

ОСОБЛИВОСТІ ІНТЕГРАЦІЇ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ У СВІТОВИЙ ФОНДОВИЙ РИНОК

©2021 ШУБА О. А.

УДК 336.761
JEL: F69; G11; G12

Шуба О. А. Особливості інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок

Метою статті є дослідження сучасного стану та особливостей інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок. У статті проаналізовано сучасний стан фондового ринку України. Визначено, що відповідно до критерію «капіталізація фондового ринку/ВВП» фондовий ринок України можна охарактеризувати як недооцінений і такий, що має потенціал до зростання. Відзначено тенденцію щодо зменшення кількості професійних учасників фондового ринку та поступову консолідацію торгівлі цінними паперами на двох фондових біржах: «ПФТС» і «Перспектива». Більшість операцій на фондовому ринку України відбувається на вторинному ринку. Визнано, що фондовий ринок у нашій країні практично не використовується підприємствами-емітентами для залучення фінансових ресурсів. Серед емітентів більша частина представлена так званими «блакитними фішками». Серед існуючих проблем фондового ринку України відзначено низьку ліквідність цінних паперів, яка залишається такою за рахунок інсайдерського характеру фондового ринку. Крім того, має місце і таке явище, як маніпулювання цінами. Але, незважаючи на існуючі проблеми, процес інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок продовжується. Так, долучаючись до процесу віртуалізації світової фінансової системи, в Україні поступово переносяться операції в цифрове середовище, швидко впроваджуються інформаційні технології в операції фондових бірж. У прийнятому у 2021 р. Законі України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» ураховано вимоги сучасного світового фондового ринку, які пов'язані з трансформацією існуючих форм цінних паперів і виникненням нових їх видів. Цим законом передбачено побудову в Україні нової фінансової інфраструктури. Зроблено висновок, що провідна роль в процесі інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок належить державі, яка, стимулюючи розвиток національного фондового ринку та налагоджуючи співпрацю з міжнародними організаціями, які діють у цій сфері, регулює цей процес.

Ключові слова: капіталізація фондового ринку, акції, облігації, біржові контракти, інтеграція.

DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2021-4-183-189>

Рис.: 4. **Табл.:** 5. **Бібл.:** 8.

Шуба Олена Артурівна – кандидат географічних наук, доцент, доцент кафедри міжнародної економіки та світового господарства, Харківський національний університет ім. В. Н. Каразіна (майдан Свободи, 4, Харків, 61022, Україна)

E-mail: Shuba_E@ukr.net

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6186-6700>

UDC 336.761
JEL: F69; G11; G12

Shuba O. A. Features of Ukraine's Stock Market Integration Into the World Stock Market

The article is aimed at examining the current state and peculiarities of integration of Ukraine's stock market into the world stock market. The article analyzes the current state of the stock market of Ukraine. It is defined that according to the criterion of «capitalization of the stock market/GDP», Ukraine's stock market can be characterized as underestimated and having the potential for growth. The tendency to reduce the number of professional stock market participants and the gradual consolidation of securities trading in two stock exchanges was noted: «PFTS» and «Perspektyva». Most operations in Ukraine's stock market take place in the secondary market. It is recognized that the stock market in our country is practically not used by issuing enterprises to attract financial resources. As for the issuers, most of them are represented by the so-called «blue chips». Among the extant problems of Ukraine's stock market, low liquidity of securities was noted, which remains so due to the insider nature of the stock market. In addition, the phenomenon of price manipulation is present. But, despite the existing problems, the process of integration of the Ukrainian stock market into the world stock market continues. Thus, joining the process of virtualization of the world financial system, operations in the digital environment are gradually being transferred in Ukraine and information technologies are quickly introduced into the operations of stock exchanges. The Law of Ukraine «On Amendments to Certain Legislative Acts of Ukraine on Simplifying Investment Attraction and Introduction of New Financial Instruments» adopted in 2021 took into account the requirements of the modern world stock market related to the transformation of existing forms of securities and the emergence of their new types. This law provides for the construction of a new financial infrastructure in Ukraine. It is concluded that the leading role in the process of integration of Ukraine's stock market into the world stock market belongs to the State, which, stimulating the development of the national stock market and establishing cooperation with international organizations operating in this sphere, regulates this process.

Keywords: capitalization of the stock market, stocks, bonds, exchange contracts, integration.

