

РІВЕНЬ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ ТА ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ УКРАЇНИ

LEVEL OF THE STOCK MARKET DEVELOPMENT AND INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF UKRAINE

У статті досліджено рівень розвитку фондового ринку та інвестиційна привабливість України на сучасному етапі. Наведено класифікацію фондових ринків країн світу, розроблену компанією MSCI, а також критерії, на основі яких побудована дана класифікація. Визначено, що з 2015 року фондовий ринок України належить до групи «окремих», тобто найменш розвинутих, фондових ринків. В статті проведено порівняльний аналіз складових доступності ринку для інвесторів в Україні, Польщі, Литві та Румунії, та визначено елементи ринку, які потребують поліпшення. Найвищі оцінки від інвесторів у 2019 році Україна отримала за відкритість ринку до іноземних інвесторів, тоді як оцінка легкості руху капіталу, ефективності операційного середовища та стабільності інституційного середовища залишається поки на низькому рівні. При цьому, враховуючи здійснені в 2019 році кроки з валютної лібералізації, в 2020 році Україна має високі шанси покращити оцінку іноземними інвесторами легкості руху капіталу в країні.

Ключові слова: фондовий ринок, рівень розвитку фондового ринку, інвестиційна привабливість, рівень економічного розвитку, розмір та ліквідність фондового ринку, доступність ринку, інфраструктура ринку.

В статті досліджено рівень розвитку фондового ринку та інвестиційна привабливість України на сучасному етапі.

Привабливість України на сучасному етапі. Представлена класифікація фондових ринків країн світу, розроблена компанією MSCI, а також критерії, на основі яких побудована дана класифікація. Визначено, що з 2015 року фондовий ринок України належить до групи «окремих», тобто найменш розвинутих, фондових ринків. В статті проведено порівняльний аналіз складових доступності ринку для інвесторів в Україні, Польщі, Литві та Румунії, та визначено елементи ринку, які потребують поліпшення. Найвищі оцінки від інвесторів у 2019 році Україна отримала за відкритість ринку до іноземних інвесторів, тоді як оцінка легкості руху капіталу, ефективності операційного середовища та стабільності інституційного середовища залишається поки на низькому рівні. При цьому, враховуючи здійснені в 2019 році кроки з валютної лібералізації, в 2020 році Україна має високі шанси покращити оцінку іноземними інвесторами легкості руху капіталу в країні.

Ключевые слова: фондовый рынок, уровень развития фондового рынка, инвестиционная привлекательность, уровень экономического развития, размер и ликвидность фондового рынка, доступность рынка, инфраструктура рынка.

УДК 336.76

<https://doi.org/10.32843/bses.50-51>

Смельянова Л.О.

к.е.н., доцент кафедри міжнародного економічного аналізу і фінансів
Львівський національний університет
імені Івана Франка

Yemelyanova Lidiya

Ivan Franko National University of Lviv

The article investigates the level of the stock market development and the investment attractiveness in Ukraine at the present stage. These two definitions are inextricably linked, because exactly level of the stock market development is one of the important guidelines for investors during process of choosing a country for making an investment. Financial analysts to determine the level of stock market development use Morgan Stanley Capital International's classification, in particular. In this article we present the MSCI stock markets classification, as well as the criteria of this classification. It was defined that since 2015 the stock market of Ukraine belongs to the group of "standalone", i.e. least developed, stock markets. The article provides a comparative analysis of market accessibility components for investors in Ukraine, Poland, Lithuania and Romania, there are identified market elements that need to be improved. The best results in market accessibility for foreign investors among the defined countries has Poland, slightly worse have Lithuania and Romania. According to the MSCI report, Ukraine needs to improve almost all components of the market accessibility. The highest ratings from investors in 2019 were received by Ukraine for openness to foreign ownership, while the rating of ease of capital movement, efficiency of the operational framework and stability of the institutional framework remains at the low level. However, it should be noted, that Ukraine slowly, but moves toward in the right direction, particularly in the context of operational framework changes. According to the analysis of the dynamics of the ease of doing business indicator during 2015-2020 overall and its components, in particular, we can make a conclusion, that there are certain positive changes in property registering, starting a business, disclosure of information and enforcing contracts in Ukraine. All listed above elements are critically important for assessment of the market accessibility for foreign investors. Taking in account, steps made in 2019 on currency liberalization, in 2020 Ukraine has a high chance to improve its rating of ease of capital movement by foreign investors.

Key words: stock market, level of the stock market development, investment attractiveness, level of the economic development, size and liquidity of the stock market, market accessibility, market infrastructure.

