

<https://doi.org/10.15407/socium2021.03.107>

УДК: 336.761

JEL codes: G28, G32, K22. L33, O16



Creative Commons Attribution 4.0 International

Шишков С.Є., канд. екон. наук, директор ПрАТ ФБ “Перспектива”, вул. Воскресенська, 30, Дніпро, 49000, Україна, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

ДИСФУНКЦІОНАЛЬНІСТЬ РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ: ФАКТОР ВАУЧЕРНОЇ ПРИВАТИЗАЦІЇ

Визначено особливості приватизаційних процесів у трансформаційних економіках порівняно зі зрілими, з огляду на відмінність мети – не прискорити розвиток вже наявного ринку акцій, а фактично створити ринок заново. З'ясовано, що суспільно-економічні перетворення, роздержавлення майна та створення ринкової інфраструктури є неодмінною передумовою, але не гарантією появи внутрішнього ринку акцій як специфічного інституційного феномену, особливо за відсутності дієвих стимулів для публічного залучення акціонерного капіталу. Встановлено, що на фоні збільшення розміру, глобалізації, ліквідності та інтегрованості світових ринків капіталу, спостерігається деградація окремих локальних ринків акцій, зокрема українського. Констатовано, що на відміну від сусідніх постсоціалістичних країн (насамперед, Польщі), в Україні не побудовано ринок акцій як основу для ефективного залучення та алокації капіталу. Обґрунтовано, що значною мірою це є наслідком неефективної та затягнутої приватизації, переважно позабіржового продажу акцій, непослідовності державної та регуляторної політики, необов'язкових ітерацій у побудові ринкової інфраструктури, нераціональності створення роздержавлених підприємств (навіть найменших) винятково у формі відкритих акціонерних товариств, які за об'єктивної неспроможності залучити публічний капітал стикалися з неадекватним фінансовим навантаженням і примусовістю лістингу на біржах. Визначено головні проблеми українського ринку акцій, закладені під час приватизації: надмірно консолідована структура акціонерного капіталу, незахищеність міноритаріїв, мізерні free-float і ліквідність, умовність біржового ціноутворення, переважання позабіржового обігу акцій тощо. Акцентовано увагу на наслідках спроби імплементації процедури squeeze-out в Україні: в умовах відсутності ринкових цін і набуття домінуючими акціонерами контролю задовго до законодавчих змін, викуп акцій не захистив міноритаріїв, а призвів до істотних втрат інвесторів, припинення обігу акцій більшості емітентів, ще більшої умовності індексів, капіталізації та інших показників розвитку ринку. Зазначено, що ефективність анонсованих країною планів щодо розвитку ринку акцій внаслідок приватизації залишків державної власності викликає сумніви за відсутності передумов для збалансованості економічних інтересів між учасниками ринку, об'єктивності ціноутворення, стимулів для публічного залучення капіталу та ефективного інституційного середовища. Підсумовано, що в Україні орієнтації на приватизаційні процедури при розбудові ринку акцій немає перспектив за відсутності дієвих стимулів публічного залучення капіталу.

Ключові слова: приватизація, фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, ринок акцій, акціонерне товариство, публічна пропозиція, free-float, ринкова капіталізація, маніпулювання ринком, squeeze-out.

Shyshkov S.Ye., PhD. in Economics, Chief Executive Officer of Stock Exchange “Perspektiva”, 30, Voskresenska Str., Dnipro, 49000, Ukraine, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

© Шишков С.Є., 2021

ISSN 1681-116X. Український соціум, 2021, № 3 (78): 107–131

107

STOCK MARKET DYSFUNCTIONALITY IN UKRAINE: FACTOR OF VOUCHER PRIVATISATION

The author determines the peculiarities of privatisation processes in transformational economies compared with mature ones and considers the difference of the goal – to accelerate the development of the already existing stock market, and in fact, to create the market anew. Socio-economic transformations, privatisation of property and creation of market infrastructure are prerequisites but not a guarantee for the emergence of the domestic stock market as a specific institutional phenomenon, especially in the absence of adequate incentives for public equity. It is established that some local stock markets are degraded against the background of increasing size, globalisation, liquidity, and integration of world capital markets, including the Ukrainian one. It is stated that, unlike the neighbouring post-socialist states (firstly, Poland), the stock market has not been built in Ukraine as a basis for compelling attraction and allocation of capital. Paper substantiated that this is primarily a consequence of inefficient and protracted privatisation, mainly over-the-counter sale of shares, inconsistency of state and regulatory policy, optional iterations in the development of market infrastructure, the creation irrationality of privatised enterprises (even the smallest) exclusively in the form of open joint-stock companies, which die to their objective inability to raise public capital faced inadequate financial burden and coercion of listing on exchanges. The author identified the main problems of the Ukrainian stock market laid down during privatisation: excessively consolidated share capital structure, insecurity of minorities, meagre free-float and liquidity, conditional exchange pricing, the predominance of over-the-counter circulation of shares, etc. Emphasis is placed on the consequences of the attempt to implement the squeeze-out procedure in Ukraine. In the absence of market prices and the acquisition of control by dominant shareholders long before the legislative changes, the share buyback did not protect minorities. However, it led to significant investors' losses, termination of circulation of shares of most issuers, even greater conditionality of indices, capitalisation and other indicators of market development. It is noted that the effectiveness of the announced state plans for the development of the stock market due to the privatisation of state property remains in doubt in the absence of prerequisites for balancing economic interests between market participants, the objectivity of pricing, incentives for public capital raising and effective institutional environment. It is concluded that in Ukraine, the focus on privatisation procedures in the stock market development has no prospects in the absence of adequate incentives for the public raising of capital.

Keywords: *privatisation, stock market, stock exchange, securities, equity market, joint-stock company, public offering, free-float, market capitalisation, market manipulation, squeeze-out.*

У країнах постсоціалістичного простору, де у період масштабних суспільних перетворень та економічних реформ здійснювалось роздержавлення майна, процесам приватизації передували не менш масштабні процеси скорочення державної частки в економіках розвинутих країн з метою підвищення ефективності діяльності підприємств і цілих галузей, а також стимулювання конкуренції. Цей глобальний світовий процес суттєво вплинув на локальні та трансграничні ринки капіталу, насамперед, на ринки акцій. Водночас, якщо у зрілих економіках цей вплив можна розглядати як додатковий поштовх для розвитку фондового ринку, то для постсоціалістичних економік приватизація як частина ринкової трансформації спричинила відновлення локальних фондових ринків після тривалої перерви, фактично – до їх створення заново. Проте, за принципово різними поточними результатами нововиниклих фондових

ринків, створення тисяч акціонерних товариств і розгалуженої ринкової інфраструктури не гарантують виникнення й існування ліквідного та ємного ринку акцій. Адже для цього необхідне забезпечення збалансованості економічних інтересів між учасниками ринку (емітентами й інвесторами, домінуючими та міноритарними акціонерами), об'єктивність ціноутворення, стимули для публічного залучення капіталу та ефективне інституційне середовище (законодавчі, судові та регуляторні механізми).

Дослідження проблем і передумов реформування відносин власності та їх впливу на розвиток ринку акцій відображено в працях багатьох зарубіжних учених, таких як Ф. Бортолотті, Дж. Браун, С. Естрін, В. Меггінсон, Е. Перотті, Дж. Стігліц [1–7]. Значну увагу ролі приватизації у становленні та розвитку фондового ринку України, а також проблематиці функціонування акціонерних товариств приділили вітчизняні вчені, зокрема, А. Бершадський, О. Кошик, М. Кужелев, С. Мошенський, М. Назарчук, О. Пасхавер, І. Рекуненко, І. Ройко, А. Федоренко [8–19] та інші.

Більшість зарубіжних вчених більшою мірою цікавили розвинуті ринки, з огляду на їх масштаб і значний вплив на світову економіку.

На думку Ф. Бертолотті [1], публічні випуски акцій у межах програми приватизації покращують ліквідність ринку навіть у промислово розвинутих країнах з добре розвинутими фондовими ринками, і цей ефект зберігається досить довго. Приватизація позитивно впливає на ліквідність завдяки збільшенню розміру ринку (внаслідок пропозиції нових випусків акцій), зростання показника free-float, зниженню інформаційних бар'єрів, розширенню інструментарію та поліпшенню стійкості до ризиків. Проте спостерігається й зворотний ефект: незважаючи на зростання розміру локального ринку, приватизація не обов'язково позитивно впливає на оборотність акцій (співвідношення обсягу торгів до капіталізації), можливо, через зростаючу зовнішню конкуренцію з боку інших ринків, зокрема за допомогою крос-лістинга на іноземних біржах і лібералізації доступу нерезидентів до придбання акцій.

В. Меггінсон [5] констатує різке збільшення розміру та ліквідності світових ринків акцій наприкінці ХХ ст., розширення кола приватних інвесторів і значні доходи урядів розвинутих країн від приватизації¹.

У постсоціалістичних країнах наслідки приватизації є значно суперечливішими – як з точки зору ефективності продажу та максимізації доходів для держбюджету, так і в контексті незадовільної структури власності у створених за наслідком приватизації компаній і недостатньої привабливості ринків у цілому. Ринки, що розвиваються, де приватизація спочатку була способом практично єдиної (а не додаткової) пропозиції акцій, стикаються з проблемою зовнішньої конкуренції ще більшою мірою, адже не можуть ефективно конкурувати із зовнішніми розвинутими ринками за значущими для емітентів та інвесторів чинниками (ліквідністю, розміром ринку, диверсифікацією

¹ За 1983–1999 рр. загальна ринкова вартість приватизованих компаній зросла у 50 разів: з 50 млрд дол. до 2,5 трлн дол. У 1999 р. це становило приблизно 10% сукупної світової капіталізації та 21% капіталізації за межами США. Обсяг торгів акціями у 1980–1998 рр. збільшився з 29% до 79% світового ВВП. Сукупна вартість доходів, отриманих урядами за допомогою програм приватизації, станом на 1999 р. перевищила 1 трлн дол.

інвесторів, різноманітністю інструментарію, конкуренцією, вартістю залучення капіталу, ліберальністю валютного регулювання та транскордонного руху капіталу, якістю правової основи й інфраструктури ринку). Відповідно, інвестиційно привабливі компанії, створені за підсумками приватизації, намагаються додатково залучити капітал вже на зовнішніх ринках і можуть повністю відмовитися від обігу акцій на локальному ринку. При цьому недостатня лібералізація й ускладнення для нерезидентів під час приватизації можуть призвести до обмеження конкуренції на торгах і недооцінки вартості приватизованих активів (оскільки фінансові можливості внутрішніх інвесторів можуть виявитися недостатніми), низьких темпів інтеграції з міжнародними ринками капіталу, надмірної концентрації власності та зловживань монопольним становищем [2–4; 12].