Fig.: 4. **Tabl.:** 5. **Bibl.:** 8.

Shuba Olena A. – PhD (Geography), Associate Professor, Associate Professor of the Department of International Economics and World Economy, V. N. Karazin Kharkiv National University (4 Svobody Square, Kharkiv, 61022, Ukraine)

E-mail: Shuba_E@ukr.net

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6186-6700>

Сучасний світовий фондовий ринок характеризується структурними зрушеннями, які відбуваються внаслідок зменшення участі банківського сектора в механізмі перерозподілу фінансових ресурсів. Результатом цієї тенденції стало зростання інвестиційної діяльності, у тому числі зростання

емісій цінних паперів, особливо звичайних акцій, що супроводжується поступовою уніфікацією стандартів діяльності національних фондових ринків. На світовому фондовому ринку вдосконалюються автоматизовані системи (формується Всесвітня мережа телекомунікацій); модифікуються класичні фінансові

інструменти та створюються нові їх види; продовжується процес інтеграції національних фондових ринків, до якого долучилась і наша країна.

Ступінь вивченості питання стосовно інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок можна охарактеризувати як достатньо високий. Так, вітчизняний дослідник Безвух С. В. розглядає сучасний стан, тенденції, проблеми фондового ринку України та заходи щодо їх вирішення [1]. Безручко Ю. В. зі співавторами проводить порівняльний аналіз правового регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та в Україні [2]. Глазова А. Б. досліджує особливості віртуалізації світового фондового ринку [3]. Разом із тим, деякі особливості процесу інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок потребують подальшого дослідження.

Метою статті є визначення особливостей інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок.

Сучасний фондовий ринок України вже кілька десятиліть знаходиться на етапі становлення, а реальний сектор економіки, на жаль, практично не використовує можливості фондового ринку для залучення інвестиційних ресурсів, про що свідчать дані *табл. 1*.

Станом на 31.12.2020 р. ліцензії на провадження діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів України мали такі фондові біржі: АТ «Українська біржа»; АТ «Фондова біржа «ПФТС»»; ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива»»; ПрАТ «Українська фондова біржа» [2].

З 2016 р. відбувається поступова консолідація торгівлі цінними паперами на двох фондових біржах: «ПФТС» і «Перспектива», на яких у 2020 р. було укладено 98,7% вартості всіх біржових контрактів (*табл. 3*).

Як видно з *табл. 3*, більшість операцій за досліджуваний період відбулася на двох фондових біржах: «ПФТС» і «Перспектива».

За досліджуваний період найбільший обсяг торгів серед всіх фінансових інструментів відбувся у 2019 р. (*табл. 4*).

Присутність на фондовому ринку України акцій іноземних емітентів поступово зменшувалася (*рис. 2*).

Максимальна присутність акцій іноземних емітентів відзначається у 2014 р., а зовсім не було операцій – у 2018 р. Облігації іноземних держав у найбільших обсягах були на фондовому ринку у 2017 р., а жодної операції не було, як і акцій іноземних емітентів, – у 2018 р.

Таблиця 1

Обсяг і кількість зареєстрованих випусків акцій в Україні протягом 2014–2020 рр. [4]

Рік	ВВП України, млн грн	Обсяг випуску акцій, млн грн	У % до ВВП	Кількість випусків
2014	1 586 915	145205,33	9,15	дані відсутні
2015	1 988 544	128554,79	6,46	дані відсутні
2016	2 383 182	209361,94	8,78	128
2017	2 908 233	324844,24	11,16	118
2018	3 558 706	22263,97	0,63	93
2019	3 974 564	63539,38	1,6	78
2020	4 133 065	24240,96	0,58	55

Найбільша кількість емісій акцій за досліджуваний період відбулась у 2016 р. – 128 емісій (*рис. 1*). Беручи до уваги, що загальна кількість акціонерних товариств в Україні на той час складала близько 16 000, лише 0,8% компаній емітували акції. Впродовж 2020 р. було проведено 55 випусків емісій.

Емісія облігацій порівняно з емісією акцій виглядає дещо іншою: за досліджуваний період кількість емісій облігацій була більшою, ніж акцій (*табл. 2*).