Постановка проблеми. Розвинутий фондовий ринок є важливим елементом ринкової економічної системи, який забезпечує акумулювання та перерозподіл вільних коштів між економічними суб'єктами з метою їх ефективного використання. Становлення фондового ринку України триває протягом усього періоду незалежності, проте й досі вітчизняний фондовий ринок залишається невеликим та низьколіквідним. В цьому контексті важливим є проведення постійного моніторингу стану фондового ринку, аналіз позитивних зрушень та виявлення проблемних аспектів функціонування вітчизняного фондового ринку з метою його подальшого вдосконалення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню особливостей розвитку і функціонування фондового ринку України присвячена низка праць вітчизняних економістів, серед яких варто відзначити, зокрема, праці В. Базиловича, І. Бланка, О. Мозгового, В. Шелудько, Л. Селіверстової, Ю. Коваленко, В. Корнєєва, З. Луцишин та В. Адаменка.

Постановка завдання. Метою написання статті є аналіз рівня розвитку фондового ринку та інвестиційної привабливості України на сучасному етапі, а також визначення складових вітчизняного ринку, які потребують реформування або ж удосконалення. В цьому контексті, на нашу

думку, важливо визначити місце фондового ринку України серед інших країн світу, використовуючи класифікацію MSCI, а також провести порівняння України з країнами Східної Європи та Балтії за складовими такого важливого критерію розподілу фондових ринків MSCI за рівнем розвитку, як доступність ринку для інвестора. Такий аналіз дасть можливість продемонструвати проблеми, з якими доводиться мати справу міжнародним інституційним інвесторам в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження.

Дослідження процесу інвестування на історичних прикладах показують, що успіх результатів здійснених інвестицій визначається переважно ефективністю прийнятих рішень щодо розміщення грошових коштів. В даному випадку важливим є вибір як конкретного об'єкту інвестування та галузі, так і країни. Одним з орієнтирів при виборі країни є відповідно рівень розвитку фондового ринку.

Для визначення рівня розвитку фондового ринку фінансові аналітики послуговуються, зокрема, класифікацією компанії Morgan Stanley Capital International (MSCI), згідно з якою фондові ринки країн світу розподіляються на: розвинуті (developed markets); фондові ринки, що формуються (emerging markets); «прикордонні» фондові ринки (frontier markets), а також всі інші або так звані «окремі» фондові ринки (standalone markets), тобто найменш розвинуті. Критеріями для поділу є: рівень економічного розвитку, роз-

мір та рівень ліквідності ринку, а також доступ до ринку (табл. 1).

Показник рівня економічного розвитку використовується лише для визначення розвинутих ринків. Критерії розміру та ліквідності містять відповідно вимоги щодо мінімальних значень виокремлених показників. Критерій доступності ринку відображає досвід міжнародних інституційних інвесторів щодо інвестицій на даному ринку і складається з п'яти компонентів: відкритість до іноземних інвесторів, легкість притоку/відтоку капіталу, ефективність операційного середовища, доступність інвестиційних інструментів та стабільність інституційного середовища (табл. 1).

Відповідно до класифікації MSCI станом на 2019 рік до групи розвинутих потрапили фондові ринки 23 країн світу, зокрема, США, Канади, Сінгапуру, Нової Зеландії, Гонконгу, Австралії, Японії, Німеччини, Великобританії, Франції, Австрії, Швейцарії, Данії, Фінляндії. До групи країн з фондовим ринком, що формується належить 27 країн світу, зокрема, Аргентина, Бразилія, Чилі, Чехія, Єгипет, Угорщина, Польща, Росія, Туреччина, Китай, Індія, Індонезія, Корея. До групи країн з «прикордонним» фондовим ринком потрапила 21 країна, зокрема, Хорватія, Естонія, Литва, Казахстан, Румунія, Сербія, Словенія, Кенія, Нігерія, Бахрейн, Кувейт, Бангладеш, Шрі-Ланка, В'єтнам [1].