Незважаючи на наявний науковий доробок з питань приватизації та фондового ринку, сьогодні недостатньо вивчено причини низьких темпів розвитку та навіть тимчасової деградації незрілих локальних ринків акцій, створених за наслідком приватизації, в умовах глобалізації та зростання конкуренції країн, що розвиваються, у сфері залучення інвестицій в акціонерний капітал. Попри те, що масова приватизація вже лишилася в минулому, частка державної власності в окремих постсоціалістичних економіках залишається істотною, а проблема якості управління державними компаніями – злободенною.

Отже, актуальність дослідження цих питань зумовлена як суперечливим характером впливу приватизаційних процесів на створення та подальше функціонування фондового ринку в Україні, так і оголошеними планами країни щодо відновлення приватизації стратегічних активів і значними ризиками, пов'язаними з неадекватною оцінкою вартості державних активів і відсутністю стимулів для відновлення розвитку внутрішнього ринку акцій в умовах його тривалої деградації.

З огляду на це, **мета статті** – визначити вплив приватизаційних процесів на розвиток незрілих фондових ринків, передумови появи внутрішнього ринку акцій як специфічного інституційного феномену, складнощі формування такого феномену у разі відсутності дієвих стимулів для публічного залучення акціонерного капіталу.

Особливості приватизації в Україні. Найбільш наочним проявом реформування пострадянської економіки України на фоні злиднів і повної переоцінки цінностей була спроба замінити формально “знеособленого та деперсоніфікованого” власника в особі соціалістичної країни на “більш персоніфікованого і ефективного”. Саме цей процес акціонерної (ваучерної) приватизації зумовив інституційне оформлення фондового ринку, появу фінансових посередників, створення інфраструктури² (системи обліку цінних паперів, фондових бірж тощо) і окремого регулятора цього ринку.

² При цьому інфраструктура для локального та недостатньо глибокого ринку через суперечливість підходів і взірців для його запуску та подальшого розвитку виявилася абсолютно надмірною. Станом на 2000 р. в Україні діяли 3 депозитарії, 7 фондових бірж. Наразі кількість суб'єктів інфраструктури дещо скоротилася, але не істотно: 2 депозитарії, 4 фондові біржі, 1 (умовний) центральний контрагент на фондовому ринку та власні клірингові рішення бірж для ринків деривативів.

Як і в інших країнах постсоціалістичного простору, приватизації в Україні передували дискусії щодо ступеня радикальності її проведення³, строків її проведення⁴, платності⁵ тощо.

У результаті в Україні було заплановано 3 основних способи приватизації⁶: 1) оренда державних підприємств трудовими колективами з наступним їх викупом і перетворенням на колективне підприємство чи акціонерне товариство закритого типу; 2) корпоратизація (акціонування) державних підприємств з наступним відкритим продажем акцій через аукціони та конкурси (комерційні й інвестиційні); 3) масова безгрошова сертифікатна приватизація з рядом пільг для трудових колективів і керівників підприємств [9].

Вибір ваучерної приватизації в Україні значною мірою базувався на досвіді Чехії, яка спочатку орієнтувалася на варіант переважно грошової приватизації, але відмовилася від нього через фактори, цілком зрозумілі для України: відсутність достатнього національного капіталу (при неготовності суспільства до домінування іноземного капіталу в процесі приватизації) та нерозвинутість ринкової інфраструктури (фактична

Первинним поштовхом для створення такої інфраструктури було бажання заробити на приватизаційних розпродажах та на рівні інфраструктури контролювати процес приватизації.

³ Представниками радикальних лівих сил пропонувалося проведення лише малої приватизації із збереженням великих і середніх підприємств у державній власності. Це не створювало умови для формування фондового ринку та практично не вирішувало проблеми зменшення державної частки в економіці [9].

⁴ Розглядався варіант надшвидкої (до 1 року) масової приватизації методом розподілу державного майна за заявками громадян (кожен мав би право на 1 заявку, кількість власників об'єкта визначалася б кількістю поданих заявок). Це забезпечило б швидке формування великого приватного сектору в економіці та повноцінного фондового ринку, проте через організаційні й інформаційні складнощі цей варіант був визнаний нереалістичним.

⁵ На відміну від обраної моделі переважно безгрошової сертифікатної приватизації пропонувалися: 1) грошова приватизація з переважанням національного капіталу та пільгами трудовим колективам і менеджменту підприємств (неприйнятно через надмірну тривалість – до 20 років); 2) домінування механізму оренди з викупом (це одразу мало призвести до неконкурентних, непрозорих схем приватизації та перетворення трудового колективу, а фактично менеджменту підприємств, на її основного суб'єкта та до поширення інсайдерської власності). Обидва ці варіанти не залишали перспектив для формування фондового ринку у помітній перспективі.

⁶ Для порівняння різниці у підходах до приватизації та наслідках для розвитку фондового ринку слід зауважити, що в лютому 1996 р. в Польщі відбувся референдум, де більшість громадян висловилися на підтримку платної приватизації. Платній масовій приватизації значущих підприємств у Польщі, де стартові умови щодо добробуту населення та домінування державної власності були подібні до України, передувала “мала” приватизація у торгівлі та побутовому обслуговуванні, яка стартувала ще у 1990 р. як складова реформ, що дістали назву “шокової терапії”, але мали безумовний економічний та суспільний ефект [9; 10]. Наразі, згідно з FTSE Country Classification of Equity Markets [17], фондовий ринок Польщі (єдиної з постсоціалістичних держав) віднесений до Developed markets, а Україна не віднесена до Frontier markets (найменш розвинутих, але хоча б класифікованих ринків) і відсутня навіть у Watch List (Списку спостереження для можливого присвоєння/оновлення класифікації).

відсутність фондового ринку). Проте в Чехії масова приватизація пройшла досить швидко (1992–1994 рр.)⁷, а в Україні – десятиліття.

За теоретичною моделлю ваучерної приватизації фондовий ринок в Україні виконував роль технічного заходу перерозподілу власності та, ймовірно, уявлявся як механізм, необхідний для залучення інвестицій у постприватизаційну економіку. Отже, створення фондового ринку (насамперед, ринку акцій) розглядалось як дуже важливий, принциповий елемент економічної трансформації.

Приватизаційні процеси в Україні, як і трансформаційні процеси в економіці в цілому, були дуже уповільнені порівняно з іншими постсоціалістичними країнами Центральної та Східної Європи.

Це було наслідком численних об'єктивних і суб'єктивних факторів:

1) безумовне домінування державної форми власності й успадкована структура радянської промисловості з помітною концентрацією великих промислових підприємств⁸, роздержавлення яких та оздоровлення фінансового стану були природно складнішими, ніж продаж незначних об'єктів у межах “малої” приватизації, сприяли зловживанню монопольним становищем;

2) обмеженість внутрішніх фінансових ресурсів для інвестування в об'єкти, що приватизуються, через найшвидші серед постсоціалістичних країн темпи спаду економіки та зубожіння населення⁹;

⁷ Громадяни Чехії одержали можливість придбати за символічну ціну (40 дол.) іменну купонну книжку. Власник купонів на свій вибір міг обміняти їх на акції свого підприємства або на акції спеціально створених для цілей приватизації інвестиційних фондів. Своїм правом на участь у приватизації скористалися 96% населення країни. Під час цієї першої хвилі приватизовано 1491 державне підприємство, що становило 20% вартості всього державного майна [14]. Водночас, на відміну від Польщі, організований фондовий ринок Чехії розвивався значною мірою завдяки інтеграційній активності Віденської біржі, а ринок акцій Чехії, згідно з FTSE Country Classification, розглядається як Advanced Emerging Market, тобто поступається ринку акцій Польщі.

⁸ У кінці 1980-х років на підприємства з кількістю зайнятих понад 1 тис. осіб (20,3% загальної кількості промислових підприємств) приходилося 78% товарної продукції, 77% персоналу, 87% вартості основних фондів, 88% споживання електроенергії. Особливо великі підприємства з кількістю зайнятих понад 10 тис. осіб (1,3% загальної кількості підприємств) зосереджували 22% виробництва товарної продукції, 29% персоналу, 37% основних фондів. У 1992 р., після 5 років економічних перетворень, повністю у державній власності перебували 70% підприємств, які забезпечували 82% промислової продукції; 21% підприємств (16% промислової продукції) належали до змішаної (за участю держави) форми власності, 8% підприємств (1% промислової продукції) – до кооперативів. Фактично був відсутній великий приватний капітал [9; 14].

⁹ За 1991–1994 рр. ВВП України скоротився на 58%. У найдраматичнішому 1993 р. в Україні середньомісячний дохід на душу населення становив 15 дол., що є значно меншим, ніж у сусідніх країнах (Польща – 150 дол., Туреччина – 300 дол., Словенія – 400 дол.). Напруженості в суспільстві додавало непомірне зростання цін: за 1991–1995 рр. споживчі ціни зросли у 118 тис. разів. Внаслідок гіперінфляції знецінився основний приватизаційний інструмент населення (ваучер, приватизаційний майновий сертифікат) та виник додатковий (компенсаційний сертифікат, який мав компенсувати втрачені заощадження громадян на рахунках в Ощадбанку та Укрдержстраху). Вартість ваучера спочатку становила 1,5 тис. крб, у 1995 р. – 30 тис. крб, після індексації – 1,05 млн крб, що після запровадження національної валюти (гривні) у 1996 р. було еквівалентне 10,5 грн, тобто

3) значний вплив владної еліти в особі представників номенклатури, менеджменту, згодом кримінального й олігархічного капіталу, на прийняття рішень щодо термінів приватизації привабливих підприємств з метою уповільнення їх продажу й обмеження доступу іноземних інвесторів (щоб накопичити власні ресурси для придбання та мінімізації вартості придбання перспективних державних активів).

Через це державне регулювання у сфері приватизації та фондового ринку було не послідовним, з численними непотрібними проміжними ітераціями у побудові ринкової інфраструктури¹⁰, а також необґрунтованим розмаїттям приватизаційних процедур, їх непрозорістю й обмеженням конкуренції, зокрема специфічність критеріїв визначення покупця під час приватизаційних конкурсів¹¹.

Все це зумовило негативне сприйняття приватизації суспільством¹². Численні скандали, прояви корупції, поширення рейдерства, непрозорість і неефективність приватизаційних процедур обмежило участь населення в приватизації майже винятково умовно безкоштовним “ваучерним” механізмом і стало додатковим приводом для по-

б дол.! У цілому напередодні приватизації сукупні заощадження населення (100 млрд грн) були еквівалентні 2,5% вартості основних фондів, які підлягали приватизації (4 трлн грн) [14].

