

---

# ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ АНАЛІЗУ В СФЕРІ ФІНАНСІВ

УДК 336:658.14(477)

Дмитро Олексійович МАЛИШ

аспірант,  
кафедра фінансів, банківської справи та страхування,  
Сумський державний університет  
E-mail: malushd@ukr.net

## РОЛЬ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ У ФІНАНСУВАННІ ПІДПРИЄМСТВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ

Малиш, Д. О. Роль фінансового сектору у фінансуванні підприємств реального сектору економіки [Текст] / Дмитро Олексійович Малиш // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярошук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2018. – Том 28. – № 2. – С. 78-84. – ISSN 1993-0259.

### **Анотація**

**Вступ.** Фінансовий сектор відіграє вагомий роль у фінансуванні суб'єктів господарювання реального сектору економіки, адже можливість залучення коштів через фондовий чи банківський сектор дає змогу суттєво розширити масштаби діяльності підприємств. Проте наявність перманентних фінансових криз не дає можливості використовувати підприємствам ці можливості в повному обсязі, тому важливого значення набуває оцінювання стану та тенденцій розвитку фондового та банківського секторів у контексті використання їх коштів для фінансування підприємств реального сектору економіки.

**Мета.** Ідентифікація сучасних проблем розвитку фондового та банківського секторів у контексті їх можливостей фінансування підприємств реального сектору економіки.

**Метод.** Структурно-динамічний аналіз та економіко-статистичний аналіз розвитку фондового та банківського секторів України.

**Результати.** Визначено, що погіршення стану фондового ринку України призвело до усунення його із переліку граничних ринків. Найбільший сегмент фондового та банківського сектору України обслуговує емітентів, власниками яких є держава. При цьому фінансовий сектор загалом має ознаки банкоцентричності, оскільки банки відіграють провідну роль у фінансуванні підприємств і в операціях на фондовому ринку. Фондовий ринок України здебільшого здійснює операції з облігаціями внутрішньої державної позики, і лише незначна частка операцій забезпечує фінансування діяльності підприємств через емісію акцій та облігацій. Частка довгострокових джерел фінансування поступово скорочується і є критично низькою для забезпечення економічного зростання в країні. При цьому уповільнюються темпи надання як довгострокових, так і короткострокових банківських кредитів підприємства. Позитивною тенденцією є зменшення відсоткової ставки за кредитами. Виникає потреба у розробці дієвих заходів щодо використання можливостей як фондового, так і банківського секторів для фінансування підприємств реального сектору економіки.

**Ключові слова:** фондовий сектор; банківський сектор; підприємство; цінні папери; фінансування; реальний сектор.

**ROLE OF THE FINANCIAL SECTOR IN FINANCING THE ENTERPRISES OF  
THE REAL SECTOR OF THE ECONOMY**

**Abstract**

**Introduction.** Financial sector plays an important role in the financing of business entities in the real economy sector. A possibility of rising funds through the stock or banking sector enables substantially to expand the scope of enterprises.

However, the presence of permanent financial crises does not allow companies to use these opportunities in full. Therefore, the assessment of state and trends of the stock and banking sectors in the context of the use of their funds to finance companies in the real sector of the economy becomes important.

**Purpose.** The article aims to identify contemporary issues of development of the stock and banking sectors in the context of their ability to finance companies in the real economy.

**Method.** In order to achieve the goal of the research we have used the following methods: method of structural and dynamic analysis and method of economic and statistical analysis of the development of the stock and banking sectors of Ukraine.

**Results.** It has been determined that the deterioration of the stock market in Ukraine led to its exclusion from the list of marginal markets. The largest segment of the Ukrainian stock and banking sector services the issuers, which are owned by the state. At the same time, the financial sector has features of bank-centeredness since banks play a leading role in financing of companies and in transactions of the stock market.