Для того, щоб зрозуміти, наскільки та за якими параметрами рівень розвитку фондового ринку

Таблиця 1

Критерії розподілу фондових ринків за рівнем розвитку згідно класифікації MSCI

Критерії	«Прикордонні» ринки	Ринки, що формуються	Розвинуті ринки
<i>А. Рівень економічного розвитку</i>			
A.1. Сталість економічного розвитку	не вимагається	не вимагається	країни, ВНД на душу населення яких на 25% вищий за порогове значення СБ для країн з високим рівнем доходу протягом останніх 3-х років поспіль
<i>Б. Вимоги до розміру та ліквідності:</i>			
Б.1. Кількість компаній, що відповідають стандартним критеріям:	2	3	5
• Розмір компанії (повна ринкова капіталізація)**	776 млн. дол. США	1551 млн. дол. США	3102 млн. дол. США
• Капіталізація акцій компанії у вільному обігу**	61 млн. дол. США	776 млн. дол. США	1551 млн. дол. США
• Розмір ліквідності	2,5% ATVR***	15% ATVR***	20% ATVR***
<i>В. Критерії доступності ринку:</i>			
V.1. Відкритість до іноземних інвесторів	принаймі певна	істотна	дуже висока
V.2. Легкість притоку/відтоку капіталу	принаймі часткова	істотна	дуже висока
V.3. Ефективність операційного середовища	помірна	добра та перевірена	дуже висока
V.4. Доступність інвестиційних інструментів	висока	висока	необмежена
V.5. Стабільність інституційного середовища	помірна	помірна	дуже висока

Примітка: * – за даними Світового банку порогове значення ВНД на душу населення для країн з високим рівнем доходу у 2019 році складало 12 375 дол. США (за т. зв. «методом Атласу»). ** – мінімальне значення станом на травень 2019 року. *** – ATVR (Annualized traded value ratio) – середня вартість акцій, що торгуються щодня у відсотках від ринкової капіталізації акцій.

Джерело: [2, с. 2]

та інвестиційна привабливість України є нижчими від, зокрема, таких близьких до нас географічно та історично країн, як Польщі, Литви та Румунії, проаналізуємо складові доступності ринку цих країн для інвесторів (табл. 2).

Не дивно, що рівень розвитку фондового ринку України не відповідає навіть мінімальним критеріям приналежності до «прикордонних» фондових ринків. Як видно з таблиці 2, майже за всіма параметрами відкритості до іноземних інвесторів в Україні немає жодних проблем, чого не можна, на жаль, сказати про інші складові доступності ринку.

Починаючи з 18 грудня 2007 року компанія MSCI розраховує для України MSCI Ukraine Index. В серпні 2015 року MSCI Ukraine Index був вилучений з групи «прикордонних» та потрапив до групи «окремих» фондових індексів [1]. Причиною вилучення стало запровадження НБУ обмежень для іноземних інвесторів на репатріацію коштів, отриманих від продажу цінних паперів, випущених українськими суб'єктами господарювання, та дивідендів. Однією з вимог приналежності фондового ринку країни до «прикордонних» ринків, на думку компанії MSCI, є забезпечення принаймні часткового транскордонного руху капіталу [4, с. 1]. Зі складу MSCI Frontier Markets Index в серпні 2015 року були виключені акції АТ «Мотор Січ» та ПАТ «Укрнафта» [5], а зі складу MSCI Frontier Markets Small Cap Index відповідно акції

ПАТ «Центренерго» [6]. Станом на 2020 рік MSCI розраховує MSCI Ukraine Index, який створений для вимірювання ефективності компаній з високою та середньою капіталізацією. Складовими MSCI Ukraine Index є дані двох компаній: Кернел та МХП (Миронівського хлібпродукту) [7].

Показник легкості руху капіталу в Україні станом на червень 2019 року є таким, що потребує поліпшення, тоді як в Польщі, Литві та Румунії за оцінкою MSCI з цією складовою доступності ринку немає жодних проблем (табл. 2). Проте, слід зазначити, що при перегляді індексу у 2020 році в Україні є всі шанси отримати вищу оцінку від MSCI за складовою легкості руху капіталу. З 10 липня 2019 року бізнес з іноземним капіталом більше не обмежується лімітом на перерахування дивідендів за кордон або на рахунки нерезидентів в Україні в розмірі 12 млн. євро на місце для однієї юридичної особи [8]. У вересні 2019 року у межах валютної лібералізації та з метою поліпшення інвестиційного клімату НБУ скасував також щомісячний ліміт в обсязі 5 млн. євро на репатріацію коштів від продажу цінних паперів, корпоративних прав, а також коштів, отриманих унаслідок зменшення статутних капіталів юридичних осіб, виходу з господарських товариств іноземними інвесторами. НБУ розширив також перелік дозволених операцій за рахунками нерезидентів, зокрема, дозволив зарахування коштів в гривнях,

Таблиця 2

Складові доступності ринку України для інвестора за класифікацією MSCI станом на 2019 рік

