

Волинець В. В.,*доктор юридичних наук,
професор кафедри готельно-ресторанної справи
Київського університету туризму, економіки і права*

ПРАВОВИЙ РЕЖИМ ФОНДОВОГО РИНКУ: ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ

Анотація. У науковій здійснено порівняльний аналіз правового режиму фондового ринку, акцентуючи увагу на його сучасному стані в Україні та світових тенденціях розвитку. Автор зазначає, що український фондовий ринок, незважаючи на початок формування ще в 1990-х роках, залишається слаборозвиненим через низьку ліквідність, обмежений перелік інструментів, домінування мажоритарних акціонерів і вплив політичної нестабільності.

Порівняння з розвиненими ринками (США, Велика Британія, Німеччина) показує, що їхня ефективність ґрунтується на прозорості, сучасній інфраструктурі та чіткій регуляторній системі. Наприклад, звернуто увагу на те, що у Великій Британії запроваджено триєдину модель регулювання, яка забезпечує стабільність і захист інвесторів. Автор також аналізує досвід Польщі, яка, незважаючи на схожі стартові умови, створила найбільший фондовий ринок у Центрально-Східній Європі.

У статті пропонуються шляхи реформування українського ринку: посилення регуляторних механізмів, запровадження сучасних інструментів (деривативи, ESG-індекси), залучення іноземних інвесторів та інтеграція з європейськими ринками. Особливу увагу в дослідженні приділено аналізу механізмів ціноутворення на фондовому ринку, зокрема проблемам формування справедливої біржової вартості активів у умовах домінування великих акціонерів.

Особливий акцент робиться на необхідності створення в Україні механізмів захисту інтересів міноритарних акціонерів та забезпечення прозорості корпоративного управління. Ці заходи розглядаються як ключові для підвищення довіри інвесторів та залучення додаткових фінансових ресурсів до економіки країни. Дослідження також містить критичний аналіз чинного законодавства України у цій сфері та пропозиції щодо його удосконалення з урахуванням найкращих європейських практик.

Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, порівняльне дослідження, правове регулювання, індекс, інвестиції.

Постановка завдання. Із переходом української економіки до ринкових засад поступово формувалася вітчизняний фондовий ринок, який на сучасному етапі визнається одним із ключових інструментів мобілізації національних заощаджень і їхнього перетворення на інвестиційні ресурси. Світова практика переконливо свідчить про ефективність фінансування суб'єктів господарювання шляхом емісії цінних паперів, що зумовлюється високим рівнем ліквідності цього механізму. Саме тому у країнах із розвинутою ринковою економікою спостерігається тенденція до зменшення ролі банків як основного джерела кредитування на користь ринку капіталів. Розвиток фондового ринку вважається показником лібералізації економіки та результативності ринкових трансформацій, оскільки

він не лише забезпечує гнучкість і мобільність економіки, а й сприяє ефективному перерозподілу ресурсів між галузями, створюючи передумови для структурної модернізації виробництва.

Фондовий ринок, особливо в сучасних розвинених формах, оперативно реагує на зміни у сфері виробництва, торгівлі та загальної економічної кон'юнктури. Існує загальновизнана закономірність: перед економічною кризою та в період її активної фази зазвичай спостерігається суттєве зниження вартості цінних паперів. Це дозволяє стверджувати, що кризи, як правило, зароджуються не у виробничому секторі, а в площині фінансових ринків, зокрема фондового.

Разом із тим сучасний стан фондового ринку України залишається незадовільним. Його стагнація проявляється у низькому рівні активності учасників, обмеженому переліку емітентів та фінансових інструментів, а також у мізерних обсягах залучених інвестиційних ресурсів. За багатьма ключовими показниками український ринок капіталів істотно відстає не лише від провідних світових економік, а й від більшості пострадянських країн і держав Центрально-Східної Європи. На додаток до інших причин, війна в Україні лише погіршила становище національного фондового ринку.