Стосовно інфраструктури фондового ринку, варто відзначити, що в Україні, згідно з даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), існує тенденція щодо зменшення кількості професійних учасників, що пов'язано з підвищення вимог регулятора до їх діяльності.

Таким чином, посилення інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок поки ще не відбувається.

Разом із тим, є і позитивні зміни. Так, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку допустила до обігу в Україні акції деяких іноземних компаній – Facebook, Tesla, Netflix, Microsoft Corporation, Visa та AMD [4].

Усі досліджувані роки показують, що більшість операцій з цінними паперами відбувається на вторинному ринку. З *табл. 5* видно, що протягом досліджуваного періоду обсяги біржових контрактів на вторинному ринку переважали.

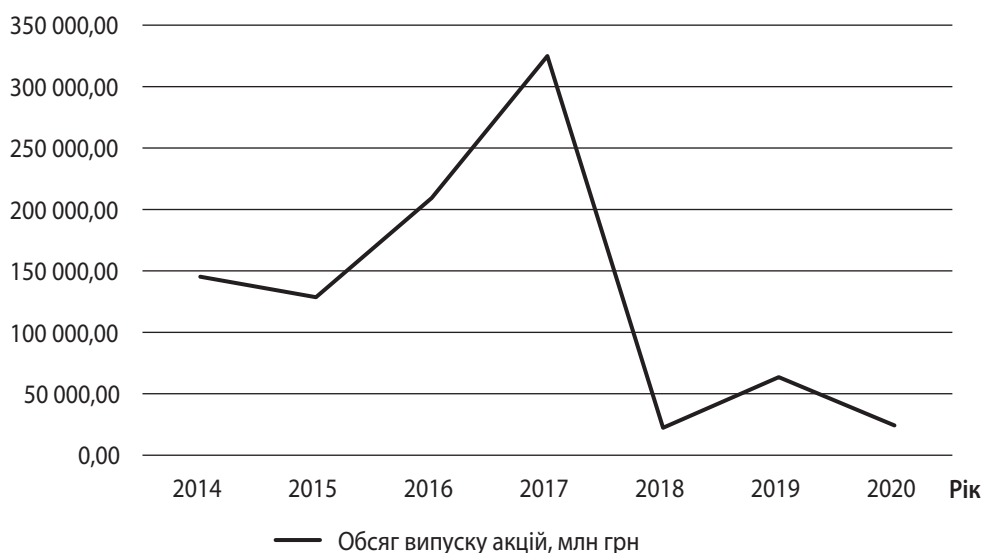


Рис. 1. Обсяг зареєстрованих випусків акцій в Україні, 2014–2020 рр. [4]

Таблиця 2

Обсяг і кількість зареєстрованих випусків облігацій в Україні протягом 2014–2020 рр. [4]

Рік	Обсяг випуску облігацій підприємств, млн грн				Кількість випусків, шт.
	Підприємства (крім банків та страхових компаній)	Банки	Страхові компанії	Загальний обсяг зареєстрованих випусків	
2014	29822,12	8250,00	225,00	38297,12	263
2015	12426,54	0,00	0,00	12426,54	155
2016	6760,49	0,00	0,00	6760,49	118
2017	5650,30	2700,00	0,00	8350,30	114
2018	15458,53	0,00	0,00	15458,53	110
2019	11006087404,00	200,00	0,00	11206087404,00	88
2020	29153,97	200,00	0,00	29353,97	74

Таблиця 3

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі протягом січня – грудня 2019 р., млн грн [4]

Рік	ПФТС	Перспектива	УБ	УМВБ	Іннекс	УФБ	Усього
2014	99910,23	496103,96	8588,00	257,59	27,32	463,08	605350,18
2015	53621,41	224455,51	6692,43	5,94	5,09	118,67	284899,05
2016	95023,54	136296,56	3536,08	21,71	1,98	18,93	234898,8
2017	64344,47	127425,03	13405,45	0,00	145,43	1,17	205321,55
2018	15458,53	0,00	0,00	34,94	0,49	0,00	260870,78
2019	114757,95	186363,23	3840,18	4,36	0,00	0,00	304965,73
2020	106400,42	151437,97	1020,77	4,93	0,00	0,00	258864,09

Більшість операцій вторинного ринку відбувалася на фондових біржах «Перспектива» та «ПФТС».

Як видно з рис. 3, первинний ринок цінних паперів, тобто ринок, на якому фінансові ресурси залучають компанії-емітенти, значно поступається вторинному ринку.