¹⁰ Український центр сертифікатних аукціонів і Національна мережа центрів сертифікатних аукціонів, підконтрольні Фонду державного майна України, були створені у 1995 р. та функціонували лише протягом проведення масової приватизації, незважаючи на наявність бірж (Українська фондова біржа була створена ще у 1991 р., Українська міжбанківська валютна біржа – у 1992 р.). Варто також згадати створення в Україні інституту реєстраторів прав власності на цінні папери для обслуговування первісно безальтернативної документарної форми їх існування (за досить застарілими взірцями), потім їх паралельне існування разом з дворівневою депозитарною системою, а згодом – знищення реєстраторів, знеухомлення документарних випусків і наступний перехід до винятково бездокументарної форми існування емісійних цінних паперів. Не було особливого сенсу у реалізації проміжного етапу обігу документарних цінних паперів і створенні розгалуженої інфраструктури реєстраторів для їхнього обліку, адже в 1990-х роках, коли започатковувався фондовий ринок України, були цілком очевидними світові тенденції відмови від паперових цінних паперів. Вбачається, що вже на той час технологічні проблеми були вирішувані, і первісна побудова одразу адекватної моделі депозитарної системи дала б можливість Україні розвивати ринок у більш відповідному міжнародним трендам напрямі, значно раніше розпочати електронні біржові торги (а не “торги з голосу”), впровадити IT-системи для обліку та автоматизації діяльності учасників ринку та створити передумови для ширшого залучення на фондовий ринок населення й іноземних інвесторів, уникнути рейдерства та численних корпоративних скандалів навколо прав власності, запобігти концентрації контролю фінансово-промислової групи над більшістю промислових підприємств та олігополізації значущих секторів національної економіки. Зокрема, вже у 1996 р. (до початку роботи в Україні депозитаріїв для обліку корпоративних цінних паперів) Національний банк України утворив спеціалізований електронний депозитарій для обслуговування розміщення та обігу державних облігацій (первісно нижній рівень у цій системі виконували депозитарні установи комерційних банків).

¹¹ Переважно основним критерієм була не максимальна ціна, а спроможність виконати інвестиційні зобов'язання, при визначенні яких могли свідомо усуватися потенційні інвестори, зокрема іноземні.

¹² За соціологічними дослідженнями, частка населення України, що негативно ставиться до приватизації великих підприємств, зросла з 38,4% на початку 1994 р. до 60,9% на початку 2005 р. Наміри повернути у державну власність об'єкти замовної приватизації в лютому 2006 р. підтримували 71,4% громадян, а негативно поставилися до таких планів лише 4,5% [13; 14].

пулістської політики щодо подовження строків приватизації й утримання значної кількості активів у державній і муніципальній власності, попри їх збитковість.

У підсумку у великих компаніях відбувся розподіл акціонерного капіталу серед міноритарних акціонерів, у більшості яких була відсутня мотивація для утримання цих активів¹³, що призвело до швидкої концентрації корпоративного контролю в акціонерних товариствах мажоритаріями, не зацікавленими у прибутковості та прозорості бізнесу, сплаті дивідендів й адекватному оподаткуванні. Отже, ефективність приватизованих підприємств порівняно з державними була не надто очевидною.

Внаслідок цього Україна істотно відстала від сусідніх країн за темпами економічних реформ, інтерес до українських активів поступово падав через наявність у Центральній і Східній Європі більш зрозумілих і привабливих альтернатив для інвестування.

Завдання створення ефективного фондового ринку в Україні стало заручником, як виявилось, принципів процесів перерозподілу національної власності та почало відігравати допоміжну, якщо не “декоративну” роль в економічній трансформації.

Підходи до періодизації приватизаційних процесів в Україні є досить різними, проте переважно виокремлюють початкову приватизацію¹⁴ (1992–1994 рр.), масову¹⁵ (1995–1998 рр.) та індивідуальну¹⁶ (1999–2004 рр.), реприватизацію¹⁷ (2005 р.) та сучасний етап, який триває дотепер і пов’язаний з періодичними спробами продажу стратегічних об’єктів і малою приватизацією.

Фонд державного майна України, на який було покладено завдання приватизації та управління державними активами, розглядав результати своєї діяльності цілком позитивно, особливо з огляду на її кількісні масштаби. Населення брало участь майже

¹³ У 2000 р. кількість дрібних акціонерів сягнула пікового значення (19 млн осіб), яке згодом істотно скоротилося (у 2010 р. – 10 млн, нині – до 3 млн, істотну частку яких становлять так звані “сплячі” акціонери) [10].

¹⁴ Повільна та сповнена зупинками й мораторіями: у 1992 р. – мораторій на приватизацію дрібних об’єктів, у липні 1994 р. – мораторій на приватизацію до прийняття переліку об’єктів, заборонених до приватизації. Основний механізм – викуп орендованого майна.

¹⁵ Більш активна, але уповільнена (спочатку планувалося завершити сертифікатну приватизацію вже у 1996 р.) та поступово обмежена (у 1998 р. Уряд вилучив з приватизації великі стратегічні об’єкти). Основний механізм – широкомасштабна масова приватизація середніх і великих підприємств з використанням сертифікатів на позабіржових аукціонах і біржах.

¹⁶ Відбувся перехід до грошової приватизації, для стратегічних об’єктів запроваджено індивідуальні способи приватизації, початок встановлення планових завдань до надходження доходів від приватизації в бюджет.

¹⁷ З одного боку, реприватизація, проведена після Помаранчевої революції, пояснювалася значними порушеннями під час попередньої приватизації, відверто замовним характером продажу низки стратегічних об’єктів. З іншого боку, в інвесторів, зокрема іноземних, викликали непевність анонсований Урядом масштаб (можливість перегляду результатів приватизації 3 тис. підприємств), певний правовий нігілізм у судових спорах та очевидна політична мотивація реприватизації, спрямована на зменшення фінансових можливостей опозиційних партій і перерозподіл власності у ключових секторах економіки в інтересах представників правлячої коаліції [14].

винятково у безгрошовій сертифікації¹⁸, обмінюючи на акції отримані від держави приватизаційні сертифікати (ваучери) та компенсаційні сертифікати. Протягом масової приватизації громадяни України одержали 45,7 млн приватизаційних сертифікатів (близько 88% населення). Майже 75% приватизаційних сертифікатів було використано працівниками при приватизації своїх підприємств, 25% виявились у вільному обігу. У приватну власність перейшли фактично всі підприємства галузей, які обслуговували внутрішній ринок (оптової та роздрібною торгівлі, харчової та легкої промисловості, виробництва будівельних матеріалів і надання побутових послуг), а також істотна частка підприємств експортоорієнтованих галузей і чорної металургії, видобутку залізної руди, хімічної промисловості й розподілення електроенергії [14].

Вже до 2000 р. внаслідок приватизації було створено понад 10 тис. відкритих акціонерних товариств (ВАТ). Найвищі показники були досягнуті у 1997–2000 рр., коли завдяки активності Фонду державного майна України створювалося по 1–3 тис. нових ВАТ на рік (рис. 1). При цьому акціонування жодним чином не стосувалося залучення інвестицій, а було обов'язковим і безальтернативним етапом приватизації.

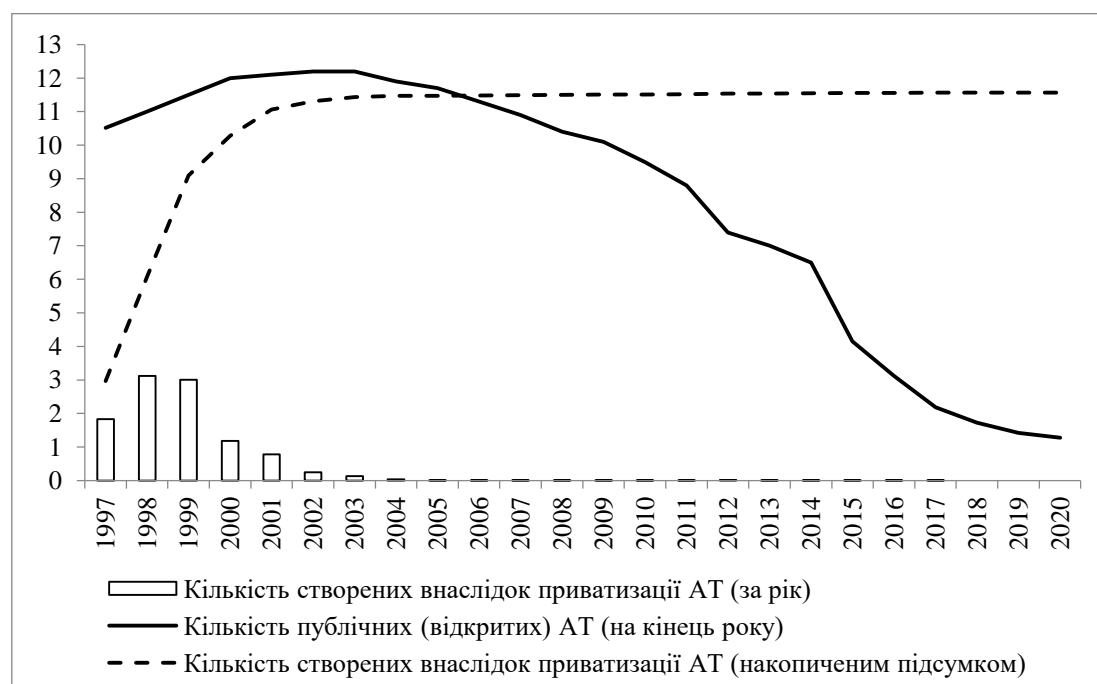


Рис. 1. Кількість відкритих ВАТ в Україні у 1997–2020 рр., тис.

Джерело: Звіти Фонду. Фонд державного майна України. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ua/documents/docs-list/spf-reports.html>; Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>; Кількість юридичних осіб за організаційно-правовими формами господарювання. Державна служба статистики України. 2021. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/edrpoj/ukr/EDRPU_2021/ks_opfg/arh_ks_opfg_21.htm

¹⁸ Майже 8 млн громадян України відмовилися від участі навіть у сертифікатній приватизації.

Загальна кількість ВАТ в Україні, зокрема створених поза приватизаційними процедурами (насамперед, банки, інвестиційні компанії тощо), у 2000 р. становила 12 тис., а разом із закритими (ЗАТ) – 35 тис.¹⁹ [8]. За оцінками Фонду державного майна України²⁰, до 2008 р. кількість створених приватизаційним способом ВАТ сягнула 11,5 тис. і надалі майже не змінювалася. Натомість фактична кількість ВАТ, у тому числі приватизованих почала стрімко скорочуватись²¹.

Для обслуговування новоствореного фондового ринку почали створювати відповідні інститути та фінансову інфраструктуру: довірчі товариства, інвестиційні фонди та компанії. У 1995 р. створено регулятора фондового ринку (до цього окремі регуляторні функції забезпечувалися Міністерством фінансів України). Зважаючи на більш ніж високу маржинальність організації приватизаційних торгів (законодавчо встановлена винагорода у розмірі 1% від успішного продажу), в Україні у 1995–1996 рр. крім Української фондової біржі, що первісно визначена як єдина та безальтернативна, почали виникати інші фондові біржі та позабіржові торговельні системи²².

