проте слід розуміти, що відсутність будь-яких конкретних стимулів для його учасників,

³⁰ І це вже не кажучи про витрати та операційне навантаження, пов'язане з аудитом, публікацією звітності, розсилкою повідомлень про збори акціонерів тисячам власників тощо.

³¹ Після виконання функції фактичного ініціатора і лобіста змін до акціонерного законодавства регулятор згодом зайняв у численних спорах між акціонерами суто реєстраційну позицію, повідомляючи статистику обсягів squeeze-out, але не втручаючись у питання об'єктивності ціни. «Винними» було умовно призначено відразу всіх: незалежних оцінювачів, учасників біржових торгів, нездатних домовитися акціонерів, а фактично — незрілий ринок у цілому. Жодної проблеми міноритаріїв така позиція, звісно, не вирішила. Також ніхто з ініціаторів імплементації так і не пояснив, чому ж очевидну інституційну неспроможність ринку щодо визначення ціни не було враховано ще на етапі обговорення і прийняття законодавчих змін.

неякісна імплементація норм ЄС³² і затягування з реалізацією реальних реформ в економіці щороку позбавляють Україну інвестицій, конкурентних переваг і можливостей для розвитку. Отже, і найближчі, і середньострокові перспективи, на жаль, досить невизначені.

По-перше, НБУ (з 1 липня 2020 р., внаслідок так званого «спліту»³³, набув повноважень щодо регулювання значної частки небанківських фінансових установ), через негативний попередній досвід інвестицій банків у акції, поступово поширює обмежувальні заходи на більше коло фінансових інститутів³⁴.

По-друге, презентовані НКЦПФР плани реформування і «гучного старту» ринку на базі так званого Українського міжнародного фінансового центру³⁵ спрямовуються переважно на питання концентрації інфраструктури ринку³⁶, істотного розширення фінансування та повноважень регуля-

³² НКЦПФР завдяки перевищеному штату і зростаючому бюджету на тлі дедалі більш зuboжілої професійної спільноти монополізувала продукування законів про фондовий ринок: усі законодавчі зміни в останні шість років принципово не враховували навіть обережних зауважень експертного середовища. Але якість такої нормотворчості є доволі сумнівною. Зокрема, це стосується широко розрекламованих змін до законодавства про ринки капіталу та організовані товарні ринки, на що звертають увагу профільні об'єднання учасників ринку (див.: Звернення професійних асоціацій фондового ринку до Президента України щодо інституційної небезпеки та підміни змісту імплементації законодавства ЄС у сфері ринків капіталу // Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. — 2020. — 24 груд. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.uaib.com.ua/aktual-kua/normbase/sumizh/zvernulisya-do-prezidenta-shchodo-instituciynoi-nebezpeki-ta-pidmini-zmistu-implementacii-zakonodavstva-yes> (дата звернення: 21.01.2021)). Хоча, мабуть, не стане так швидко помітним, як у випадку squeeze-out, і питання не тільки у кваліфікації фактичних авторів законів, але й у відсутності в них мети побудувати ринок. Та й узагалі викликає сумнів ситуація, коли регулятор пише закони виключно під свої потреби. Проте урядовці, ймовірно, у тому числі й через пасивність професійної експертної спільноти, продовжують бачити у НКЦПФР драйвера ринкових реформ. От і залишається Україна з «великою економічною перспективою», але без вітчизняних емітентів.

³³ У 2020 р. ліквідовано Національну комісію з регулювання ринків фінансових послуг (з 2011 р. регулювала діяльність страховиків, недержавних пенсійних фондів, інших небанківських фінансових установ), з відповідним розподілом повноважень між іншими державними регуляторами (НБУ і НКЦПФР) на підставі відповідного Закону України (Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг : Закон України № 79-IX від 12.09.2019 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/79-20#Text>).

³⁴ Зокрема, НБУ планує з 30 червня 2021 р. обмежити вкладення страховиків у недержавні цінні папери, у тому числі акції. Про це свідчить проект Положення про обов'язкові критерії та нормативи достатності капіталу і платоспроможності, ліквідності, прибутковості, якості активів і ризиковості операцій страховика, оприлюднений 24 грудня 2020 р. НБУ бажає вирішити проблему, пов'язану з існуючою можливістю інвестування страховиків у акції, облігації підприємств, іпотечні облігації та інші інвестиції від 10% страхових резервів у кожен окремий вказаний вид активу і до 60% сумарно. Зважаючи на теперішній період рецесії, викликаний пандемією COVID-19, рівень ризиковості інвестицій коштів страхових резервів у такі активи підвищується. Пропонується, щоб частка зазначених недержавних цінних паперів не перевищувала 3% страхових резервів. Отже, попри тривале скорочення інвестицій фінансових інститутів у акції, очікується додатковий регуляторний стимул для страховиків, які є досить значущими інвесторами в цінні папери.