Згідно з існуючими світовими критеріями, за ступенем зрілості та ризиками фондовий ринок України належить до фондових ринків, що розвиваються, та має потенціал для інтеграції у світовий фондовий ринок завдяки таким факторам:

Таблиця 4

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами з розподілом за видом фінансового інструменту, млн грн [4]

Рік	Акції	Акції іноземного емітента	Облігації підприємств	Державні облігації України	Облігація внутрішніх місцевих позик	Облігації іноземної держави	Деривативи	Усього
2014	26597,10	33804,38	553291,34	580,31	4252,21	9611,45	1000,26	286,71
2015	5810,88	13604,11	253319,74	19,80	2170,15	615,33	0,00	8714,54
2016	2179,96	9433,74	211257,15	395,30	11376,8	1028,65	91,29	236953,29
2017	5051,56	6120,09	189555,01	51,83	5018,99	20802,50	6120,09	189555,01
2018	1215,95	0,00	10267,00	246474,66	0,00	0,00	2641,15	260870,78
2019	337,80	25,68	8761,87	295249,47	5,41	44,16	209,54	304965,73
2020	543,24	6,03	812,35	791,14	253694,2	4,09	66,45	258864,09

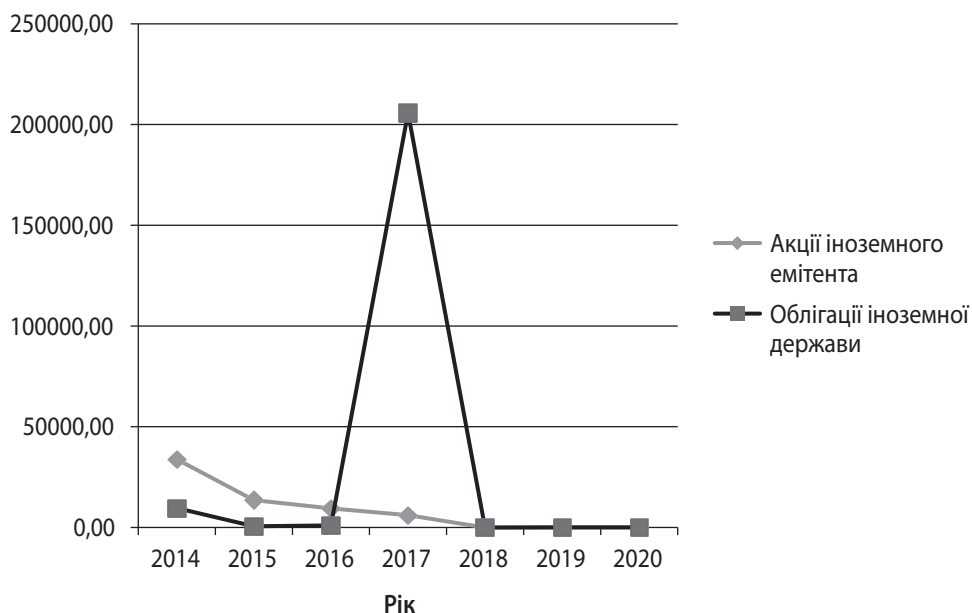


Рис. 2. Акції та облігації іноземних емітентів [4]

Таблиця 5

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами за видами ринку, 2020 р., млн грн [4]

Біржа	Первинний ринок		Вторинний ринок				Усього
	Спотовий ринок	Усього на первинному ринку	Ринок РЕПО	Строковий ринок	Спотовий ринок	Усього на вторинному ринку	
УБ	0,00	0,00	8,79	1,73	1010,25	1020,77	1020,77
ПФТС	208,02	208,02	1976,34	0,00	104216,06	106192,40	106400,42
УМВБ	0,00	0,00	0,00	4,93	0,00	4,93	4,93
Перспектива	0,00	0,00	44065,80	0,00	107372,17	151437,97	151437,97
Усього	208,02	208,02	46050,94	6,66	212598,48	258656,07	258864,09