Ukrainian stock market mainly carries out operations with government bonds and only a small part of operations provides financing for the activities of companies through the issue of stocks and bonds. The share of long-term sources of funding is gradually decreasing and it is critically low for economic growth of the country. The tempos of providing long-term and short-term bank loans for the company are slowing down. A positive trend is the reduction of interest rates on loans. There is a need to develop effective measures for using opportunities of the stock and banking sectors as well for financing companies in the real sector of the economy.

**Keywords:** stock market; banks; enterprise; securities; financing; real sector.

**JEL classification:** G10, G12, G20, G32

---

**Вступ**

У сучасних умовах важливе значення у фінансуванні підприємств реального сектору економіки має фінансовий сектор, до складу якого найчастіше відносять банківський, фондовий та страховий. Від наявності доступу до використання недорогого капіталу залежить значною мірою ефективність діяльності підприємств та їх фінансова безпека. Водночас перманентні фінансові кризи, що супроводжують розвиток фінансового сектору не лише вітчизняної, але і світової економіки, мають суттєвий вплив на здатність підприємств не лише залучати, але і якісно обслуговувати отриманий капітал. Від стану розвитку банківського та фондового секторів залежить можливість розширеного відтворення підприємств реального сектору, а отже, і рівень економічного зростання в країні. У зв'язку з цим важливого значення набуває визначення їх сучасного стану та тенденцій подальшого розвитку.

Слід зазначити, що теоретичні засади взаємодії фінансового та реального секторів економіки досліджувались у роботах багатьох вітчизняних та іноземних авторів, зокрема Д. Блума, Ю. Коваленко, М. Корнеєва, Р. Левайна, А. Семенова, К. Федермаєра, Дж. Фінка, П. Хейса, І. Школьник та інших.

**Мета статті**

Метою статті є визначення сучасного стану та тенденцій розвитку банківського та фондового секторів України та їх впливу на фінансування суб'єктів реального сектору економіки.

**Виклад основного матеріалу дослідження**

Враховуючи, що фінансовий сектор містить банківський, страховий та фондовий, варто проаналізувати роль фондового та банківського сектору у фінансуванні підприємств, оскільки вони є альтернативними з точки зору формування капіталу.

---

Наразі фондовий ринок України поступово стискається, що призвело до ситуації, коли світові рейтингові агентства вилучили його із переліку не лише граничних (emergency) ринків, але і таких, які є потенційними для занесення до цього списку. Так, зокрема, за даними FTSE Global Equity Index Series (індексу, що формується Лондонською фондовою біржою), який проводить рейтингування країн за рівнем розвитку фондових ринків, починаючи з 1985 року, та охоплює ринки 47 країн, фондовий ринок України у 2008-2012 році розглядався як ринок, який є претендентом на залучення до граничних (Frontier) ринків. Після 2012 року вітчизняний фондовий ринок викреслений із списку ринків, які потенційно можуть розглядатись як граничні. Необхідно підкреслити, що цей індекс популярний серед інвесторів, які використовують його для аналізу інвестицій, портфелів цінних паперів та розподілу активів, ефективності вкладень, відстеження індексів та динаміки структурованих продуктів. Водночас, враховуючи заходи, що проводяться для очищення вітчизняного фондового ринку, це може привести до перегляду його позиції. Це питання є дуже важливим, оскільки є значним інформаційним сигналом для входження інвесторів.

Одним із базових показників, що відображають стан фондового ринку країни є ринкова капіталізація, яка визначає ринкову вартість акцій підприємств, які знаходяться в лістингу на фондових біржах. У зіставленні з банками ринок демонстрував стабільне зростання після світової фінансової кризи 2008 року до 2014 року з 9 % до 29 % у ВВП, але у 2015 році відбулось різке скорочення цього показника більше ніж у 10 разів, що обумовлено як політичною ситуацією, так і започаткованою Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку програмою щодо очищення останнього від «смітникових» акцій. Так з початку 2016 року НКЦПФР було запроваджено нові вимоги щодо лістингу цінних паперів на фондових біржах [7] на основі змін, внесених до Положення про функціонування фондових бірж. Зокрема, були внесені зміни щодо вимог до перебування цінних паперів у першому та другому рівні лістингу, а також позалістингового перебування акцій для нових, інвестиційно привабливих компаній з метою розвитку середнього бізнесу в Україні. Ці вимоги стосуються насамперед акцій та корпоративних облігацій.