¹⁹ Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>

²⁰ Звіти Фонду. Фонд державного майна України. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ua/documents/docs-list/spf-reports.html>

²¹ І справа не тільки у банкрутствах, хоча і таких прикладів вистачало, але й у постійних змінах законодавства: 1) з 1991 р. акціонерні товариства створювались у формі відкритих (ВАТ) або закритих (ЗАТ) та мали достатньо ліберальне регулювання на рівні законодавства про господарські товариства; 2) з 2009 р., після прийняття окремого законодавства про акціонерні товариства, ВАТ змусили перейменуватися на “публічні” АТ (ПАТ) та пройти лістинг на біржах, а ЗАТ – перейменуватися на “приватні” (ПрАТ) або змінити організаційно-правову форму (зокрема, у разі кількості акціонерів понад 100) на ПАТ або ТОВ (при цьому для ТОВ було впроваджено ще більш жорсткі вимоги до кількості учасників); біржовий обіг ЗАТ був обмежений лише аукціонами; дотепер далеко не всі АТ виконали ці та подальші вимоги; 3) з 2013 р. через зміну законодавства про депозитарну систему всі наявні АТ мали перевести акції у бездокументарну форму; 4) весь час зростали вимоги до розкриття інформації та корпоративного управління, що підвищувало витрати функціонування у формі АТ (навіть для ПрАТ); 5) з 2015 р. різко зросли лістингові вимоги, які була неспроможна виконати більшість емітентів акцій, що надало додатковий стимул позбавлятися від статусу ПАТ; 6) у 2017–2018 рр. “публічними” залишилися лише ті АТ, які здійснили “публічну пропозицію” або пройшли лістинг на біржі, а 99,9% інших АТ (зокрема ПАТ за назвою) були прирівнені до приватних; можливості для перетворення на інші організаційно-правові форми були значно лібералізовані. Отже, під час приватизації емітентів акцій спочатку створювали саме у максимально обтяжливій формі відкритого (публічного) АТ, не враховуючи економічних чинників, а згодом держава постійно підвищувала вимоги та вартість функціонування АТ. При цьому максимально ускладнювала їх перетворення на іншу організаційно-правову форму. Після лібералізації законодавства у 2017–2018 рр. емітентів акцій, зацікавлених у публічності, майже не залишилося (у 2021 р. їх було 2).

²² Більшість організаторів торгівлі орієнтувалися майже винятково на приватизаційні аукціони, тому кількість бірж після пікового значення (11 у 2009 р.) почала поступово зменшуватися – після поступового зменшення приватизаційної активності, появи на біржовому ринку лідерів у впровадженні торговельних і клірингових технологій, а найбільше – після перегляду у 2016 р. підходів до встановлення винагороди за проведення приватизаційних торгів (із обмеженням верхньої межі винагороди). Це значно зменшило корупційні чинники при виборі Фондом державного майна України

На відміну від низки постсоціалістичних країн (Польщі, Угорщини, Чехії, Російської Федерації), де приватизація надала помітний поштовх розвитку організованого (біржового) ринку для обслуговування активного вторинного обігу акцій приватизованих компаній, в Україні велика приватизація пройшла переважно поза біржами, у форматі специфічних аукціонів, конкурентність і об'єктивність ціноутворення на яких викликала багато питань²³.

За 1993–2020 рр. Україна залучила від приватизації понад 70 млрд грн або понад 11 млрд дол. (15% ВВП України у 1991 р., до початку ринкових реформ) (рис. 2). Сукупний обсяг результативних приватизаційних аукціонів на біржовому ринку становив близько 1,05 млрд дол. (у середньому 42 млн дол. на рік, максимальний показник зафіксовано у 2000 р. – 140 млн дол.). Отже, через біржі було залучено лише 9% бюджетних надходжень від приватизації (рис. 3).

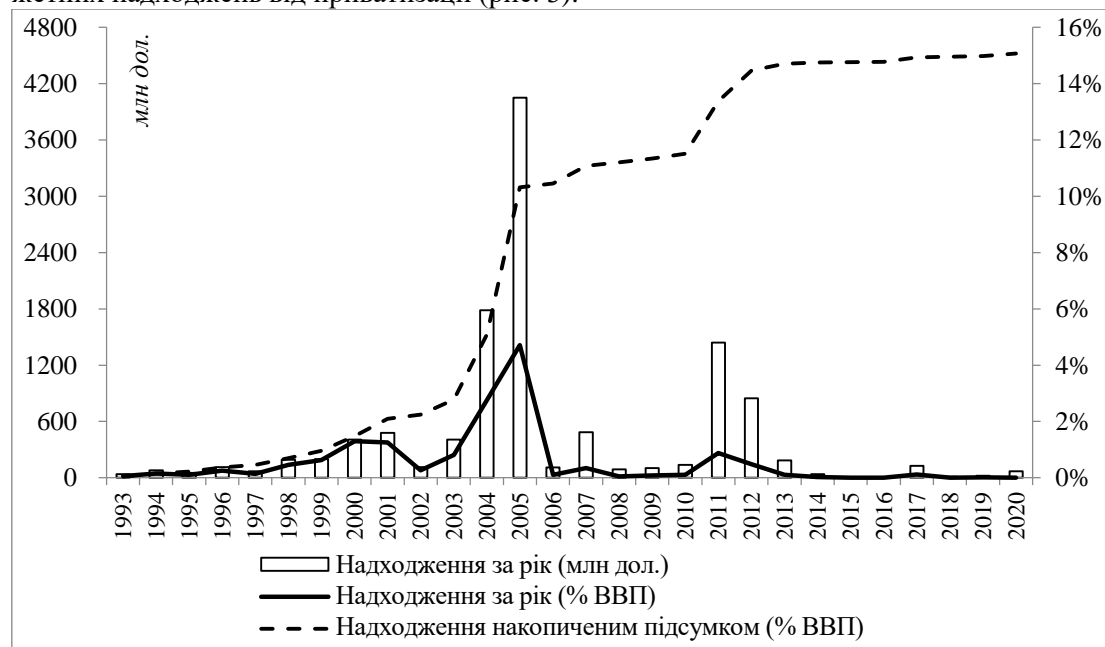


Рис. 2. Обсяг надходжень від приватизації в Україні у 1993–2020 рр.

Джерело: Звіти Фонду. Фонд державного майна України. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ua/documents/docs-list/spf-reports.html>

бірж для проведення торгів, але й скоротило інтерес бірж до їх проведення. У 2021 р. в Україні функціонують 4 фондові біржі, торговельна активність яких зовсім не пов'язана з приватизацією та дуже мало – з акціями.

²³ Зокрема, без будь-якої участі фондових бірж відбувся як найскандальніший в історії приватизації в Україні аукціон (з продажу 93% акцій АТ “Криворіжсталь” на користь представників українських фінансово-промислових груп за 0,8 млрд дол., 2004 р.), так і максимальний за обсягом і позиціонований як найбільш прозорий і конкурентний аукціон (з продажу того самого пакета, поверненого державі в межах реприватизації, за 4,8 млрд дол. на користь Mittal Steel у 2005 р.). З огляду на домінуючу частку мажоритарія, ліквідність обігу акцій на ринку є природно мінімальною.

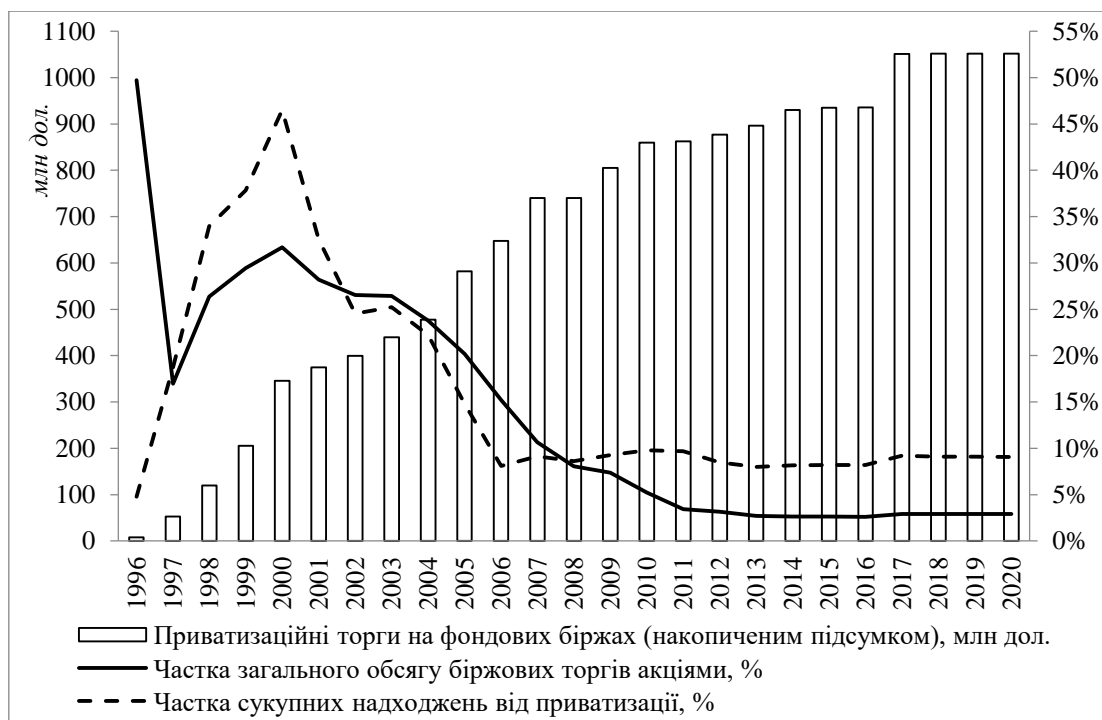


Рис. 3. Приватизаційні торги на фондових біржах України у 1996–2020 рр.

Джерело: Звіти Фонду. Фонд державного майна України. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ua/documents/docs-list/spf-reports.html>; Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>

Роль приватизаційних торгів у структурі операцій з акціями на організованому ринку була більш-менш помітною лише на первісному етапі, проте вже наприкінці 1990-х років приватизаційні аукціони розглядалися як досить специфічний сегмент біржового ринку – зокрема, через застарілість технологій, адже Фонд державного майна України аж до 2010-х років вважав найприйнятнішими процедури торгів “з голосу”. Незважаючи на локальні сплески, частка приватизаційних торгів у структурі торгів акціями на фондових біржах України поступово скорочувалася (рис. 4): у 1996–2000 рр. – 15–50% (в середньому 32%), у 2001–2005 рр. – 12–25% (в середньому 13%), у 2006–2010 рр. – 0–5% (в середньому 2%), у 2011–2020 рр. – 0–60% (в середньому 1%).