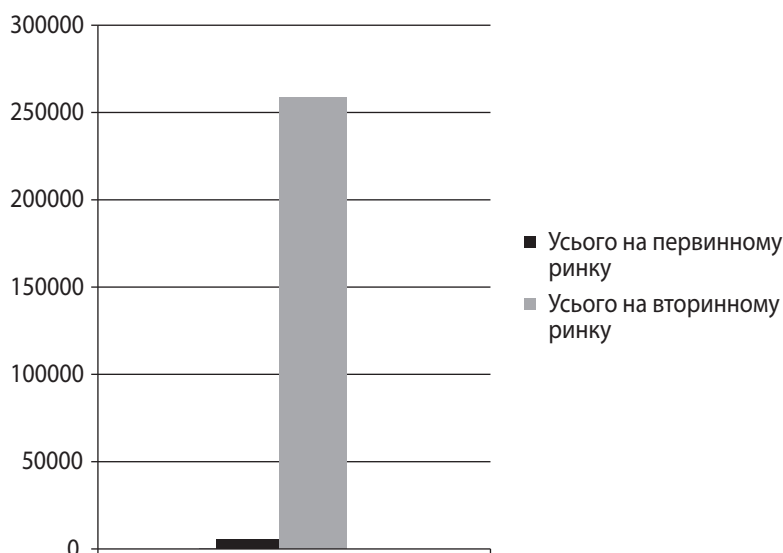


Рис. 3. Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на первинному та вторинному ринку [4]

- ✦ в Україні є значна кількість акціонерних компаній із динамічно зростаючою капіталізацією;
- ✦ на фондових біржах функціонують системи електронної торгівлі;
- ✦ існуюча інфраструктура фондового ринку України відповідає аналогічній структурі фондових ринках розвинених країн;
- ✦ в Україні, хоч і повільно, формується внутрішній інвестиційний попит на інструменти фондового ринку [1].

Відповідно до критерію «капіталізація фондового ринку/ВВП» фондовий ринок України можна охарактеризувати як недооцінений і такий, що має потенціал до зростання (рис. 4).

Серед існуючих проблем фондового ринку України можна відзначити низьку ліквідність цінних паперів, яка залишається такою за рахунок інсайдер-

ського характеру фондового ринку, тобто операції з цінними паперами часто відбуваються з використанням інсайдерської інформації. Крім того, має місце і таке явище, як маніпулювання цінами, тобто створення штучного попиту на акції окремих емітентів та використання неправдивої інформації. Також, за рахунок віртуалізації фондового ринку, відбуваються випадки шахрайства, що потребує створення органом, що регулює діяльність фондового ринку, системи запобігання зловживанням і порушенням, яка має враховувати світовий досвід у цій сфері.

З аходи у цьому напрямку вже проводяться. Так, Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» надав повноваження Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) протидіяти порушенням законо-

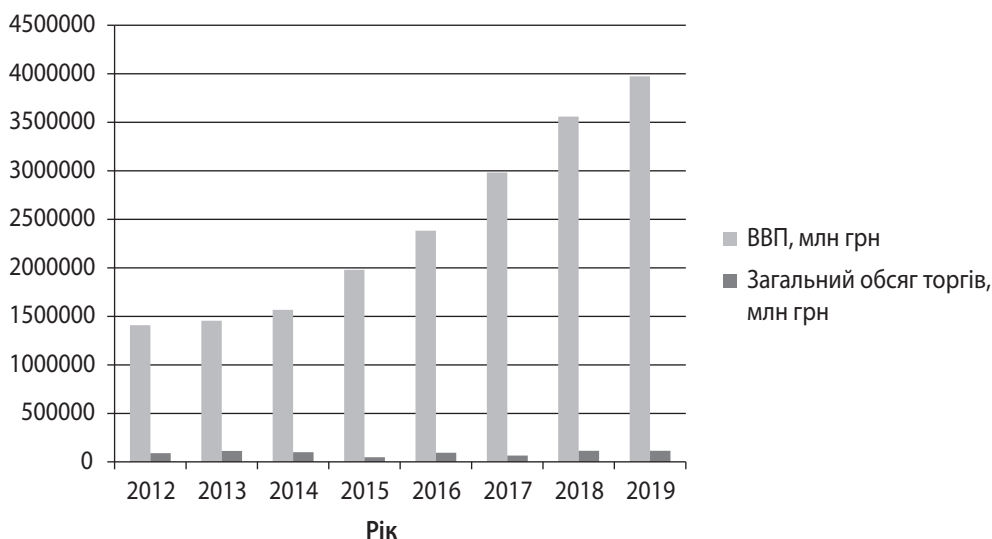


Рис. 4. Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на первинному та вторинному ринку [4]