Крім того, було також запроваджено єдиний підхід до порядку визначення біржового курсу цінного паперу, що дозволить більш об'єктивно визначати ринкову вартість акцій, а також аналізувати наявність суттєвих відхилень у ціні, якщо цінні папери одного емітента знаходяться в лістингу на різних фондових біржах і таким чином відстежувати спекулятивні операції. Наразі за даними НКЦПФР у 2016 році жодна вітчизняна компанія не виставила свої акції в перший рівень лістингу, другий рівень лістингу був представлений лише із 8 компаній, а саме ПАТ «Мотор Січ», ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Донбасенерго», ПАТ «АКБ «Індустріалбанк», ПАТ АБ «Південний», ПАТ «Дніпроазот» та МНР S.A. (Миронівський хлібокомбінат). Заходи вжиті НКЦПФР були досить дієвими, оскільки кількість компаній на другому рівні у 2016 році у зіставленні з 2015 роком скоротилась майже у 8 разів, при цьому значно зменшилась і кількість акцій в позалістингових котируваннях – майже на 20 %.

З точки зору функціонування підприємств фондовий ринок цікавий показниками обсягів зареєстрованих випусків акцій, оскільки ці операції безпосередньо визначають структуру капіталу підприємства через зміну частки власного капіталу. Проаналізувавши перелік найбільших емітентів акцій за період з 2007 року по 2016 рік, можна зробити висновок, що ознаки банкоцентричності проявлялись і в розподілі емітентів акцій. Так за період з 2007 по 2014 роки, коли НКЦПФР визначало п'ять найбільших емітентів, у переліку переважали банки як комерційні, так і державні.

Стабільно емісію здійснювала Національна акціонерна компанія «Нафтогаз Україна», що обумовлено необхідністю покриття дефіциту коштів цієї компанії. Враховуючи, що це підприємство належить державі та має винятково важливе значення для функціонування економіки країни, майже кожного року відбувалась його докапіталізація шляхом емісії акцій. Фактично ця емісія нарощувала державний борг. За весь аналізований період сумарно обсяг докапіталізації НАК «Нафтогаз України» становить 190,81 млрд грн.

Необхідно також зазначити, що серед банків додаткову емісію досить часто здійснювали банки, що належать державі. Так у переліку банків за період з 2008 по 2016 рік містився ПАТ «Родовід Банк», ПАТ АБ «Укргазбанк», ПАТ КБ «Приватбанк», які було націоналізовано та за рішенням Міністерства фінансів докапіталізовано. Крім того, в переліку найбільших емітентів наявні й інші державні банки, які на сьогодні займають найбільшу частку ринку. Тобто враховуючи, що власником емітентів таких, як НАК «Нафтогаз України», ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк», ПАТ «Державний ощадний банк України» та згаданих вище емітентів є держава, значна частка емітованих акцій була здійснена за рішенням Міністерства фінансів України і фактично означала нарощення державного боргу. При цьому частка емісії державних емітентів серед переліку найбільших становила у 2016 році – 82,6 % а у 2015 – 36,8 %.

Незважаючи на зниження частки активів банків у ВВП країни, протягом 2014 – 2016 рр. зниження розміру ринкової капіталізації було значно більшим за розміром, що призвело до ще більшого розриву між показником частка активів банків у ВВП та часткою ринкової капіталізації у ВВП країни.