Складові	Україна	Польща	Литва	Румунія
<i>1. Відкритість до іноземних інвесторів</i>				
1.1. Кваліфікаційні вимоги	++	++	++	++
1.2. Ліміти для іноземної власності	++	++	++	++
1.3. Простір для іноземних інвесторів	++	++	++	++
1.4. Рівні права для іноземних інвесторів	+	+	++	+
<i>2. Легкість притоку/відтоку капіталу</i>				
1.1. Рівень обмежень на рух капіталу	-/?	++	++	++
1.2. Рівень лібералізації валютного ринку	-/?	++	++	++
<i>3. Ефективність операційного середовища</i>				
3.1. Вхід на ринок: • Реєстрація інвестора та інвестиційного рахунку	-/?	++	++	++
3.2. Організація ринку: • Регулювання ринку • Доступність інформації	-/? -/?	+ +	++ ++	++ ++
3.3. Інфраструктура ринку: • Кліринг та розрахунки • Інститут номінального утримувача • Реєстр/депозитарій • Торгівля • Можливість трансферу • Кредитування акціями • Короткий продаж	-/? -/? + -/? + -/? -/?	+ ++ + ++ + + +	++ ++ ++ ++ ++ -/? -/?	+ ++ ++ ++ + -/? -/?
4. Доступність інвестиційних інструментів*		++	++	++
5. Стабільність інституційного середовища	-/?	++	+	+

Примітка: «+++» - жодних проблем; «++» – відсутні основні проблеми, можливі поліпшення; «-/?» – потрібні поліпшення/ступінь оцінки; * – ця складова для деяких «прикордонних» та «окремих» ринків й досі оцінюється.

Джерело: складено автором на основі [3]

отриманих в якості дивідендів, процентних виплат за цінними паперами на поточні рахунки фізичних осіб – нерезидентів. Ці дії НБУ підвищують гнучкість нерезидентів у керуванні власними коштами як в іноземній валюті, так і в гривні. Відтак, спрощення процедури повернення іноземних інвестицій повинно посприяти також подальшому зростанню їх залучення в українську економіку [9].

Третьою важливою складовою доступності ринку є ефективність операційного середовища (табл. 2). Іноземні інвестори негативно оцінюють такі параметри ефективності операційного середовища в Україні, як вхід на ринок, організація ринку та більшість складових інфраструктури ринку.

Розглядаючи параметр входу на ринок, паралельно варто звернути увагу на показник легкості ведення бізнесу, що розраховує Світовий банк. В 2019 році в Україні прослідковується певне покращення показника легкості ведення бізнесу (зростання з 69,1 у звіті «Ведення бізнесу» за 2019 рік до 70,2 у звіті 2020 року, що сформований 1-го травня 2019 року). Позитивні зміни відбулися, зокрема, з реєстрацією власності, цей показник зріс з 70 у звіті 2019 року до 71,3 у звіті 2020 року. Зростання показника відбулося, зокрема, завдяки поліпшенню таких складових реєстрації власності, як «прозорість» інформації (індекс зріс з 3 до 3,5 при максимумі в 6), механізми вирішення земельних спорів (індекс зріс з 6,5 до 7,5 при максимумі у 8), якість системи управління земельними ресурсами (зростання індексу з 14,5 до 16 при максимумі в 30). Слід зазначити, що це перші позитивні зрушення цих складових, починаючи з 2016 року. Час на реєстрацію власності в Україні за 2015–2020 роки зменшився з 27 до 15 днів. Час на реєстрацію підприємств за 2015–2017 роки скоротився з 22 до 6,5 днів, такий показник характерний і для звіту за 2020 рік. Поліпшення у звіті 2020 року продемонстрував також такий важливий показник легкості ведення бізнесу, як захист меншитарних акціонерів (показник зріс з 66 у 2019 році до 68 у 2020 році), зокрема, такі його складові, як індекс рівня розголошення інформації (зріс з 8 до 9 при максимумі в 10) та індекс рівня захисту меншитарних акціонерів (зріс з 33 до 34 при максимумі в 50). Не менш важливою складовою ведення бізнесу є показник забезпечення виконання контрактів, який протягом 2016–2019 років зріс в Україні з 57,1 до 63,6, при цьому у звіті за 2020 рік рівень цього показника залишається незмінним. Таке поліпшення показника забезпечення виконання контрактів було досягнуто завдяки позитивним зрушенням в якості системи судочинства і структурі судової системи та судових процедур. Так, зокрема, індекс якості системи судочинства зріс з 8 у 2016 році до 11,5 (при максимумі у 18) у 2019 році, залишивсь без змін у звіті за 2020 рік. Індекс структури судової системи та судових про-

цедур зріс з 3,5 в 2016 році до 5 (що становить максимум) у 2019 році [10].