Окрему проблему становить механізм ціноутворення на ринку цінних паперів: в умовах домінування мажоритарних акціонерів ціни формуються не внаслідок дії ринкових механізмів, а під впливом їхніх корпоративних інтересів. Це унеможливає формування справедливої біржової вартості активів та виключає фондовий ринок із числа ефективних економічних індикаторів. Така ситуація є типовою для країн з олігархічно-монопольною структурою корпоративного сектору.

Стан дослідження. Помітний внесок у дослідження розглядуваної проблематики зробив зокрема О. О. Дмитрієв, який акцентував увагу на необхідності удосконалення нормативно-правового забезпечення функціонування фондового ринку, а також на важливості системного підходу до регулювання операцій із цінними паперами. Він наголошував на проблемі фрагментарності законодавства та відсутності єдиного кодифікованого акту, що регулював би діяльність учасників фондового ринку. Своєю чергою, І. В. Якубовський досліджував особливості правового статусу учасників фондового ринку, зокрема емітентів та інвесторів, і підкреслював необхідність створення ефективного механізму правового захисту міноритарних акціонерів. У його роботах також розглядаються питання прозорості корпоративного управління та розкриття інформації на фондовому ринку.

Л. В. Костюченко, відповідно, зосереджувалася в своїх працях на проблемах правозастосування в сфері регулювання ринку капіталів, включаючи питання відповідальності за пра-

випорушення, пов'язані з маніпулюванням цінами, інсайдерською торгівлею, недобросовісною конкуренцією тощо. Вона також аналізувала міжнародний досвід і намагалася адаптувати його до українських реалій.

Значна кількість досліджень, у т. ч. колективна монографія «Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти», містить комплексний аналіз сучасного стану вітчизняного ринку капіталів, проблем його нормативного регулювання, проявів зловживань і механізмів їх запобігання [1]. У цьому дослідженні, що включає також елементи порівняльного аналізу, наголошується на рудиментарному характері українського фондового ринку та підкреслюється його неспроможність конкурувати навіть із аналогічними ринками країн Східної Європи, зокрема Польщі.

Інші науковці, у т. ч. згадувані в цій статті, звертали увагу на необхідність саме порівняльно-правового аналізу проблем розвитку фондового ринку за українським та зарубіжним законодавством, передусім європейським.

Мета статті полягає в тому, щоб розкрити основні параметри функціонування фондового ринку в деяких зарубіжних країнах та порівняти зарубіжний досвід у цій сфері з вітчизняним.

Виклад основного матеріалу. Інвестування в цінні папери традиційно є одним із найприбутковіших способів розміщення капіталу. Основні операції з акціями та облигаціями здійснюються на фондових біржах, які не лише забезпечують торгівлю, а й відіграють важливу роль в економіці, впливаючи на її розвиток та формуючи глобальні фінансові тенденції. У світі функціонують сотні бірж: майже кожна країна має власний торговий майданчик. Окрім акцій, біржі дозволяють торгувати валютою та товарами через деривативи. Найпопулярнішими є універсальні біржі, що поєднують різні фінансові інструменти. Біржі класифікують на міжнародні та регіональні, а їх масштаб часто оцінюють за рівнем капіталізації, тобто загальною вартістю акцій на платформі. Провідні фондові біржі світу (умовно топ 5) та їхні основні показники, як зазначено в деяких джерелах [2], можна відобразити наступним чином [див. табл. 1].

Деякі слова про історію становлення фондового ринку в Україні. Історія становлення фондового ринку України розпочалася з проголошення незалежності у 1991 році, коли був прийнятий перший Закон «Про цінні папери та фондову біржу». У 1990-х роках розвиток ринку супроводжувався масовою

приватизацією, створенням інвестиційних фондів і перших торгових майданчиків. Важливим етапом стало надходження іноземних інвестицій у 1997 році, що дало поштовх для появи вторинного ринку. Однак ринок залишався вразливим до економічних криз, зокрема у 2008–2009 та 2014–2016 роках, що призводило до глибоких падінь показників. Незважаючи на певні сплески активності, наприклад у 2018 році, фондовий ринок досі перебуває на етапі становлення та характеризується високою волатильністю. Його ефективне функціонування стримують слабке регулювання, політична нестабільність і низька інвестиційна привабливість. Проте за умови реформ і посилення інституційної спроможності ринок має потенціал до зростання [3, с. 24–27].