---

Фінансовий сектор України має всі ознаки банкоцентричності, оскільки активи банків суттєво – в сотні разів – переважають обсяги ринкової капіталізації. При цьому необхідно також ураховувати той факт, що з-поміж компаній з найбільшою ринковою капіталізацією у 2016 році були також і банки, а саме ПАТ АБ «Південний» та ПАТ АКБ «Індустріал банк».

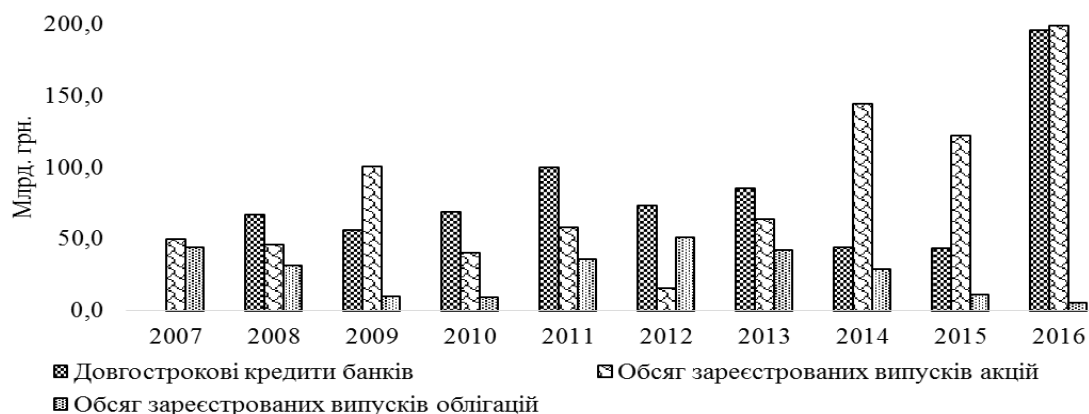
**Таблиця 1. Перелік найбільших емітентів акцій за період 2015-2016 рр.\***

2015 рік		2016 рік	
Емітент	Млрд грн	Емітент	Млрд грн
ПАТ НАК «Нафтогаз України»	29,700	ПАТ КБ «Приватбанк»	146,238
ПАТ АК «Промислово-інвестиційний банк»	26,378	ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк»	9,319
ПАТ «ВТБ Банк»	18,700	ПАТ «ВТБ Банк»	8,900
ПАТ «Укрсоцбанк»	5,272	ПАТ «Укрсоцбанк»	8,807
ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України»	5,000	ПАТ «Державний ощадний банк України»	4,956
ПАТ «Сбербанк»	4,780	ПАТ «Альфа-банк»	4,779
ПАТ «Укрсиббанк»	4,466	ПАТ «Сбербанк»	4,293
ПАТ АБ «Укргазбанк»	3,837	ПрАТ «А/Т Тютюнова компанія В.А.Т. «Прилуки»	3,750
ПАТ «ОТП банк»	3,385	ПАТ «БМ Банк»	1,650
ПАТ «Райз-максимко»	3,350	ПАТ «АК Промислово-інвестиційний банк»	1,607

\*Складено автором за даними НКЦПФР.

Фондовий ринок України протягом аналізованого періоду суттєво змінив свою структуру за різними ознаками, якщо розглядати і з точки зору структури торгів по цінним паперам і з точки зору структури випуску цінних паперів. Структура торгів демонструє поступове, починаючи з 2008 року, нарощення сегменту державних облігацій, які до кінця 2016 року фактично витіснили всі інші операції з іншими видами цінних паперів. Частка державних облігацій в 2016 році становила 87,45 %, порівняно з 8,25 % у 2007 році. Якщо у 2007 році фондовий ринок обслуговував операції по емісії акцій та корпоративних облігацій, то у 2016 році фондовий ринок обслуговує по суті державний борг країни через операції з облігаціями внутрішньої державної позики. Тут варто зауважити, що основними учасниками торгів з облігаціями внутрішньої державної позики є банки, тобто банкоцентричність фондового ринку підтверджується і з цієї точки зору.