Продаж на біржах залишків держпакетів великих акціонерних компаній у 2017 р. передував як практичному припиненню біржової приватизації в Україні, так і остаточній деградації біржового обігу акцій в Україні. За 1996–2011 рр. частка акумульованого обсягу приватизаційних угод у біржових торгах акціями в Україні зменшилася з 50% до 3% (рис. 3) та майже не скорочувалася в подальшому лише тому, що обсяги торгів акціями на біржах поступово перейшли у зону значень, подібних до статистичної похибки.

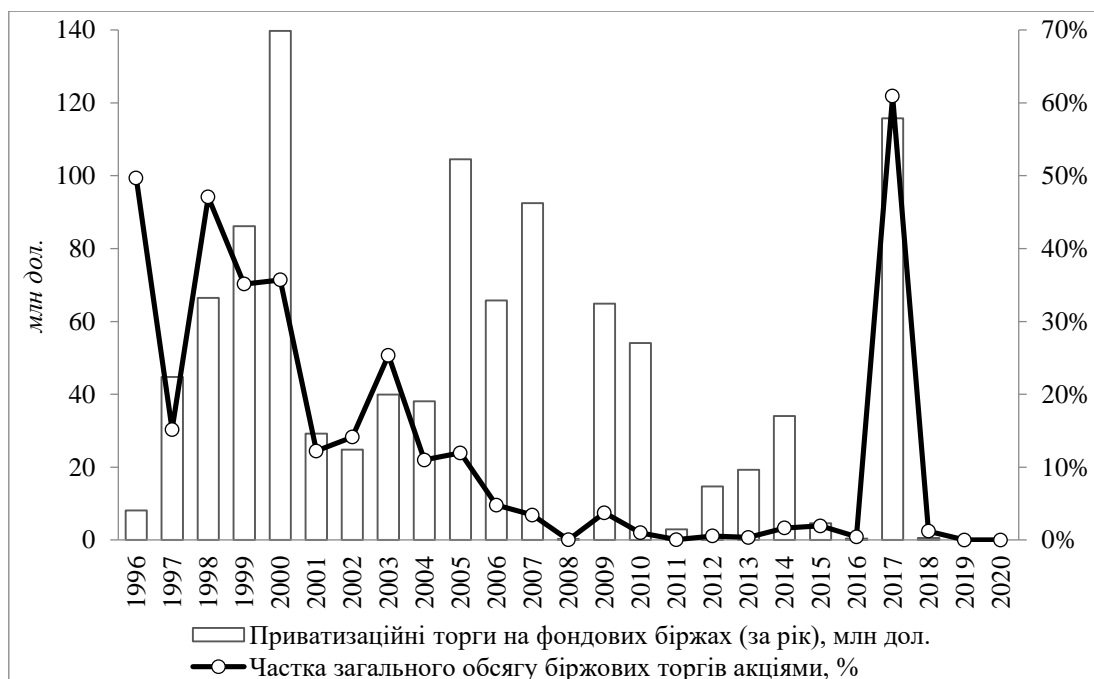


Рис. 4. Частка приватизаційних аукціонів у біржових торгах акціями у 1996–2020 рр.

Джерело: Звіти Фонду. Фонд державного майна України. URL: <http://www.spfu.gov.ua/ua/documents/docs-list/spf-reports.html>; Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>

Зрозуміло, що абсолютно неочікувана прискорена деградація ринку акцій в Україні відбулася не лише через переважно позабіржовий характер проведення приватизації.

Саме приватизація заклала як загальноекономічні, структурні проблеми, так і базисні проблеми українського фондового ринку: 1) надмірно консолідована структура акціонерного капіталу та тотальна незахищеність міноритаріїв (від етапу до етапу приватизації змінювалися лише основні домінуючі суб'єкти – спочатку трудові колективи, “червоні” директори, згодом фінансово-промислові групи; проте сам факт зростання ролі мажоритаріїв і розпорошення частки міноритаріїв виник майже одразу та згодом ставав лише помітнішим); 2) мізерний free-float і відповідна умовність біржового ціноутворення через обіг лише дрібних пакетів акцій і мінімальну ліквідність; 3) примусове залучення емітентів акцій (навіть найдрібніших компаній) до обігу на біржі та лістингування²⁴; 4) численні зміни “правил гри”, до яких велика кількість емітентів не могла або була не зацікавлена пристосовуватися; 5) значна кількість “сплячих” акціонерів, які отримали акції під час приватизації та не знали, що з ними робити у подальшому, але створювали суттєве операційне навантаження на емітентів і систему обліку прав власності; 6) стабіль-

²⁴ Відповідні законодавчі вимоги для відкритих/публічних акціонерних товариств діяли протягом 2008–2018 рр. При цьому за наслідком приватизації створювалися зазвичай саме такі емітенти.

не переважання позабіржового обігу акцій – через умовність цін (зокрема, невідповідність вартості великих трансакцій за участі мажоритаріїв тим цінам, які склалися щодо дрібних пакетів за домовленості фінансових посередників) та обмеженість кола привабливих емітентів; 7) багаторічний негативний інформаційний фон навколо акцій, їх емітентів, власників та корпоративних скандалів.

Незважаючи на вже накопичений іншими країнами досвід впровадження приватизаційних механізмів, Україна не спромоглася вирішити завдання створення ємного фондового ринку та забезпечити передумову і стимули для розвитку приватизованих компаній через залучення внутрішніх і зовнішніх інвестицій у акціонерний капітал.

Деградація ринку акцій в Україні у постприватизаційний період. Інфраструктура ринків значної частини країн-сусідів України за останні десятиліття була інтегрована до складу більш ефективної інфраструктури фінансових ринків ЄС, де попри таку консолідацію не вщухає і транскордонна конкуренція потужних біржових холдингів, центральних контрагентів та інвестиційних банків. Прикладів, де вдалося зберегти більш-менш незалежну локальну інфраструктуру та потенціал для самостійного розвитку ринків акцій, поблизу України залишається не так багато. В середньому такі ринки характеризуються не надто позитивною динамікою, проте Україна явно виокремлюється ситуацією деградації та стагнації ринку акцій (табл. 1).

Таблиця 1

Показники ринків акцій окремих країн та України у 2011–2019 рр.

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

Джерело: World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org>; Federation of European Securities Exchanges. URL: <https://fese.eu/statistics/>; World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>; Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>

Саме досвід такого незрілого та деградуючого фондового ринку, як український, свідчить, 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 та обігу акцій, але не фактичне існування ринку акцій як ефективного, економічно зумовленого механізму залучення та алокації публічних інвестицій.

Як наслідок, численні приклади аналізу еволюції ринку, які спочатку (цілком природно, якщо зважати на світовий досвід) прогнозували винятково висхідну динаміку індексів, капіталізації, обсягів емісії та біржових торгів внаслідок певних не досить об'єктивних процесів, не в останню чергу імпровізаційного регулювання та (начебто) імплементації кращих законодавчих норм і стандартів, поступово змінилися на більш песимістичні оцінки²⁵. Аж до сумнівів учасників ринку (у тому числі регулятора) у наявності ринку акцій у державі та ймовірності його відновлення у більш-менш осяжній перспективі. З огляду на визначені відмінності ринку акцій як феномену від звичайного періодичного обігу акцій (насамперед, поза біржами), ці сумніви вбачаються досить зрозумілими.

Тож чи був ринок акцій в Україні, чи існує він нині? А якщо був, то куди і чому подівся? Недарма фактичну відсутність ринку акцій публічно констатують не лише учасники ринку, але й його регулятор (щонайменше з 2015 р.).

Первісний сплеск інтересу до фондового ринку проявився у масовій скупці у населення акцій, отриманих, насамперед, під час не надто ефективної приватизації. 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 зі скупкою, були “винайдені” й “більш ефективні”, фактично кримінальні методи отримання контролю над підприємством. Найвідомішими з них стали “розмивання” акціонерного капіталу шляхом випуску додаткової емісії, що має мало спільного із залученням капіталу, або отримання контролю над обліковою системою в особі реєстратора (первісно, до впровадження винятково бездокументарної форми існування акцій, реєстратори вели реєстри власників цінних паперів і мали певні можливості для зловживань у цій сфері).

Наскільки така масова скупка акцій була ринковою та чи мала ознаки звичайного портфельного інвестування? Навряд чи покупки сподівалися на зростання вартості акцій або отримання дивідендів, метою було зовсім інше – встановити контроль над

²⁵ Зокрема, Програма розвитку фондового ринку України на 2012–2014 роки передбачала зростання капіталізації лістингових компаній до 300 млрд грн, а співвідношення капіталізації до ВВП – до 40%. Натомість на початку 2020 р. ці показники становили 1,6 млрд грн та 0,04% (у 1000 раз менше за очікування).

підприємством-емітентом, змінити центри формування прибутку та приватизувати фінансові потоки й прибуток цього підприємства.

Деяко осторонь можна розглядати активність іноземних інвесторів, які до 1998 р. відігравали значну роль у концентрації капіталу. Проте криза в інституційній складовій ринку²⁶ призвела до розчарування. Отже, після 1998 р. їх активність була лише епізодичною. У будь-якому разі встановлення управлінського контролю має свої зрозумілі часові межі через очевидність мети й обмежену кількість цікавих для майбутніх олігархів підприємств, а після встановлення контролю реальна вартість акцій стрімко зменшувалась. Той, хто не встиг, не захотів, не зміг перепродати акції на етапі встановлення такого контролю, залишився з дрібними (та постійно танучими завдяки “розмиванню”) пакетами.

Почалася 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 не екзотичний) характер, фінансові показники через зміну центрів прибутку (виведення прибутків до компаній-холдерів, часто за межами України) поступово погіршувалися.

Нових власників емітента вже не цікавило подальше перебування в організаційно-правовій формі акціонерного товариства. Проте процес існування, формально “публічних” акціонерних товариств розтягнувся на довгі роки. Змінити організаційну форму акціонерних товариств не дозволила відсутність процедур сквіз-ауту (така процедура виникла в законодавстві лише в 2017–2018 рр. та в досить скандальний спосіб).

Врешті-решт, перерозподіл власності відбувся. Держава, насамперед, в особі Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), не змогла захистити економічні інтереси міноритарних акціонерів.

Виключно суспільно-економічними наслідками справа не обмежилась. Перерозподіл власності супроводжувався активною об’єктивною та популістською критикою приватизаційної та постприватизаційної політики керівництва країни, яка поряд з власним “акціонерним досвідом” ошуканої переважної більшості населення сформувала стійкий навіть на побутовому рівні стереотип беззахисності міноритаріїв та, як наслідок, безглуздість інвестування в українські акції.