³⁵ Український міжнародний фінансовий центр: презентація проекту / НКЦПФР. — 2021. — 12 січ. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2021/01/uifc-concept-for-cmu-jan20.pdf>; [13].

³⁶ Фактично передбачається монополізація торговельної (біржової), депозитарної та клірингової інфраструктур з метою обґрунтування багаторічних бюджетних вкладень у надто ефективні інфраструктурні активи (ПАТ «Розрахунковий центр» і Центральний де-

тора³⁷. Натомість про емітентів ідеться, насамперед, у контексті очікуваного у 2024—2025 рр. IPO двох державних фондів: Національного інвестиційного фонду (для трансформації державних підприємств, пакети акцій яких будуть в управлінні фонду, на ефективні та прибуткові компанії) та Державного фонду фондів (для активізації розвитку інвестиційних фондів)³⁸. Отже, поки що в уяві чиновників оновлений фондовий ринок має виглядати так: на одній (монопольній) біржі торгуються два випуски цінних паперів фондів (створених на базі активів державних компаній-монополістів); центральний депозитарій, центральний контрагент, репозитарій та універсальна біржа (торги цінними паперами, деривативами, товарами) входять до інтегрованого (монопольного) холдингу, чий контрольний пакет зберігає держава. Лишилося ще надати можливість торгувати виключно державним банкам. Конкуренція? Ні, не чули.

Отже, варто констатувати значне збільшення уваги держави до фондового ринку в останні роки, її готовність до масштабних проєктів та реформ (особливо якщо це дозволяє отримувати додаткове фінансування від міжнародних донорів). Без активної стимулюючої ролі держави ринок як феномен навряд чи виникне.

ВИСНОВКИ

Далеко не всі постсоціалістичні економіки виявилися здатними побудувати власні місткі та ліквідні фондові ринки. Тим більше, що не для всіх це було критично, адже значна кількість таких держав досить швидко отримала доступ до розвинутих і конкурентних ринків, насамперед ЄС. Для України такий доступ поки що має дещо односторонній характер, проте останнім часом втечу українських емітентів намагаються компенсувати спрощенням допуску до обігу в Україні іноземних цінних паперів, а стимулювання доступу міжнародних інвесторів до операцій українськими держоблігаціями починає супроводжуватися поступовою валютною лібералізацією та спрощенням інвестицій українських інвесторів у іноземні фінансові інструменти.

Проте інтеграція України з фінансовими ринками ЄС вимагатиме багато часу. І цей час треба витратити з користю, на реалізацію таких заходів:

позитарій), які щільно контролюються державою і роблять свій внесок у дестимуляцію ринку через стабільно зростаючі тарифи.

³⁷ Проєкт Закону України про Національну комісію з цінних паперів та бірж № 4684 від 01.02.2021 р. та пов'язані проєкти № 4685 і № 4687 внесено на заміну попередніх подібних законотворчих ініціатив (проєкти № 6303 — 6305 від 06.04.2017 р.) і спрямовано на подальше розширення повноважень регулятора (у тому числі виконання слідчих функцій) та отримання внесків на регулювання від учасників ринку (1—5,5% чистого доходу від операційної діяльності для різних категорій учасників ринку), подорожчання адміністративних послуг (наразі навіть звітність до НКЦПФР є безкоштовною), оновлення критеріїв маніпулювання та впровадження жорстких санкцій за зловживання (за маніпулювання — до 81 млн грн для юридичних та фізичних осіб, або до 10% річного обороту юридичних осіб, кримінальна відповідальність — до восьми років позбавлення волі, утім спочатку верхня межа фінансових санкцій застосовуватиметься з дисконтуємим коефіцієнтом, який поступово зростатиме для досягнення встановлених Законом значень).

³⁸ Офіс Націнвестради при президенті пропонує створити Держфонд фондів і Націнвестфонд з частками великих держпідприємств для IPO / *Interfax-Україна*. — 2021. — 22 січ. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/718082.html> (дата звернення: 04.02.2021).