Відповідно до аналізу динаміки показника легкості ведення бізнесу протягом 2015–2020 років загалом та, наведених вище, його складових, зокрема, можна зробити висновок щодо наявності в Україні певних позитивних зрушень у реєстрації власності, реєстрації підприємств, доступності інформації та забезпеченні виконання контрактів, що так чи інакше впливає на оцінку інвесторами доступності ринку (табл. 2). Попри це, величина цих зрушень досі недостатня для отримання Україною вищої оцінки MSCI за такими параметрами, як вхід на ринок.

Параметр організації ринку містить дві складові: регулювання ринку та доступність інформації (табл. 2). Оцінка за складовою регулювання ринку напряму залежить від рівня розвитку нормативно-правової бази, що регулює фінансовий ринок, діяльність фондових бірж та інших суб'єктів фінансового ринку. Важливе значення при цьому мають простота доступу, зокрема, англійською мовою, та відсутність двозначності. На кінцеву оцінку за складовою доступності інформації впливає наявність своєчасного розкриття інформації про фондовий ринок, зокрема, біржові повідомлення, корпоративні новини, інформація щодо дивідендів та частки акцій у вільному продажу [2, с. 4]. Як бачимо з таблиці 2, за якістю цих складових доступності ринку Україна поступається як Польщі, в якій відсутні основні проблеми за цими показниками, але необхідні певні поліпшення, так і Литві та Румунії, в яких немає жодних проблем з регулюванням ринку та розкриттям інформації.

Наступним параметром ефективності операційного середовища є інфраструктура ринку (табл. 2). Складовими інфраструктури ринку України, які потребують поліпшення, є кліринг та розрахунки, інститут номінального утримувача, торгівля, кредитування акціями та короткий продаж, де що кращою є ситуація з функціонуванням депозитарію та можливістю трансферу (табл. 2).

Якість системи клірингу та розрахунків оцінюється в залежності від рівня її відповідності принципам Банку міжнародних розрахунків (БМР). Серед іншого, важливими аспектами цієї системи є постачання проти оплати, а також можливість використання овердрафту [2, с. 4]. В 2013 році в Україні на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів було створено Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. Виключною компетенцією центру є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати». Крім цього, центр забезпечує виплату доходу за цінними паперами, номінальної вартості при погашенні цінних паперів та при здійсненні емітентом інших корпоративних

операцій, у тому числі за тими цінними паперами, що розміщені та обертаються за межами України. Розрахунковий центр володіє банківською ліцензією на право надання банківських послуг, генеральною валютною ліцензією та ліцензією на проведення клірингової діяльності [11]. Незважаючи на певні зрушення у реформуванні розрахунково-клірингової системи в Україні, ця складова інфраструктури ринку, на думку інвесторів, потребує значного поліпшення. Вивчення проблемних аспектів клірингу та розрахунків в Україні на сучасному етапі стане об'єктом окремих досліджень.

Для позитивної оцінки за складовою інститут номінального утримувача важливими аспектами є: рівень конкуренції серед місцевих банків-зберігачів, наявність світових банків-зберігачів, а також наявність ефективного механізму, який би перешкодив брокерам мати необмежений доступ до рахунків інвестора та гарантував би збереження активів [2, с. 4]. В цьому контексті слід відзначити, що влітку 2018 року було прийнято Закон України № 6141 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо сприяння залученню іноземних інвестицій». Головною метою цього закону і є введення в українське правове поле інституту номінального утримувача, якого досі не існувало. Наявність такого інституту зменшить обсяг операційних витрат і ризиків для великих іноземних інвесторів та підвищить, відповідно, рівень привабливості українського фондового ринку [12]. Закон вступив в силу в листопаді 2018 року та надав право іноземним фінансовим установам (номінальним утримувачам) відкривати рахунок у цінних паперах в депозитарних установах України на підставі відповідного договору. Одночасно номінальні утримувачі зможуть відкривати у себе рахунки для нерезидентів – власників цінних паперів. Це зменшить кількість формальностей, оскільки для нерезидентів-інвесторів усувається необхідність особисто укладати договори з українськими депозитарними установами. Крім того, для нерезидентів-інвесторів скасовується необхідність бути присутніми при проходженні процедур відкриття рахунків у цінних паперах та особистої ідентифікації в Україні [13]. Вплив зазначених нововведень, скоріше за все, вже незабаром знайде своє позитивне відображення в оцінках інвесторами інфраструктури ринку України.