Законодавці аж ніяк не відреагували на об’єктивні процеси на ринку: і далі підприємства відповідно до закону були вимушені існувати в акціонерному форматі та виконувати абсолютно економічно зайві вимоги – звітувати до регулятора, публікувати звітність, проводити “ритуальні” збори акціонерів тощо.

²⁶ Типовим на той час прикладом відсутності дієвого регулювання та механізмів захисту прав акціонерів є додаткова емісія АТ “Дніпрошина”, яка була здійснена у 1997 р. та збільшила статутний капітал на 33%. Акції додаткової емісії були придбані засновниками за 9,16 грн/шт., тоді як на організованому ринку акції емітента активно торгувалися за ціною понад 60 грн/шт. Іншим акціонерам, у тому числі іноземним у придбанні акцій додаткової емісії було відмовлено, зокрема через законодавчі прогалини. Учасники ринку розпочали бойкот цих акцій, тому їх ціна скоротилася з 75 до 12 грн/шт. у лютому 1998 р., ситуація набула розголосу та стала темою статті у британській газеті “Financial Times”. Проте для засновників біржовий обіг вже не становив інтересу.

Відсутність зацікавленості емітентів та інвесторів інвестувати в акції не завадили НКЦПФР продовжувати “стимулювати” біржовий обіг акцій: незважаючи на наявність контролюючого або навіть домінуючого²⁷ акціонера, ПАТ зобов’язували перебувати в лістингу. При цьому єдиним критерієм лістинговості були економічні показники емітента, тобто регулятор не зважав ані на низький free-float, ані на можливість врешті-решт сформувавши справедливу ціну²⁸.

Не допомогли й технічні інновації. Так, вже у 1996–1997 рр. завдяки технічній й фінансовій допомозі USAID було створено депозитарій цінних паперів “Міжрегіональний фондовий союз” (МФС), що дозволило паралельне існування акцій у бездокументарній і документарній формі, та Позабіржову фондову торговельну систему (ПФТС), яка з самого початку отримала електронну торговельну систему та завдяки підтримці засновників-брокерів перетворилася на, так би мовити, центр ринкової ліквідності. На ПФТС, на відміну від фондових бірж, де торги були епізодичними та переважно пов’язаними з приватизаційними процесами, вдалося налагодити регулярні торги та порівняно високу торгівельну активність.

Проте процес деградації ринку акцій це не зупинило. Брокери формували вигідну ціну на акції, незважаючи на принципову неможливість об’єктивного визначення ціни в умовах обмеженості free-float, мінімальної ліквідності та відсутності зацікавленості емітентів у біржовому обігу їх акцій. З’явилися й замовники таких цін – інвестиційні фонди, страховий ринок, невеликі банки тощо.

Досить тривалий час ані регулятор, ані депозитарій, ані біржі, ані ПФТС не переймалися наявністю фактичних розрахунків за укладеними на біржах угодами. Щоб отримати біржову ціну, достатньо було “укласти” договір без обов’язку його виконання²⁹.

Здавалося б, про яку об’єктивну ціну або попит на акції в такій ситуації може йти-ся? Проте знайшлися інтересанти штучного формування ціни. Фінансові посередники “побачили сенс” в наявності регулярного (в більшості штучного) формування біржових цін на акції, незначні пакети яких перебували в активах афілійованих інвесторів. Окремі фондові біржі отримали значущу статтю доходу у вигляді продажу

²⁷ Визначення великого контрольного ($\geq 75\%$) та домінуючого контрольного ($\geq 95\%$) пакетів акцій, а відповідно, легітимізація контролюючого та домінуючого власника (акціонера) виникло в українському законодавстві про акціонерні товариства у 2017 р.

²⁸ До 2016 р. для акцій 2 рівня лістингу вимоги щодо free-float були відсутні. Завжди контролювалися період існування емітента (достатньо 3-х місяців), вартість чистих активів і ринкова капіталізація. Вимоги до ліквідності (певна кількість угод, наявність біржового курсу, сформованого в умовно конкурентний спосіб) були мінливими: то підвищувалися, то зникали, зокрема з урахуванням фіскальних чинників. Вимоги до free-float для лістингових акцій з’явилися лише з середини 2016 р. та передували законодавчим змінам щодо сквіз-ауту, тому зумовили мажоритаріїв вивести акції з лістингу та біржового обігу, щоб унеможливити формування несприятливих цін викупу (проте повторний допуск акцій до торгів за ініціативи міноритаріїв лише підвищив градус конфліктів щодо об’єктивності ціноутворення при сквіз-ауті).

²⁹ Відповідно до нормативних документів НКЦПФР, лише з 2014 р. обов’язковими стали розрахунки за біржовими угодами та звітність за їх наслідками.

інформації про ціни міжнародним інформаційним агенціям, користувачі яких щиро сподівалися, що ця інформація є достовірною³⁰.

У такий спосіб сформувався “феномен українських фондових індексів”, які спочатку більш-менш корелювали хоча б з іноземними індексами акцій³¹ (адже саме іноземні інвестори були найпривабливішими клієнтами для українських фінансових посередників). Проте криза 2008 р. (так само, як і у 1998 р.) призвела до катастрофічного падіння індексу провідної на той час біржі ПФТС (майже в 4 рази в гривні та в 6 разів у доларі за рік) 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): за даними дослідження, щонайменше з 2011 р. відбулася остаточна розкореляція динаміки українських індексів з індексами провідних бірж світу, номінальним ВВП та монетарною базою України [16]. Цей “феномен індексів” успішно пережив і гучну кампанію НКЦПФР 2015–2019 рр. щодо боротьби з маніпулюванням³².

³⁰ Цікавий кейс у цьому сенсі являє собою ситуація навколо акцій Єнакіївського металургійного заводу (ЄМЗ), яка призвела до формалізації регулятором вимог до визначення біржового курсу у 2010 р. (до цього кожна біржа визначала ринкову ціну акцій на свій розсуд). У 2007 р. ціна акцій ЄМЗ на ПФТС зросла у 15 разів, а у 2008 р. – знизилась у 8 разів. Проте такі перепади цін у 2007–2008 рр. не привернули увагу регулятора та не викликали особливого занепокоєння в учасників ринку, ймовірно, тому що були заздалегідь очікуваними. Натомість наприкінці 2009 р. (напередодні періоду, коли інвестиційні фонди мали розраховувати вартість активів) на 3-х фондових біржах були зафіксовані принципово різні курси – від 43 до 168 грн/шт. Вища ціна більше влаштувало інвестиційні фонди, адже формувалася з урахуванням їхніх інтересів. Незважаючи на пряму регуляторну норму про необхідність оцінки вартості активів за найменшою ціною, інвестиційні фонди поскаржилися регулятору та настояли на більш прийнятній для себе ціні. Отже, “правильну” ціну було визначено зацікавленими особами, а не оцінкою фінансових показників емітента. Фактично, такий самий суб’єктивний підхід зберігається і сьогодні при виявленні ознак маніпулювання цінами. При цьому протягом 2009 р. ціни акцій ЄМЗ на “правильних” біржах, де був сформований “правильний” курс, коливались у межах 40–190 грн. Отже, “неправильний” курс на “неправильній” біржі відповідав нижній межі цього діапазону. Річний розмах коливань (майже у 5 разів!) не надто відрізнявся від 2007–2008 рр. Чи були об’єктивні підстави для зростання біржових цін акцій ЄМЗ у 2009 р. з 40 до 190 грн? Інформація про фінансові результати ЄМЗ за 1 півріччя 2009 р. (зменшення обсягу виручки на 12% порівняно з 1 півріччям 2008 р., збитковість, скорочення рентабельності продажів на 17%) мало корелювала з позитивною динамікою ціни – тим більше, за відсутності дивідендів. Звіт ЄМЗ за 2009 р. засвідчив уже збитки у розмірі 857 млн грн. (після прибутку 408 млн грн у 2008 р.). Проте на момент його публікації (у середині квітня 2010 р.) біржовий курс ЄМЗ на “правильній” біржі вже доріс до 301,75 грн, тобто знов майже вдвічі, що повністю влаштувало інвестиційні фонди. До кінця 2010 р. курс знову впав до 173,92 грн, але які фундаментальні чинники це спричинили – відповіді немає.

³¹ Індeksi, які характеризували ціни акцій на найрозвинутіших ринках США та ЄС, незважаючи на те, що останні не просто обслуговували економіки з відмінними від українських структурою та динамікою, а існували в іншій економічній парадигмі вже давно сформованого феномену ринку.

³² З огляду на мізерну ліквідність акцій, які входять до складу розрахунку індексів, поширення інформації про динаміку індексів цілком може підпадати під ознаки маніпулювання – як поширення оманливої інформації. Відповідно до вимог НКЦПФР, з 2012 р. кожна фондова біржа в обов’язковому порядку має розраховувати біржовий фондовий індекс, незалежно від стану

Нетривале відновлення інтересу до акцій відбулось у 2010–2013 рр., коли обсяги торгів в Україні сягнули максимальних значень (рис. 5). Першою причиною стало впровадження провідними біржами (ПФТС, ФБ “Перспектива”, АТ “Українська біржа”) технологій інтернет-трейдингу та залучення фізичних осіб до торгів. АТ “Українська біржа” найактивніше залучала фізичних осіб саме до торгів акціями та деривативами на індекс акцій. Проте очікування щодо зростання ринку акцій виявилися значно переоціненими, так само як і претензії АТ “Українська біржа” на статус нового “центру ліквідності”.

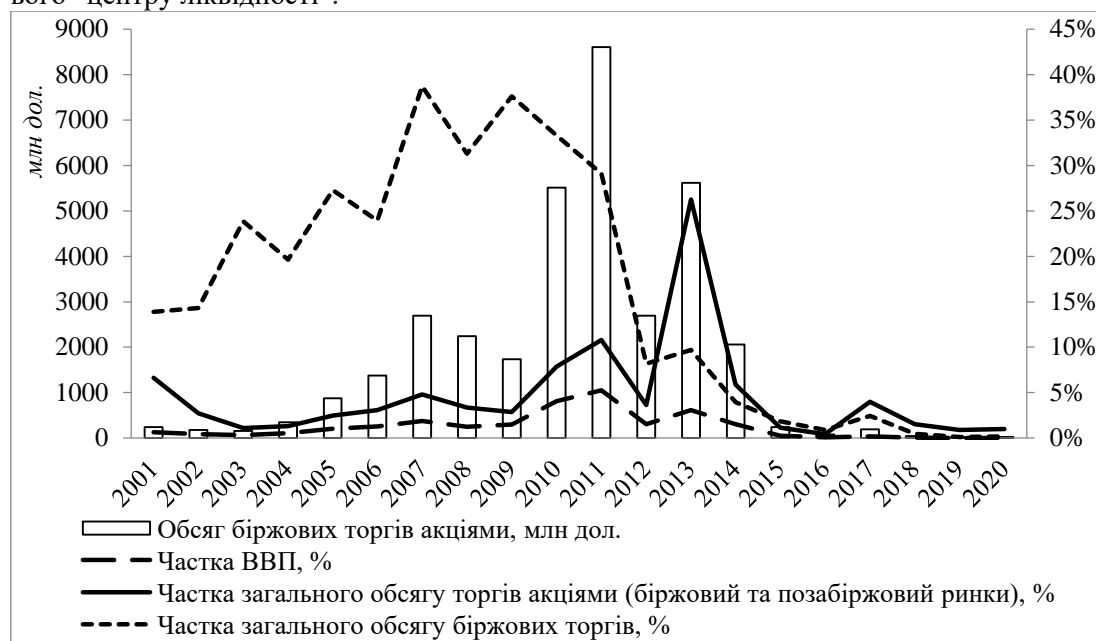


Рис. 5. Динаміка біржових торгів акціями в Україні у 2001–2020 рр.