На нашу думку, доречно було б проаналізувати операції з емісії цінних паперів, не враховуючи сегмент облігацій внутрішньої державної позики, з огляду на вищевикладене, для того, щоб виявити, що є більш привабливим для підприємств – нарощення власного капіталу чи все-таки використання позикового капіталу – боргових цінних паперів – корпоративних облігацій чи довгострокових банківських кредитів. Для зіставлення використовуємо довгострокові джерела фінансування, оскільки саме вони створюють фінансову базу розвитку підприємства і є визначальними з точки зору забезпечення фінансової безпеки.

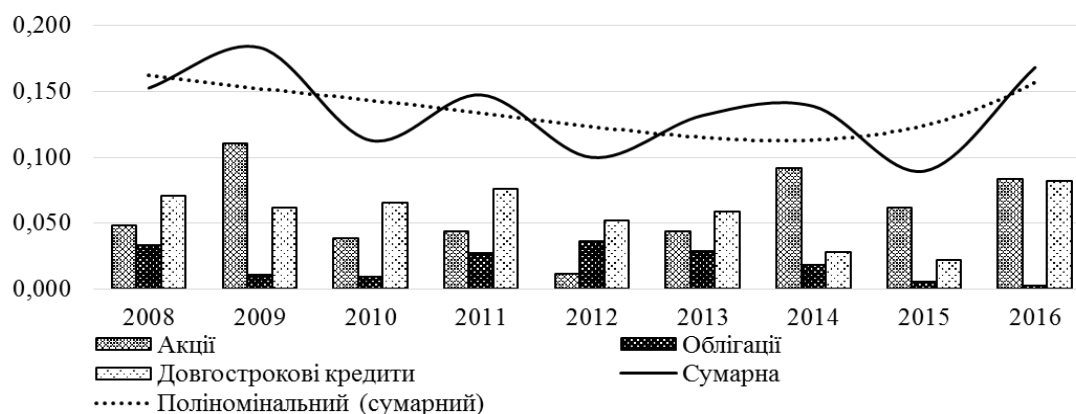


**Рис. 1. Обсяги довгострокових джерел фінансування економіки України\***

\*Побудовано автором за даними НКЦПФР.

Дані рисунку 1 засвідчують, що ситуація з джерелами фінансування діяльності є досить нестабільною, оскільки динаміка показників не визначає певну стійку тенденцію. Так протягом аналізованого періоду використання довгострокових кредитів та емісія акцій переважали емісію облігацій підприємств, за винятком 2012 року. Водночас, аналізуючи використання довгострокових кредитів та емісії акцій, можна зробити висновок, що за період 2010-2013 років сума довгострокового кредитування перевищувала суми емітованих акцій, а, починаючи з 2014 року, обсяг емісії акцій суттєво перевищував залучення коштів у банків на довгостроковій основі. З одного боку, це пояснюється необхідністю додаткової капіталізації, про що було зазначено вище, а з іншого – кризовими явищами в банківському секторі, відтоку депозитів і, як наслідок, звуження їх фінансової бази. Слід зазначити, що надання банками довгострокових кредитів на потреби розвитку економіки в Україні є досить складним, оскільки значна частка депозитної бази є короткостроковою. Незважаючи на наявність певних переваг використання облігацій порівняно з кредитами банків (більш дешевий ресурс, незалежність підприємства від одного кредитора – банку, відсутність застави), їх обсяг найменший серед всіх довгострокових джерел і, починаючи з 2011 року, мав стійку тенденцію до зменшення і склав 5,5 млрд грн у 2016 році, у зіставленні з близько 40 млрд у 2011 (скорочення більше ніж у 7 разів).