Наступною важливою складовою інфраструктури ринку є «реєстр/депозитарій» (табл. 2), яка передбачає наявність у країні добре функціонуючого центрального реєстру чи незалежних реєстраторів та центрального депозитарію [2, с. 4]. Якість цієї складової інфраструктури ринку України знаходиться на рівні Польщі та дещо поступається Литві та Румунії (табл. 2). На вітчизняному ринку відсутні основні проблеми з реєстрами та депозитаріями, проте можливі певні поліпшення.

Значного поліпшення в Україні потребує складова інфраструктури ринку під назвою «торгівля», яка передбачає наявність високого рівня конкуренції між брокерами, що забезпечують високу якість послуг [2, с. 4]. За цією складовою як Польща, так і Литва та Румунія демонструють найвищі показники в оцінці (табл. 2). Порівнюючи рівень конкуренції між брокерами на різних торговельних майданчиках України станом на лютий 2020 року, слід відзначити, що на Українській біржі (УБ) нараховується 71 член [14], на фондовій біржі ПФТС – 61 [15], на фондовій біржі Перспектива – 71 [16], на УМВБ – 37 [17], на УФБ – 23 [18], на фондовій біржі ІННЕКС – 20 [19]. Відповідно найбільш конкурентними за кількістю брокерів є майданчики Української біржі та фондової біржі Перспектива. Для порівняння – членами Варшавської фондової біржі станом на 2020 рік є 52 компанії, що мають ліцензію на проведення торгівлі [20]. Відповідно, можемо зробити висновок про важливість не лише кількості, але й якості брокерських послуг для іноземного інвестора.

Наступною складовою інфраструктури ринку є можливість трансферу, під якою мається на увазі можливість здійснення трансакцій поза біржею, а також так званих «натуральних» трансакцій [2, с. 4]. Такі операції використовуються інвестором з метою уникнення зайвого продажу-купівлі цінних паперів певної компанії в тому випадку, коли інвестор хоче змінити брокера. Головною умовою в цьому випадку є наявність можливості проведення операцій з цінними паперами певної компанії в обох брокерів. За цим показником Україна перебуває на рівні з Польщею та Румунією (табл. 2).

Характерною особливістю розвинутих фондових ринків є наявність можливості здійснення короткого продажу акцій та відповідно кредитування акціями. Основні проблеми за цією складовою інфраструктури ринку подолані лише в Польщі, тоді як в Україні, Литві та Румунії за оцінками інвесторів відсутні правове середовище та ефективний механізм, які б дозволили використовувати кредитування акціями та короткий продаж на фондовому ринку (табл. 2).

Важливою складовою доступності ринку відповідно до класифікації MSCI є доступність інвестиційних інструментів (табл. 2), під якою мається на увазі наявність обмежень щодо доступу до біржової інформації, даних та продуктів, що перешкоджає створенню інвестицій [2, с. 4]. На жаль, для України цей параметр доступності ринку й досі оцінюється (табл. 2).

П'ятою складовою доступності ринку для інвестора є стабільність інституційного середовища, зокрема, забезпечення верховенства права та стабільність ринкової економічної системи [2, с. 4]. Найбільш стабільним інституційне середовище є в Польщі, в Литві та Румунії ситуація дещо гірша, тоді як в Україні оцінка якості інституційного

середовища є найнижчою (табл. 2). Така оцінка є повністю закономірною. За даними Світового банку індекс верховенства права, що є складовою індексу якості державного управління, в Польщі у 2018 році становив 75, в Литві – 85,1, в Румунії – 71,15, тоді як в Україні лише 32,69 [21].