Джерело: Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/>

ліквідності. Єдине спрощення, яке було дозволено біржам, – скасування у 2015 р. вимоги, щоб до переліку індексних цінних паперів входило не менше ніж 4 лістингових (включених до біржового реєстру) цінних папери, тому будь-які вимоги щодо кількості та якості інструментів у біржовому індексі відсутні. Навіть за повної відсутності торгів (як на біржі УМВБ, де угоди з акціями відсутні з середини 2018 р., чи на АТ “Українська біржа”, де торги у середині 2018 р. тимчасово припинилися через технічні причини) біржа зобов’язана розраховувати суто формальний показник – часто нікому не потрібний та абсолютно не релевантний, оскільки він може ґрунтуватися на цінах угод кількарічної давнини (як у випадку наявних в індексному кошику індексу АТ “Українська біржа” акцій АТ “Мотор Січ”, обіг яких заборонено судом ще навесні 2018 р.; отже, жодних нових угод і жодної зміни цін не може бути). Можна констатувати не просто суто формальний підхід до регулювання торговельної інфраструктури, а намагання підмінити реальний стан речей ілюзією про наявність такого ж ринку, як в інших країнах, відповідність ринку певним формальним ознакам і, відповідно, ввести в оману внутрішніх та іноземних інвесторів, які часто не розуміють всієї умовності цих квазіринкових показників.

Знайшлося й інше “застосування” акцій – виникли так звані “сміттєві” акції, тобто створювалися фантомні емітенти, які продукували акції як зручний інструмент обслуговування напівлегальної або нелегальної економіки. Майже два десятиліття тривала вперта боротьба НКЦПФР та податкових органів з цим явищем, хоча всі “сміттєві” акції реєструвалися самою НКЦПФР. Більше того, саме фіскальні чинники спричинили масштабне поширення обігу акцій фіктивних емітентів. Новий поштовх ринку надав аналог акцизного податку на операції з цінними паперами, який існував у 2013–2014 рр. та передбачав пільгові умови для угод з лістинговими корпоративними цінними паперами, за якими фіксувався біржовий курс. Фіскальні стимули зумовили активізацію технічних випусків акцій³³, штучність лістингу та біржових угод (рис. 5).

Саме поширенням (зокрема, у портфелях банків) акцій емітентів, які за мінімальних активів характеризувалися ринковою капіталізацією, іноді співставною з ВВП України³⁴, що стало однією з причин масових банківських банкрутств у 2014–2017 рр., пояснюється боротьба з фіктивними емітентами та маніпулюванням у 2015–2019 рр. без жодного розуміння наслідків і за відсутності об’єктивних критеріїв виявлення зловживання, яка призвела до остаточної міграції угод з більшістю акцій на позабіржовий ринок [18].

Останньою “соломинкою, яка зламала верблюду спину”, став для ринку акцій в Україні сквіз-аут. Відповідно до імплементації європейського досвіду (Директиви 2004/25/ЄС від 21.04.2004 р. щодо пропозиції поглинання), викуп акцій мав захистити міноритаріїв. Проте на практиці через відсутність ринкових цін і набуття домінуючими акціонерами контролю задовго до законодавчих змін, перекручений характер імплементації squeeze-out призвів до істотних втрат інвесторів³⁵, численних судових

³³ За даними звіту НКЦПФР за 2014 р. [19], до десяти найбільших українських компаній за капіталізацією протягом усього року входили одразу вісім явно фіктивних компаній, які пройшли лістинг на ПрАТ “Придніпровська фондова біржа” та продемонстрували у четвертому кварталі показники ринкової вартості від 17 до 111 млрд грн (1–7 млрд дол.). При цьому капіталізація “лідера” (ПАТ “Код-Інвест”) з першого по четвертий квартал зросла в 32 рази (з 3,5 до 111 млрд грн). Лише у середині 2015 р. ці псевдолідери за “ринковою” вартістю були визнані регулятором фіктивними.

³⁴ Протягом червня – липня 2013 р. біржовий курс (денна середньозважена ціна) акцій АТ “Кіндратівський вогнетривкий завод” (UA4000120216) на АТ “Українська біржа” зріс з 1 грн до 133 грн, а потім скоротився до 25 грн. При цьому 03.07.2013 р. зафіксовано максимальне значення ціни угоди 1500 грн, на підставі якої визначено ринкову капіталізацію емітента на рівні 3285,25 млрд грн, тобто 413 млрд дол. (у 2,3 рази більше за ВВП України у 2012 р.). Вартість активів компанії на початок 2013 р. становила 73,69 млн грн (у 44,6 тис. разів менше за велетенську капіталізацію, визначену біржою). НКЦПФР не відреагувала на ситуацію, незважаючи на звернення учасників ринку. Хоча, напевне, нещодавнім подіям навколо акцій компанії “GameStop” далеко до українських цінових рекордів.

³⁵ Відсутність адекватного ціноутворення закономірно призвела до спроб маніпулювання з боку міноритаріїв для штучного завищення ціни і, навпаки, до неадекватного заниження вартості бізнесу компаній “незалежними” оцінювачами в інтересах мажоритаріїв. За даними НКЦПФР, у 2017–2019 рр. міноритарії під час 308 процедур squeeze-out отримали 1,4 млрд грн. При цьому, за оцінками експертів, фінансові втрати майже 120 тис. акціонерів тільки семи підприємств (МК

спорів, у тому числі щодо неконституційності самої процедури, до припинення обігу більшості випусків акцій емітентів, з якими до цього асоціювалися ринок акцій України, його індекси та рейтинги³⁶.

Висновки. Україна являє собою унікальний приклад, де створений “з нуля” на початку 1990-х років ринок акцій, зокрема біржовий сегмент, який і до цього не вражав ліквідністю, в останні роки практично “обнулювався”. Річний обсяг торгів акціями на всіх біржах у 2018–2020 рр. не досягав і 50 млн дол. (0,01–0,03% номінального ВВП); обіг акцій здійснюється майже винятково поза біржами; частка акцій у загальній структурі біржових торгів у зазначені роки становила менше ніж 1%³⁷.

Чому ж створення під час приватизації понад 10 тис. акціонерних товариств і формальна наявність ринкових інститутів за майже 30 років так і не спричинила фактичну появу ринку акцій в Україні, який дійсно відіграв би помітну роль у національній економіці?

“Азовсталь”, ПАТ “Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча”, ПАТ “Північний гірничо-збагачувальний комбінат”, ПАТ “Центральний гірничо-збагачувальний комбінат”, ПАТ “Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат”, ПрАТ “Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат”, ПрАТ “Укрграфіт”) унаслідок недооцінки акцій при процедурі squeeze-out склали щонайменше 1,2 млрд грн.

³⁶ Логіка захисту прав міноритаріїв ЄС виходить з оцінки ціни викупу акцій під час процедури 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 десять років) до законодавчого оформлення процедури squeeze-out; ціноутворення дрібних пакетів міноритаріїв на біржах за мізерного free float (у середньому 5–10%) не залежало від чинників ціноутворення контрольних пакетів і не враховувалося домінуючими власниками. Мажоритарії (переважно представники олігархічного капіталу) і раніше неодноразово намагалися позбутися міноритаріїв шляхом додаткових емісій, консолідації (збільшення вартості акцій), але це не дозволяло остаточно консолідувати власність, а також не вирішувало проблеми численних “сплячих” акціонерів, які отримали акції завдяки 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, зокрема у інституційних інвесторів. Викупити акції у всіх акціонерів одразу набагато простіше в рамках адміністративної процедури, визначеної на рівні закону, ніж розшукувати тисячі “сплячих” акціонерів. (Не кажучи про витрати та операційне навантаження, пов’язане з аудитом, публікацією звітності, розсилкою повідомлень про збори акціонерів тисячам власників тощо). Отже, законодавча новація проводилась в інтересах однієї сторони – мажоритаріїв, яким не дуже хотілося домовлятися з міноритаріями, занурюючись у нескінченні дебати про ціну. Варто підкреслити унікальність ситуації squeeze-out, що враховує роль універсальності та об’єктивності біржової ціни. Інших механізмів та цінових орієнтирів просто немає. Інакше виникає безліч запитань до оцінювача, замовника його послуг (емітента, а фактично – мажоритарія). Біржову ціну формує ринок, якщо він на це здатний. Таким чином, практика та правова основа на зразок європейської є уявною, оскільки в Україні немає ринку, здатного сформувавти об’єктивну ціну. Отже, впроваджуючи європейський досвід, законодавці, й насамперед регулятор, повинні були враховувати незрілість ринку та відсутність цін, а відповідно, відсутність реальних механізмів для захисту прав міноритаріїв. Проте мета законодавчих змін полягала не в цьому, а в завірянні міжнародних донорів про чергову “ефективну” імплементацію.

³⁷ З 2012 р. на біржовому ринку України домінують державні облігації. У 2020 р. їх частка у загальному обсязі біржових торгів перевищує 98%, у загальній кількості угод – 82%.

Можна виокремити такі причини, що не опосередковано, а безпосередньо стосуються ринку акцій:

1) багаторічна неспроможність держави (в особі регулятора – НКЦПФР) захистити економічні інтереси міноритарних акціонерів, зокрема попри численні зміни законодавства;

2) відсутність сформованого середовища інституційних інвесторів³⁸;

3) надмірна кількість АТ, створених під час приватизації без будь-якої інвестиційної мети; велика їх частка, через мінімальні економічні показники, не мала жодних перспектив публічно залучити капітал на біржі та привернути інтерес інвесторів, але до 2017–2018 рр. емітенти були законодавчо зобов'язані підтримувати лістинг на біржі;

4) тотальна відірваність об'єктивних економічних процесів від їх інституційного оформлення в законодавстві;

5) регуляторна дисфункція, пов'язана з постійними намаганнями НКЦПФР, начебто створеного для оперативної реакції на негативні процеси на ринку, обґрунтувати доцільність подовження функціонування за відсутності ринку та розширення прав і фінансових можливостей. Отже, регулятор фактично заохочував побудову фантомного ринку, принципово відіраного на всіх рівнях від економічного змісту інвестування.