1) створення власної (конкурентної, а не монопольної) інфраструктури, більш щільно інтегрованої з інфраструктурою фінансових ринків ЄС; 2) стимулювання ІРО приватних (а не тільки державних) компаній; 3) якісна імплементація (а не перекручення) кращих європейських норм і практик; 4) реальний захист міноритаріїв та перегляд підходів до процедур squeeze-out; 5) істотне спрощення реєстраційних і регуляторних процедур для приватних АТ, які свідомо відмовилися від публічного залучення капіталу; 6) впровадження помітних стимулів для емітентів та інвесторів у акції (принаймні, формування більш зваженої державної політики, ніж поточні фіскальні переваги виключно для інвестування в державні цінні папери); 7) спрощення доступу українських інвесторів та фінансових посередників до фінансових ринків ЄС; 8) подальше спрощення доступу іноземних акцій; 9) підвищення якості регулювання ринку в напрямі стимулювання його розвитку; 10) заохочення інституційних інвесторів до відновлення диверсифікації портфелів, у тому числі за рахунок вкладень у надійні акції; 11) відхід від формалізму при розрахунку та контролі фінансових і макроекономічних показників, які формують оманливі або неадекватні оцінки розміру і стану ринку акцій зокрема та національної економіки в цілому (біржові індекси, сукупна капіталізація тощо); 12) формування реалістичних планів розвитку ринку акцій та щільний контроль за їх дотриманням (замість поточної ситуації, коли одна концепція замінюється іншою, без жодних висновків, чому не спрацювала попередня).

На нашу думку, масштаб держави з її значними населенням, ресурсами і помітним (на жаль, поки що більше за межами України) підприємницьким потенціалом однозначно заслуговує на формування феномену конкурентного ринку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Baskin J.B., Miranti P.J. A History of Corporate Finance. — Cambridge : Cambridge University Press, 1997. — 364 p.
2. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth // Journal of Financial Economics. — 2000. — Vol. 58. — Iss. 1-2, — P. 261—300 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://documents1.worldbank.org/curated/pt/772161468782107741/105505322_20041117172011/additional/Finance-and-the-sources-of-growth.pdf
3. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? // Journal of Financial Intermediation. — 2002. — Vol. 11. — Iss. 4 (October). — P. 398—428 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.nber.org/papers/w9138>
4. Rajan R., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th century // Journal of Financial Economics. — 2003. — Vol. 69. — Iss. 1 (July). — P. 5—50.
5. Michie R. The Global Securities Market. A History. — Oxford : Oxford University Press, 2006. — 399 p.
6. Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики. — М. : ИМЭМО РАН, 2006 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf
7. Мозговий О.М., Баторшина А.Ф. Світові ринки акцій: досвід для України // Ринок цінних паперів України. — 2004. — № 11-12. — С. 47—54.
8. Мошенський С.З. Глобальний ринок акцій: основні тенденції в історичному контексті // Фінанси України. — 2010. — № 7. — С. 76—83 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2010_7_8

9. Рекуненко І.І. Періодизація розвитку фондового ринку України // Вісник Сумського державного університету. — Сер. : Економіка. — 2015. — № 1. — С. 30—42 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/42165/1/Rekunenko.pdf>
10. Ройко І.М. Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку : автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 / ДВНЗ «Київський нац. економ. ун-т ім. Вадима Гетьмана». — К. : КНЕУ, 2016. — 224 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://kneu.edu.ua/userfiles/d-26.006.04/2016/Roiko-diss.pdf>
11. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій. — К. : КНЕУ, 2004. — 566 с.
12. Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти : кол. моногр. ; [за ред. О.Г. Кошового, В.М. Тertiшника, Н.М. Шелудько та ін.]. — Дніпро : Ліра, 2019. — 532 с.
13. Кошовий О. Гучний старт чи повний фініш? // Дзеркало тижня. — 2020. — 27 лист. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://zn.ua/ukr/macrolevel/huchnij-start-chi-povnij-finish.html> (дата звернення: 21.01.2021).