Необхідно також зазначити, що до обсягу емітованих облігацій належать облігації, емітовані підприємствами, банками та страховими компаніями. Найбільше емісію облігацій застосовували саме підприємства, страхові компанії до емісії облігацій вдавались лише декілька разів, а саме у 2012 році та незначний обсяг було емітовано у 2014 році. На відміну від фінансових установ (банків та страхових компаній), підприємства реального сектору економіки використовують емісію облігацій як альтернативне джерело банківському кредитуванню, особливо в умовах обмеженого обсягу довгострокових ресурсів та кризи в банківському секторі. Водночас частка обсягу довгострокових джерел фінансування економіки України у ВВП є низькою (рис. 2). За весь аналізований період сумарний показник не перевищував 18 % ВВП, який спостерігався у 2009 році. Цей показник є критично низьким для розвитку економіки країни, адже це означає, що в Україні не відбувається розширеного відтворення, по-перше, а по-друге, кошти на оновлення, реконструкцію та модернізацію економіки майже не використовуються, що призводить до погіршення показників майнового стану підприємств.



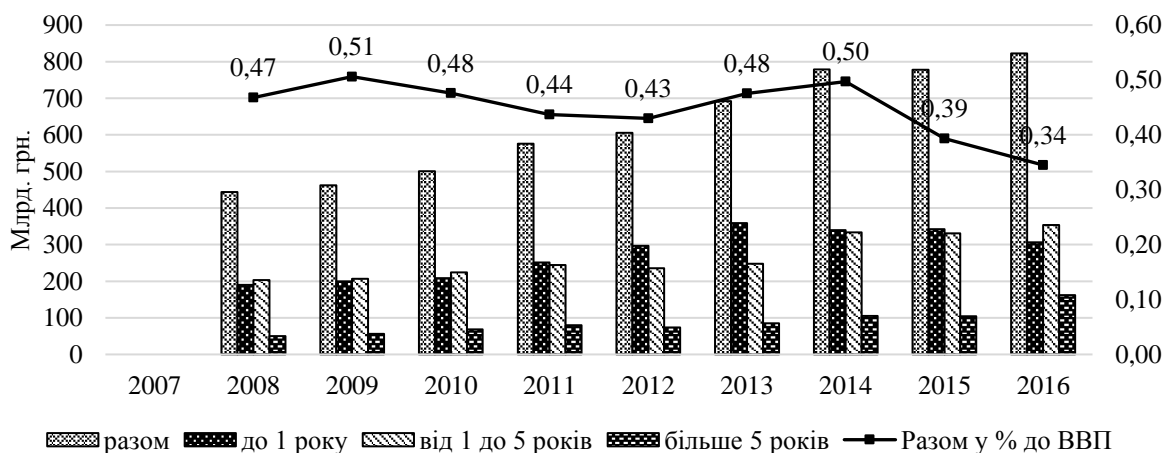
**Рис. 2. Частка довгострокових джерел фінансування економіки у валовому внутрішньому продукті\***

\*Побудовано автором за даними НКЦПФР.

У такому випадку знижується конкурентоздатність підприємств у зв'язку із суттєвими витратами, пов'язаними з використанням енергозатратних та ресурсозатратних технологій. Визначити подальшу тенденцію довгострокових джерел фінансування можливо лише використовуючи поліном четвертого ступеня, враховуючи, що аналізовані показники суттєво коливаються протягом розглянутого періоду, кількість максимумів та мінімумів досить значна. З-поміж довгострокових джерел фінансування найбільша частка належить акціям та довгостроковим кредитам, що свідчить про намагання суб'єктів господарювання розширювати свої виробничі потужності.