давства на фондовому ринку. В Україні, так само, як і в розвинених країнах світу, до правопорушень на фондовому ринку віднесено маніпулювання цінами та використання при здійсненні угод з використанням інсайдерської інформації. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України керується у своїй діяльності Порядком запобігання маніпулюванню цінами, в якому встановлено механізм та визначено дії учасників біржових торгів і фондової біржі, відповідно до якого критеріями маніпулювання цінами є:

- ✦ здійснення операції з цінними паперами, які можуть надавати уявлення щодо ціни цінних паперів, що не відповідають дійсності, та призводять до встановлення інших цін;
- ✦ здійснення операції з цінними паперами шляхом використання інсайдерської інформації;
- ✦ поширення недостовірної інформації через засоби масової інформації, яка призводить до введення в оману учасників ринку стосовно ціни або обсягів торгів цінних паперів на фондовій біржі;
- ✦ здійснення операції з цінними паперами, що не мають очевидного економічного сенсу, якщо за результатами таких транзакцій власник цих цінних паперів не змінюється;
- ✦ неодноразове невиконання зобов'язань за біржовими контрактами протягом торговельного дня, якщо їх укладення спричинило значну зміну ціни цінного паперу, за умови, що такі контракти мали суттєвий вплив на ціну такого папера [6].

В Україні стосовно учасника фондового ринку, дії якого мають ознаки маніпулювання, застосовується штраф від трьох тисяч до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян і позбавлення права займатися діяльністю на строк до трьох років. У випадку, якщо порушення сталося повторно, вони караються штрафом від п'яти тисяч до десяти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян [4].

Сучасне світове господарство характеризується такою рисою, як інформатизація, яка сприяє швидкому розповсюдженню інформаційних технологій та віртуалізації фінансової системи [3].

Віртуалізація фондового ринку України проявляється у поступовому перенесенні операцій у цифрове середовище, швидкому впровадженні інформаційних технологій в операції фондових бірж. Процес технологізації біржової торгівлі розпочався з 2009 р., коли «Українська біржа» в тестовому режимі запровадила інтернет-трейдинг та онлайн-розрахунки фондового індексу. У 2010 р. на «Українській біржі» розпочалося формування строкового ринку з похідними інструментами (форвардами, ф'ючерсами, опціонами). Також відкрилась електронна торговельна система – Electronic Communication Networks (ECN), тобто система електронного трейдингу [7].

У 2021 р було прийнято Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів», у якому враховані вимоги сучасного світового фондового ринку, пов'язані з трансформацією існуючих форм цінних паперів і виникненням нових їх видів. Закон передбачає побудову в Україні нової фінансової інфраструктури:

- ✦ впроваджується інститут оператора регульованого ринку, який дасть змогу забезпечити централізоване укладання і виконання угод;
- ✦ формується торговий репозиторій (для повноцінного функціонування ринків деривативів);
- ✦ визначається центральний контрагент для зняття ризиків невиконання угод і розрахунків за ними;
- ✦ створюється модель Багатосторонньої торговельної системи, тобто ринок для малого та середнього бізнесу;
- ✦ запроваджується Організована торговельна система, тобто ринок облігацій і контрактів деривативів.

У Законі міститься повний перелік видів цінних паперів, які стануть доступними не тільки для юридичних, але і для фізичних осіб, серед яких облігації внутрішньої державної позики (ОВДП), недержавні облігації, акції, інвестиційні сертифікати, ощадні та депозитні сертифікати банків, векселі, опціонні сертифікати, фондові варанти, кредитні ноти, депозитарні розписки [8].

Таким чином, сучасний стан інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок характеризується незначним рівнем за рахунок цілого ряду негативних факторів. Разом із тим, проводиться робота з посилення інтеграції фондового ринку України з фондовими ринками країн Європейського Союзу, США та Близького Сходу.