Очевидно, що повномасштабне вторгнення внесло свої корективи в процес розвитку ринкової моделі української економіки взагалі та її «фондової» складової зокрема. Зараз фондовий ринок перебуває не те, що в стані стагнації, навпаки – він взагалі не функціонує. При цьому його майбутнє є невизначеним, потрібно буде багато зусиль для того, щоб «наздогнати» розвинені моделі фондових ринків інших держав світу.

О. І. Береславська також дає обережні прогнози щодо майбутнього фондового ринку України. Вона застерігає: попри певний прогрес у залученні фізичних осіб до інвестування в облигації внутрішньої державної позики (ОВДП) і впровадженні досвіду розвинених ринків світу, досі залишаються бар'єри для активної участі індивідуальних інвесторів. Основні проблеми, а саме – низький рівень фінансової грамотності та обмежені ресурси – мають системний характер і потребують загального економічного розвитку. Орієнтація ринку на внутрішнього інвестора стримує капіталізацію; натомість для залучення іноземного капіталу потрібно створити зрозумілі правила гри та оновити бізнес-модель. До того ж, розвиток ринку вимагає розширення асортименту інструментів: нині він обмежується переважно ОВДП, а інші операції малозначущі. Необхідно впроваджувати, як слушно зауважує ця науковиця, популярні на міжнародному рівні інструменти, зокрема сек'юритизовані цінні папери, деривативи й аграрні розписки. Розширення пропозиції стимулює зростання попиту [4, с. 38].

За результатами авторського аналізу ринку цінних паперів провідних світових держав І. В. Шпак та О. М. Гострик виокремили ключові спільні риси його організації та функціонування,

Таблиця 1

Найбільші п'ять фондових бірж світу

Місце у рейтингу	Біржа	Рік заснування	Розташування	Ринкова капіталізація у трлн доларів США (станом на грудень 2023)	Кількість компаній
1	NYSE	1792	Нью-Йорк, США	25,56	3765
2	NASDAQ	1971	Нью-Йорк, США	23,41	2496
3	Euronext	2000	Європа	6,89	1977
4	Shanghai Stock Exchange	1990	Шанхай, КНР	6,52	2152
5	Japan Exchange Group	2013	Токіо, Японія	6,15	3846

що сприяють ефективному функціонуванню фондових ринків розвинених країн. До цих рис належать зокрема:

- високий рівень розвитку фондових ринків, що забезпечує значну довіру між інвесторами, емітентами та державними інституціями;
- активне використання сучасних інтернет-технологій, які дозволяють залучати на зовнішні ринки велику кількість клієнтів, зокрема фізичних осіб;
- ефективне податкове законодавство, що здатне стимулювати інвестиційну активність;
- розвинена система розрахункової інфраструктури, яка створює привабливі умови для участі іноземних інвесторів на глобальних фондових ринках;
- формування міжнародних фінансових центрів шляхом об'єднання провідних фондових бірж [5, с. 28–29].

NYSE (New York Stock Exchange) – це найбільша фондова біржа у світі за рівнем капіталізації. Вона розташована у Нью-Йорку та є символом американського фондового ринку. Її діяльність базується на традиційній моделі торгівлі – з фізичною присутністю трейдерів на торговому майданчику. Попри цифровізацію, NYSE зберігає елементи класичної біржової торгівлі, поєднуючи електронні системи з роботою спеціалізованих маркет-мейкерів, які забезпечують стабільність котирувань та ліквідність.