Висновки з проведеного дослідження. Підсумовуючи викладений вище матеріал, варто зазначити, що рівень розвитку фондового ринку та інвестиційна привабливість України знаходяться на даний час на досить низькому рівні. Серед складових доступності ринку для інвесторів відповідно до класифікації MSCI найвищі оцінки у 2019 році Україна отримала за відкритість до іноземних інвесторів. Такі складові доступності ринку, як легкість притоку/відтоку капіталу, ефективність операційного середовища та стабільність інституційного середовища отримали переважно низькі оцінки. Проте, слід відзначити, що Україна, хоча й повільно, але рухається в правильному напрямку, зокрема, в контексті змін в операційному середовищі. Враховуючи кроки НБУ, проведені щодо валютної лібералізації у 2019 році, вже у 2020 році Україна має всі шанси покращити рівень оцінки іноземними інвесторами складової легкості руху капіталу.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Market classification. Morgan Stanley Capital International. URL: <https://www.msci.com/market-classification> (дата звернення: 21.02.2020).
2. MSCI Market Classification Framework 2019. Morgan Stanley Capital International. URL: <https://www.msci.com/market-classification> (дата звернення: 21.02.2020).
3. MSCI Global Market Accessibility Review 2019. Morgan Stanley Capital International. URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Accessibility_Review_Country_Comparison_2019.pdf/142b5a29-e385-2922-4f79-8d6f4a04a467 (дата звернення: 21.02.2020).
4. Consultation: Reclassification of MSCI Ukraine Index. MSCI Press Release 2015. Morgan Stanley Capital International. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/5e1f38fd-2da5-45b1-8a63-be8c62adabaf> (дата звернення: 21.02.2020).
5. MSCI Frontier Markets Indexes. Morgan Stanley Capital International. URL: https://www.msci.com/eqb/fm/MSCI_Aug15_FM_PublicList.pdf (дата звернення: 21.02.2020).
6. MSCI Frontier Markets Small Cap Indexes. Morgan Stanley Capital International. URL: https://www.msci.com/eqb/fm/MSCI_Aug15_FM_SC_PublicList.pdf (дата звернення: 21.02.2020).
7. MSCI Ukraine Index. Morgan Stanley Capital International. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/221f7a91-629a-4c2a-9efb-59614f8166f2> (дата звернення: 23.02.2020).
8. Ліміт на репатріацію дивідендів остаточно скасовано. Національний банк України. 2019. 19 липня.

URL: <https://bank.gov.ua/news/all/limit-na-repatriatsiyu-dividendiv-ostatochno-skasovano-7914> (дата звернення: 23.02.2020).

9. Іноземні інвестори зможуть репатріювати кошти від продажу цінних паперів і корпоративних прав без лімітів. Національний банк України. 2019. 9 вересня. URL: <https://www.bank.gov.ua/news/all/inozemni-investori-zmojut-repatriyuvati-koshti-vid-prodaju-tsinnih-papiriv-i-korporativnih-prav-bez-limitiv> (дата звернення: 23.02.2020).

10. Doing Business: Historical Data Sets and Trends Data. URL: <https://www.doingbusiness.org/en/custom-query> (дата звернення: 23.02.2020).

11. Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. URL: <https://settlement.com.ua/pro-bank/> (дата звернення: 24.02.2020).

12. Міндаугас Б. Довірена особа для інвестора: чому Україні потрібен інститут номінального утримувача. *Європейська правда*. 2018. 3 вересня. URL: <https://www.eurointegration.com.ua/experts/2018/09/3/7086287/> (дата звернення: 24.02.2020).

13. Руденко О. Законодавчі «зради» й «перемоги» у бізнес-сфері. *Економічна правда*. 2019. 24 травня. URL: <https://www.epravda.com.ua/rus/columns/2019/05/24/648030/> (дата звернення: 24.02.2020).

14. Члени біржі. Українська біржа. URL: <http://www.ix.ua/ua/members.aspx> (дата звернення: 24.02.2020).

15. Члени біржі. ПФТС. – URL: <https://pfts.ua/for-investors/members-of-stock> (дата звернення: 24.02.2020).

16. Члени біржі. Фондова біржа Перспектива. URL: <http://fbp.com.ua/Trade/ReestrChlenov.aspx> (дата звернення: 24.02.2020).

17. Перелік членів біржі. Українська міжбанківська валютна біржа. – URL: <https://infodisclosure.uice.com.ua/TrpList.aspx> (дата звернення: 24.02.2020).

18. Перелік членів біржі. Українська фондова біржа. URL: <https://ukrse.com.ua/chlenstvo-na-ufb/perelik-chleniv-ufb> (дата звернення: 24.02.2020).

19. Перелік членів біржі. Фондова біржа ІННЕКС. URL: http://www.innex-group.com/index.php?option=com_content&task=view&id=29&Itemid=116 (дата звернення: 24.02.2020).

20. List of Exchange Members. Warsaw Stock Exchange. URL: <https://www.gpw.pl/list-of-exchange-members> (дата звернення: 24.02.2020).

21. World Governance Indicators 2019. World Bank. URL: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/> (дата звернення: 26.02.2020).

REFERENCES:

1. Morgan Stanley Capital International (2019). Market classification. Available at: <https://www.msci.com/market-classification> (accessed 21 February 2020).
2. Morgan Stanley Capital International (2019). MSCI Market Classification Framework 2019. Available at: <https://www.msci.com/market-classification> (accessed 21 February 2020).
3. Morgan Stanley Capital International (2019). MSCI GlobalMarketAccessibilityReview2019. Available at: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Accessibility_Review_Country_Comparison_2019.pdf/142b5a29-e385-2922-4f79-8d6f4a04a467 (accessed 21 February 2020).