ВИСНОВКИ

До міжнародних стандартів функціонування фондових ринків належать відкритість, прозорість і захист прав інвесторів. Відповідно до цих стандартів вітчизняний фондовий ринок ще має формувати умови для їх виконання. Разом із тим, незважаючи на існуючі проблеми, процес інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок продовжується. Провідна роль у цьому процесі належить державі, яка, стимулюючи розвиток національного фондового ринку та налагоджуючи співпрацю з міжнародними організаціями, які діють у цій сфері, регулює цей процес. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Безвух С. В. Фондовий біржовий ринок України: стан, тенденції, проблеми і заходи щодо їх вирішення. *Вісник Хмельницького національного університету. Серія «Економічні науки»*. 2016. № 5. Ч. 1. С. 69–74.

2. Безручко Ю. В., Вінник О. М., Глотов М. О., Кологойда О. В. Правове регулювання ринку цінних паперів та інвестиційних фондів в Європейському Союзі та в Україні : навч. посіб. Київ : Центр навчальної літератури, 2007. 194 с.
3. Глазова А. Б. Особливості віртуалізації світового фондового ринку. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство»*. 2019. Вип. 24. Ч. 1. С. 84–90. URL: <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/25419/1/Глазова%20А.%20Б..pdf>
4. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня – грудня 2014–2020 рр. : аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. URL: <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics>
5. Відношення капіталізації до ВВП. URL: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/czech-republic/market-capitalization--nominal-gdp>
6. Мисюра О. Манипулювання на фондовому ринку // *Stock world*. 19.02.2015. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/education/basics/manipulirovaniie-na-fondovom-rynkie>
7. Яцюк Г. В. Модернізація торгівельної інфраструктури ринку цінних паперів // *Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку* : зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. Київ : Криниця, 2019. С. 170–172.
8. Фондовий ринок перестане «лякати» українців та іноземних інвесторів // *Укрінформ*. 18.08.2020. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3083499-fondovij-rinok-perestane-lakati-ukrainciv-ta-inozemnih-investoriv.html>

REFERENCES

Bezruchko, Yu. V. et al. *Pravove rehulivannia rynku tsinnykh paperiv ta investytsiinnykh fondiv v Yevropeiskomu Soiuzi ta v Ukraini* [Legal Regulation of the Securities and Investment Funds Market in the European Union and in Ukraine]. Kyiv: Tsent navchalnoi literatury, 2007.

Bezvukh, S. V. "Fondovyi birzhovyi rynek Ukrainy: stan, tendentsii, problemy i zakhody shchodo yikh vyrishennia" [Fund Exchange Market of Ukraine: Condition, Tendencies, Problems and Measures in Relation to Their Decision]. *Visnyk Khmelnytskoho natsionalnoho universytetu. Seriya «Ekonomiczni nauky»*, vol. 1, no. 5 (2016): 69-74.

"Fondoviy rynek perestane «liakaty» ukraintsv ta inozemnykh investoriv" [The Stock Market Will No Longer "Scare" Ukrainians and Foreign Investors]. *Ukrinform*. August 18, 2020. <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3083499-fondovij-rinok-perestane-lakati-ukrainciv-ta-inozemnih-investoriv.html>

Hlazova, A. B. "Osoblyvosti virtualizatsii svitovoho fondovoho rynku" [The Distinctive Features of Stock Market Virtualization]. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho natsionalnoho universytetu. Seriya «Mizhnarodni ekonomichni vidnosyny ta svitove hospodarstvo»*, is. 24, part 1 (2019): 84-90. <https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/25419/1/Глазова%20А.%20Б..pdf>

"Informatsiina dovidka shchodo rozvytku fondovoho rynku Ukrainy protiahom sichnia-hrudnia 2014-2020 rr. : analitichni dani shchodo rozvytku fondovoho rynku" [Information Reference on the Development of the Stock Market of Ukraine during January-December 2014-2020: Analytical Data on the Development of the Stock Market]. <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics>

Misiura, O. "Manipulirovaniye na fondovom rynke" [Stock Market Manipulation]. *Stock world*. February 19, 2015. <https://www.stockworld.com.ua/ru/education/basics/manipulirovaniie-na-fondovom-rynkie>

"Vidnoshennia kapitalizatsii do VVP" [The Ratio of Capitalization to GDP]. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/czech-republic/market-capitalization--nominal-gdp>

Yatsiuk, H. V. "Modernizatsiia torhivelnoi infrastruktury rynku tsinnykh paperiv" [Modernization of the Trading Infrastructure of the Securities Market]. *Finansova infrastruktura Ukrainy: problemy ta napriamky rozvytku*. Kyiv: Krynytsia, 2019. 170-172.