Більш об'єктивно можна проаналізувати стан фінансування суб'єктів господарювання саме реального сектору економіки за отриманими кредитами в розрізі термінів. Протягом аналізованого періоду в абсолютному значенні частка отриманих кредитів зростала і темпи зростання з 2008 по 2013 рік були досить рівномірні, але, починаючи з 2014 року, темпи надання кредитів уповільнились. Варто звернути увагу на ту ситуацію, що з цього періоду практично зрівнялась сума кредитів короткострокових, терміном до 1 року, та довгострокових, від 1 до 5 років. Водночас, якщо проаналізувати значення відносного показника – частки кредитів у ВВП країни, то спостерігається

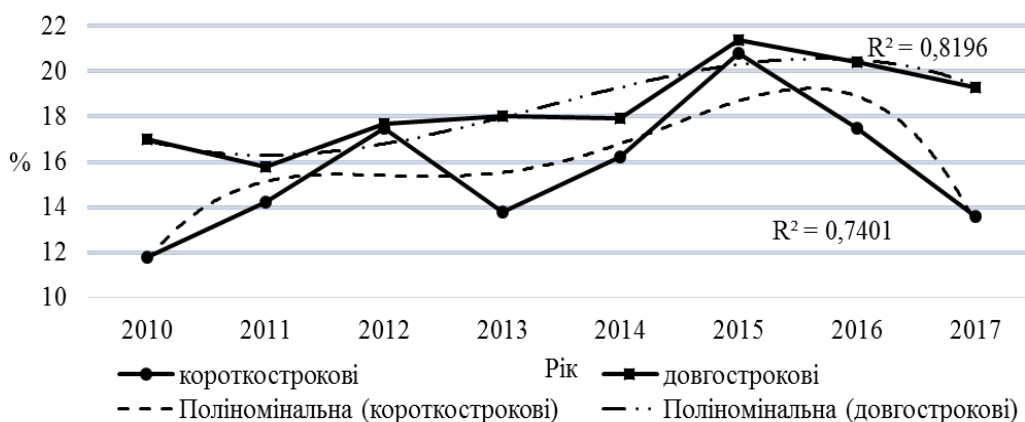
суттєве падіння з 50 % до 34 %. Таке падіння обумовлено низкою факторів, у тому числі політичними процесами, процесами очищення банківської системи країни, зменшенням обсягів виробництва та реалізації продукції, якщо перерахувати обсяг реального ВВП, зниженням фінансової стійкості підприємств реального сектору економіки. Загалом скорочення частки кредитів суб'єктів господарювання у ВВП країни терміном до 1 року свідчить, що підприємства використовують менше коштів під поповнення оборотних активів, а отже, випускають меншу кількість продукції та уповільнюють оборот своїх фінансових ресурсів, а уповільнення темпів зростання кредитів терміном від 1 року і більше свідчить про звуження матеріально-технічної бази підприємств, що сумарно демонструє зменшення обсягів виробництва і реалізації продукції загалом у країні.



**Рис. 3. Динаміка кредитів, наданих суб'єктам реального сектору економіки\***

\*Побудовано автором за даними НБУ.

На фоні уповільнення використання кредитів та загалом довгострокових джерел фінансування діяльності підприємств певним позитивним моментом варто визнати зменшення ставки відсотка по кредитах, особливо по короткострокових. Наведені результати розраховані автором як середні арифметичні щоденних показників ставок відсотка за користування кредитами. Розрахунок коефіцієнта варіації засвідчив, що сукупність даних у вигляді щоденної інформації по відсотках за кредити є досить однорідною, оскільки за весь аналізований період його значення не перевищувало 33 %. Загальна тенденція щодо динаміки відсоткових подана на рис. 4. Незважаючи на певні коливання ставки відсотка за кредитами, розрахованої як середнє арифметичне за період, яка базується на використанні щоденних даних за рік (тобто вибірку можна визначити як генеральну), використані поліноміальні тренди з поліномом третього ступеня засвідчили, що існує позитивна динаміка щодо зниження ставки відсотка як за короткостроковими, так і за довгостроковими кредитами. При цьому ймовірність прогнозу досить висока, що засвідчують відповідні значення  $R^2$ . Таким чином, можна вважати, що в банківському секторі створюється позитивна ситуація щодо можливості безпечного використання підприємствами більш дешевих позикових коштів.



**Рис. 4. Динаміка ставки відсотка за кредитами суб'єктів господарювання реального сектору економіки\***

\*Побудовано автором за даними НБУ.