4. Morgan Stanley Capital International (2015). Consultation: Reclassification of MSCI Ukraine Index. MSCI Press Release 2015. Available at: <https://www.msci.com/documents/10199/5e1f38fd-2da5-45b1-8a63-be8c62ad-abaf> (accessed 21 February 2020).
5. Morgan Stanley Capital International (2015). MSCI Frontier Markets Indexes. Available at: https://www.msci.com/eqb/fm/MSCI_Aug15_FM_PublicList.pdf (accessed 21 February 2020).
6. Morgan Stanley Capital International (2015). MSCI Frontier Markets Small Cap Indexes. Available at: https://www.msci.com/eqb/fm/MSCI_Aug15_FM_SC_PublicList.pdf (accessed 21 February 2020).
7. Morgan Stanley Capital International (2020). MSCI Ukraine Index. Available at: <https://www.msci.com/documents/10199/221f7a91-629a-4c2a-9efb-59614f8166f2> (accessed 23 February 2020).
8. Natsionalnyi bank Ukrainy (2019). Limit na repatriatsiiu dyvidendiv ostatochno skasovano. [The dividend repatriation limit has been finally abolished]. (*July 19, 2019*). Available at: <https://bank.gov.ua/news/all/limit-na-repatriatsiyu-dividendiv-ostatochno-skasovano-7914> (accessed 23 February 2020).
9. Natsionalnyi bank Ukrainy (2019). Inozemni investory zmozhut repatriuvaty koshty vid prodazhu tsinnykh paperiv i korporatyvnykh prav bez limitiv. [Foreign investors can repatriate funds from the sale of securities and corporate rights without limits]. (*September 9, 2019*). Available at: <https://www.bank.gov.ua/news/all/inozemni-investori-zmojut-repatriyuvati-koshti-vid-prodaju-tsinnih-paperiv-i-korporativnih-prav-bez-limitiv> (accessed 23 February 2020).
10. Doing Business (2020). Historical Data Sets and Trends Data. Available at: <https://www.doingbusiness.org/en/custom-query> (accessed 23 February 2020).
11. Rozrakhunkovyi tsentr z obsluhovuvannia dohovoriv na finansovykh rynkakh (2020). Available at: <https://settlement.com.ua/pro-bank/> (accessed 24 February 2020).
12. Mindauhas B. (2018). Dovirena osoba dlia investora: chomu Ukraini potriben instytut nominalnoho utrymuvacha. [Confident for investor: why Ukraine needs a custody]. *Yevropeiska pravda*. (*September 3, 2018*). Available at: <https://www.eurointegration.com.ua/experts/2018/09/3/7086287/> (accessed 24 February 2020).
13. Rudenko O. (2019). Zakonodavchi «zrady» y «peremohy» u biznes-sferi. [Legislative “betrayals” and “victories” in the business sphere]. *Ekonomichna pravda*. (*May 24, 2019*). Available at: <https://www.epravda.com.ua/rus/columns/2019/05/24/648030/> (accessed 24 February 2020).
14. Ukrainska birzha (2020). Chleny birzhi [Exchange Members]. Available at: <http://www.ux.ua/ua/members.aspx> (accessed 24 February 2020).
15. PFTS (2020). Chleny birzhi [Exchange Members]. Available at: <https://pfts.ua/for-investors/members-of-stock> (accessed 24 February 2020).
16. Fondova birzha Perspektyva (2020). Chleny birzhi [Exchange Members]. Available at: <http://fbp.com.ua/Trade/ReestrChlenov.aspx> (accessed 24 February 2020).
17. Ukrainska mizhbankivska valiutna birzha (2020). Perelik chleniv birzhi. [List of Exchange Members]. Available at: <https://infodisclosure.uice.com.ua/TcpList.aspx> (accessed 24 February 2020).
18. Ukrainska fondova birzha (2020). Perelik chleniv birzhi. [List of Exchange Members]. Available at: <https://ukrse.com.ua/chlenstvo-na-ufb/perelik-chleniv-ufb> (accessed 24 February 2020).
19. Fondova birzha INNEKS (2020). Perelik chleniv birzhi. [List of Exchange Members]. Available at: http://www.innex-group.com/index.php?option=com_content&task=view&id=29&Itemid=116 (accessed 24 February 2020).
20. Warsaw Stock Exchange (2020). List of Exchange Members. Available at: <https://www.gpw.pl/list-of-exchange-members> (accessed 24 February 2020).
21. World Bank (2019). World Governance Indicators 2019. Available at: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/> (accessed 26 February 2020).