Стаття надійшла 28.01.2021

REFERENCES

1. Baskin J.B., Miranti P.J. A History of Corporate Finance. Cambridge, Cambridge University Press, 1997, 364 p.
2. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*, 2000, Vol. 58, Iss. 1-2, pp. 261-300, available at: http://documents1.worldbank.org/curated/pt/772161468782107741/105505322_20041117172011/additional/Finance-and-the-sources-of-growth.pdf
3. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 2002, Vol. 11, Iss. 4, October, pp. 398-428, available at: <https://www.nber.org/papers/w9138>
4. Rajan R., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th century. *Journal of Financial Economics*, 2003, Vol. 69, Iss. 1, July, pp. 5-50.
5. Michie R. The Global Securities Market. A History. Oxford, Oxford University Press, 2006, 399 p.
6. Rubtsov B. Evolution of the financial market institutions and the development of economy. Moscow, IMEMO RAS, 2006, available at: http://www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf [in Russian].
7. Mozgovoy O., Batorshyna A. International stock markets: Experience for Ukraine. *Securities Market of Ukraine*, 2004, No. 11-12, pp.47-54 [in Ukrainian].
8. Moshensky S. The global stock market: major trends in the historical context. *Finance of Ukraine*, 2010, No. 7, pp. 76-83, available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2010_7_8 [in Ukrainian].
9. Rekunen I. Periodization of the development of the stock market of Ukraine. *Bulletin of Sumy State University. Series: Economics*, 2015, No. 1, pp. 30-42, available at: <https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/42165/1/Rekunenko.pdf> [in Ukrainian].
10. Royko I. Share stock market in Ukraine: condition and development priorities. Kyiv, KNEU, 2016, 224 p., available at: <https://kneu.edu.ua/userfiles/d-26.006.04/2016/Roiko-diss.pdf> [in Ukrainian].
11. Sutormina V. Finance of the foreign corporations. Kyiv, KNEU, 2004, 566 p. [in Ukrainian].
12. Corruptions at capital market: economic-legal aspects. O.G. Koshovyy, V.M. Tertyshnyk, N.M. Sheludko et al. (Eds.). Dnipro, Lira, 2019, 532 p. [in Ukrainian].
13. Koshovyy O. Pompous start or complete endpoint? *Dzerkalo Tyzhnia*, November 27, 2020, available at: <https://zn.ua/ukr/macrolevel/huchnij-start-chi-povnij-finish.html> (accessed on: 21.01.2021).

Received on January 28, 2021

Stanislav Shyshkov, PhD in Economics,
Chief Executive Officer of Stock Exchange «Perspektiva»,
30, Voskresenska St., Dnipro, 49000, Ukraine

EQUITY MARKET AS ECONOMIC AND INSTITUTIONAL PHENOMENON: UKRAINE FROM THE PERSPECTIVE OF INTERNATIONAL REALITY

The factors of appearance and development of the equity market as an economic and institutional phenomenon have been defined from the origin of the investment economy to the system of the mutual interest maintenance of issuers and investors via public proposition of the stocks to the unforeknowable and unlimited range of the participants and the fair exchange pricing. The observation of interests' equation in the key legal relations (between the issuers and investors, between the dominant and the minor shareholders) via the maintenance of the stock objective price through the effective institutional environment (legislative, legal, and regulatory mechanisms) are proposed to be the conditions of the origin and existence of the equity market phenomenon.

The evolution and the specific nature of the Ukrainian equity market, which is not now a viable mechanism of the involvement of the public investments both because of the insufficient structure competitiveness of the economy, because of contradictory and unbalanced regulatory formalization, because of dubious quality of EU standards implementation, and because of imperfect methods of market regulations, has been analyzed.

The institutional and regulatory-organization unfitness of the equity market and absence of the real mechanisms of minority shareholders' protection in Ukraine has been exposed especially during the mass carrying of squeeze-out procedures, which took place in favor of dominant shareholders mainly because such factors as miniscule free float and subjectiveness of the price formation even on shares of the most known stock companies were set aside, which led the market to the total loss of any appealing instruments.

Medium-term perspectives of the equity market development in Ukraine have been generalized following recently increased state focus on the share market, the readiness to the large-scale projects and reforms in this field has been checked up. It has been proposed to create own competitive infrastructure, effective implementation of the best European regulations and practical activities taking into consideration very low stage of the market development and also to increase the quality of regulation, and stimulate the IPO of the private companies to increase the possibility to actualize that plans.

Keywords: *capital market; stock exchange; issues; issuer; equity market; stock company; public proposition; free float; squeeze-out; market capitalization.*