Така спроба проігнорувати економічний інтерес емітентів та інвесторів в Україні зазнала чергової поразки. Адже в Україні немає жодного прикладу створеного в публічний і конкурентний спосіб акціонованого підприємства, яким продемонстровано хоча б якусь орієнтацію на ринок (регулярне отримання прибутку та виплата дивідендів, стимулювання біржового обігу, підтримання ринкової ціни через залучення маркет-мейкерів, програми викупу акцій тощо).

Наостанок зазначимо, що нова амбітна програма розвитку ринку до 2023 р. “Гучний старт”, анонсована НКЦПФР, у контексті ринку акцій підприємств ґрунтується винятково на приватизації залишків державної власності (зокрема, “Укрзалізниці”) та консолідації акцій 10–15 великих державних підприємств на рівні Національного інвестиційного фонду³⁹ [19]. Вже вкотре ігнорується історичний досвід, що спроба побудувати ринок акцій лише завдяки приватизації за відсутності дієвих стимулів публічного залучення капіталу має примарні перспективи.

³⁸ Велика частка інвестиційних фондів в Україні – венчурні, які майже не інвестують в акції, а орієнтуються на обслуговування схем фінансування будівництва та податкової оптимізації. Страхові компанії ринок акцій цікавив більшою мірою як джерело “технічних” цінних паперів з контрольованою вартістю, але цей інтерес майже зник після компанії боротьби з фіктивними емітентами та зміни регулятора страхового ринку (у 2020 р. ним став Національний банк України, який почав жорстко контролювати якість активів). Банки після низки банкрутств у 2015–2017 рр. довіряють тільки державним цінними паперам. Недержавні пенсійні фонди мають мізерні активи, а пенсійна реформа постійно відкладається.

³⁹ Office of National Investment Council proposes to create state fund of funds, national investment fund with shares of large SOEs for holding IPO. Interfax-Ukraine. 2021. URL: <https://en.interfax.com.ua/news/economic/718087.html>

Список використаних джерел

1. Bortolotti B., de Jong F., Nicodano G., Schindele I. Privatization and stock market liquidity. *Journal of Banking & Finance*. 2007. Vol. 31. Issue 2. P. 297–316. URL: <http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2013/03/20107281614344Privatisation-and-stock-market-liquidity.pdf>
2. Brown J.D., Earle J.S., Telegdy A. The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine. *Journal of Political Economy*. 2006. Vol. 114 (1). P. 61–99. <https://doi.org/10.17848/wp05-121>
3. Estrin S., Hanousek J., Kočenda E., Svejnar J. The Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies. *Journal of Economic Literature*. 2009. Vol. 47 (3). P. 699–728. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/4009>
4. Godoy S., Stiglitz J.E. Growth, Initial Conditions, Law and Speed of Privatization in Transition Countries: 11 Years Later. *NBER Working Paper*. 2006. Vol. 11992. <https://doi.org/10.3386/w11992>
5. Megginson W.L., Bouchkova M.K. The Impact of Privatisation on Capital Market Development and Individual Share Ownership. *Nota di Lavoro*. 2000. No. 53. 54 p. URL: <https://www.econstor.eu/handle/10419/155107>
6. Megginson W.L., Netter J.M. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*. 2001. Vol. 39 (2). P. 321–389. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/1929649.pdf>
7. Perotti E., Van Oijen P. Privatization, Political Risk, and Stock Market Development in Emerging Economies. *Journal of International Money and Finance*. 2001. Vol. 20. Issue 1. P. 43–69. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/1923974.pdf>
8. Бершадський А.О., Юрчишена Л.В. Акціонерні товариства: тенденції, проблеми функціонування та дивідендна політика. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*. 2017. № 8. С. 95–102. URL: <http://srd.pgasa.dp.ua:8080/handle/123456789/1321>
9. Кошик О.М., Легінькова Н.І., Фабрика І.В. Приватизація в Україні: ідеологія, реалізація, проблеми. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки*. 2011. Вип. 20 (1). С. 71–81. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npkntu_e_2011_20\(1\)_14](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npkntu_e_2011_20(1)_14)
10. Кужелев М.О., Хімченко А.М. Приватизація та акціонування як основа формування корпоративного сектора: зарубіжний досвід та українські реалії. *Економіка будівництва і міського господарства*. 2012. Т. 8. № 4. С. 291–298. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ebimg_2012_8_4_6
11. Мошенський С.З. Фондовий ринок та інституційне інвестування в Україні: вплив на інвестиційну безпеку держави: монографія. Житомир: Житомирський держ. технологічний ун-т., 2008. 432 с.
12. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг. Трансформационные процессы. Москва: Экономика, 2010. 240 с.
13. Назарчук М.И. Особенности формирования фондового рынка Украины в первой половине 90-х годов XX века. *Економічний вісник Донбасу*. 2009. № 3 (17). С. 91–107. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-formirovaniya-fondovogo-rynka-ukrainy-v-pervoy-polovine-90-h-godov-hh-veka>
14. Пасхавер О.Й., Верховодова Л.Т., Агєєва К.М. Приватизація та реприватизація в Україні після “помаранчевої” революції. Київ: Міленіум, 2006. URL: http://c-e-d.info/current_projects/Kniga_privat_dopLT_G.doc
15. Рекуненко І.І. Періодизація розвитку фондового ринку України. *Вісник Сумського державного університету. Серія: Економіка*. 2015. № 1. С. 30–42. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VSU_ekon_2015_1_5
16. Ройко І. Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку. Київ: КНЕУ, 2016. <https://kneu.edu.ua/userfiles/d-26.006.04/2016/Roiko.pdf>

17. FTSE Equity Country Classification. URL: https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf

18. Кошовий О.Г., Тертишник В.М., Шелудько Н.М., Ануфрієва К.В., Белкін Л.М. Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти. Дніпро: Ліра, 2019. 531 с.

19. 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>

Отримано 01.09.21 та оновлено 13.09.21

References

1. Bortolotti, B., de Jong, F., Nicodano, G., Schindele, I. (2007). Privatisation and stock market liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 31, 2, 297-316. URL: <http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2013/03/20107281614344Privatisation-and-stock-market-liquidity.pdf>

2. Brown, J.D., Earle, J.S., Telegdy, A. (2006). The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine. *Journal of Political Economy*, 114 (1), 61-99. <https://doi.org/10.17848/wp05-121>

3. Estrin, S., Hanousek, J., Kočenda, E., Svejnar, J. (2009). The Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies. *Journal of Economic Literature*, 47 (3), 699-728. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/4009>

4. Godoy, S., Stiglitz, J.E. (2006). Growth, Initial Conditions, Law and Speed of Privatisation in Transition Countries: 11 Years Later. *NBER Working Paper*, 11992. <https://doi.org/10.3386/w11992>

5. Megginson, W.L., Bouchkova, M.K. (2000). The Impact of Privatisation on Capital Market Development and Individual Share Ownership. *Nota di Lavoro*, 53. URL: <https://www.econstor.eu/handle/10419/155107>

6. Megginson, W.L., Netter, J.M. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatisation. *Journal of Economic Literature*, 39 (2), 321-389. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/1929649.pdf>

7. Perotti, E., Van Oijen, P. (2001). Privatisation, Political Risk, and Stock Market Development in Emerging Economies. *Journal of International Money and Finance*, 20, 1, 43-69. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/1923974.pdf>

8. Bershadskiy, A., Yurchyshena, L. (2017). Joint-stock companies: trends, functional problems, dividend policy. *Skhidna Yevropa: ekonomika, biznes ta upravlinnia – Eastern Europe: economy, business and management*, 8, 95-102. URL: http://www.easterneurope-ebm.in.ua/journal/8_2017/19.pdf [in Ukrainian]

9. Koshuk, O.M., Lehinkova, N.I., Fabryka, I.V. (2011). Privatisation in Ukraine: ideology, implementation, problems. *Naukovi pratsi Kirovohradskoho natsionalnoho tekhnichnoho universytetu. Economichni nauky Central Ukrainian scientific bulletin: Economic sciences*, 20 (1), 71-81. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npkntu_e_2011_20\(1\)_14](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Npkntu_e_2011_20(1)_14) [in Ukrainian]

10. Kuzhelev, M.O., Khimchenko, A.M. (2012). Privatisation and corporatisation as a basis for the formation of the corporate sector: foreign experience and Ukrainian realities. *Ekonomika budivnytstva i miskoho hospodarstva – Economics of civil engineering and municipal economy* 8, 4, 291-298. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ebimg_2012_8_4_6 [in Ukrainian]

11. Moshenskyi, S.Z. (2008). Stock market and institutional investment in Ukraine: the impact on investment security of the state: a monograph. Zhytomyr: Zhytomyr polytechnic state university [in Ukrainian]

12. Moshenskii, S.Z. (2010). Securities market. Transformation processes. Moscow: Ekonomika [in Russian]

13. Nazarchuk, M.I. (2009). Peculiarities of Ukrainian stock market formation in the first half of 90th of XX century. *Ekonomichnyi visnyk Donbasu – Economic Herald of the Donbass*, 3 (17), 91-107. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-formirovaniya-fondovogo-rynka-ukrainy-v-pervoy-polovine-90-h-godov-hh-veka> [in Russian]
14. Pashaver O.Y., Verkhovodova, L.T., Aheeva, K.M. (2006). Privatisation and re-privatisation in Ukraine after the “Orange” revolution. Kyiv: Milenium. URL: http://c-e-d.info/current_projects/Kniga_privat_dopLT_G.doc [in Ukrainian]
15. Rekunenکو, I.I. (2015). Periodization of the stock market development of Ukraine. *Visnyk Sumskoho derzhavnoho universytetu. Seriya: Ekonomika – Visnyk of Sumy State University. Economy series*, 1, 30-42. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VSU_ekon_2015_1_5 [in Ukrainian]
16. Roiko, I. (2016). Stock market in Ukraine: status and development priorities. Kyiv: Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman. URL: <https://kneu.edu.ua/userfiles/d-26.006.04/2016/Roiko.pdf> [in Ukrainian]
17. FTSE Equity Country Classification. URL: https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf
18. Koshovyi, O.H., Tertyshnyk, V.M., Sheludko, N.M., Anyfrieва, K.V., Belkin, L.M. (2019). Capital market abuse: economic and legal aspects. Dnipro: Lira [in Ukrainian]
19. Shyshkov, S.Ye. (2021). Equity market as economic and institutional phenomenon: Ukraine from the perspective of international reality. *Ekonomika Ukr. – Economy of Ukraine*, 3, 61-86. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.03.061> [in Ukrainian]

Received on 01.09.21 and updated on 13.09.21