---

## Висновки та перспективи подальших розвідок

Отже, враховуючи проведений аналіз стану фінансового сектору країни, можна зробити висновок, що відбувається його поступове згортання, що негативно впливає на можливості підприємств, які потребують значних фінансових ресурсів для модернізації виробництва та фінансування поповнення оборотних активів отримати доступні та недорогі ресурси для своєї діяльності, а отже, забезпечити і прийнятний рівень фінансової безпеки. Водночас позитивною є динаміка ставки відсотка за кредитами, яка останнім часом поступово знижується. Таким чином необхідно розробляти заходи щодо стимулювання діяльності банків і регулювання операцій на фондовому ринку в напрямку забезпечення фінансування діяльності підприємств реального сектору економіки, що сприятиме економічному зростанню в країні.

### Список літератури

1. Школьник, І. О. Взаємодія інститутів фінансового посередництва з реальним сектором економіки / І. О. Школьник, А. Ю. Семенов // Фінанси України. – 2011. – № 1. – С. 83-93.
2. Семенов, А. Ю. Вплив діяльності фінансових установ на економічне зростання України: дисертація на здобуття наук. ступеня кандидата економічних наук: спец. 08. 00. 08 – Гроші, фінанси і кредит. Суми: Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи», 2011. – 270 с. – Режим доступу: <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/51535>.
3. Корнеев, М. В. Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України: дисертація на здобуття наук. ступеня доктора економічних наук: спец. 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. Суми: Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи», 2015. 516 с. – Режим доступу: [http://uabs.sumdu.edu.ua/images/stories/docs/2133/Dissert\\_Korneyev.pdf](http://uabs.sumdu.edu.ua/images/stories/docs/2133/Dissert_Korneyev.pdf).
4. Коваленко, Ю. Финансовый сектор в финансовой системе экономики: теоретический аспект / Ю. Коваленко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2015. – № 6 (171). – С. 35-42.
5. Levine Ross, Finance and Growth: Theory and Evidence // Handbook of Economic Growth. – 2005. – Volume 1A. – Elsevier.
6. Blum D., Federmaier K., Fink G., Haiss P. The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence // IEF Working Paper. – September 2002. – № 43. – 72 p.
7. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012. – № 1688. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>.

### References

1. Shkolnyk, I. O., Semenov A. Y. (2011). Interaction of financial intermediation institutions with the real sector of the economy. *Finance of Ukraine*, 1, 83-93.
2. Semenov, A. Y. (2011). *Influence of Financial Institutions' Activities on the Economic Growth of Ukraine*. Retrieved from: <https://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/51535>.
3. Kornieiev, M. V. (2015). *Methodological bases of estimation and regulation of imbalances of financial resources movement in the economy of Ukraine*: Thesis for doctor sc., speciality 08.00.08 – Money, Finance and Credit. Sumy. State higher educational institution "Ukraine academy of banking of the National Bank of Ukraine". URL: [http://uabs.sumdu.edu.ua/images/stories/docs/2133/Dissert\\_Korneyev.pdf](http://uabs.sumdu.edu.ua/images/stories/docs/2133/Dissert_Korneyev.pdf).
4. Kovalenko, Y. M. (2015). Financial sector in the financial system of economy: the theoretical aspect. *Bulletin of the Taras Shevchenko National University of Kyiv*, 6 (171), 35-42.
5. Levine, Ross. (2005). *Finance and Growth: Theory and Evidence*. Handbook of Economic Growth, 1A.
6. Blum, D., Federmaier, K., Fink, G., Haiss, P. (2002). The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence, *IEF Working Paper*, 43, 72.
7. *Regulations on the operation of stock exchanges*. (2012). Decision of the National Commission on Securities and Stock Market 22.11.2012. № 1688. Retrieved from: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12> 187.

Стаття надійшла до редакції 11.05.2018 р.