Своєю чергою, NASDAQ є другою за величиною біржею у США, однак першою у світі, яка почала працювати виключно в електронному форматі. Її діяльність побудована на автоматизованих торгах, що забезпечує високу швидкість операцій та доступність для широкого кола учасників. NASDAQ орієнтована переважно на технологічні компанії та стартапи, тому часто асоціюється з динамічністю та інноваційністю. Основною особливістю є електронна система маркет-мейкерів, які конкурують між собою, формуючи вигідніші умови для інвесторів.

Отже, тут можна запропонувати проміжний висновок: результати вивчення досвіду роботи найбільших фондових ринків світу та їхнього впливу на економіку країн підкреслюють важливість цих ринків для глобальної фінансової стабільності та економічного розвитку. Такі великі фондові ринки, як Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange) і NASDAQ, мають вирішальне значення для залучення капіталу, розвитку бізнесу, розширення підприємств і створення нових робочих місць. Їхня ефективна робота є ключем до забезпечення легкого доступу до фінансових ресурсів, а також для залучення інвестицій як в межах країни, так і на міжнародному рівні. Завдяки високій ліквідності та прозорості ці ринки дозволяють компаніям проводити емісії акцій, облігацій, деривативів, що сприяє розвитку нових проектів і інновацій. Однак важливо враховувати, що коливання на фондових ринках можуть значно впливати на економіку країн, особливо в періоди глобальних криз чи рецесій. Велика волатильність та значні зміни вартості активів можуть призвести до фінансової нестабільності та втрати довіри з боку інвесторів. Тому важливою є наявність ефективного регулювання та нагляду за роботою фондових ринків для забезпечення їх стабільності та захисту інтересів інвесторів. Наявність ефективних механізмів регулювання й нагляду є необхідною для забезпечення їх функціонування як інструменту глобального економічного розвитку. Таким чином, взаємодія між найбільшими фондовими ринками та економіками країн є складним і динамічним процесом, але

при належному підході може стати джерелом стабільності та економічного зростання, що сприятиме поліпшенню інвестиційного клімату і розвитку глобальної економіки [6, с. 54, 66].

Показово, що у Великій Британії свого часу сформувалася відмінна від американської модель державного регулювання ринку цінних паперів. Вона характеризується високим ступенем інституціоналізації та активною участю спеціалізованих державних органів. Становлення сучасної системи фінансового нагляду в цій країні розпочалося у 1998 р., коли більшість контрольних функцій Банку Англії було передано новоствореній Службі з нагляду за фінансовими послугами (Financial Services Authority, FSA). Запровадження єдиної «мегарегуляторної» структури мало на меті централізувати нагляд у фінансовому секторі. Проте з часом така модель виявилася неефективною через низький рівень координації між FSA, Казначейством та Банком Англії, що, зокрема, проявилось під час світової фінансової кризи 2007–2008 рр.

Результатом структурної перебудови, проведеної у 2012 р., стало запровадження нової триєдиної моделі регулювання. Так, було створено Управління пруденційного регулювання (Prudential Regulation Authority, PRA), яке функціонує у складі Банку Англії та здійснює нагляд за стабільністю і платоспроможністю фінансових установ – банків, страхових компаній та інвестиційних фірм. Паралельно було започатковано незалежне Управління фінансової поведінки (Financial Conduct Authority, FCA), відповідальне за поточний нагляд, ліцензування та забезпечення дотримання вимог законодавства в межах фінансового ринку. FCA наділене широкими повноваженнями у сфері регулювання інвестиційної діяльності, запобігання відмиванню доходів, забезпечення прозорості біржових операцій та захисту прав інвесторів. Його фінансування здійснюється за рахунок внесків підконтрольних суб'єктів, що дозволяє зберігати організаційну автономію.

Умовним доповненням до зазначених інституцій виступає Комітет фінансової політики (Financial Policy Committee, FPC), який функціонує в межах Банку Англії. Цей колегіальний орган виконує стратегічні завдання щодо виявлення, моніторингу та нейтралізації системних ризиків для фінансової стабільності держави. До складу Комітету входять як представники Банку Англії, так і незалежні експерти, що забезпечує збалансованість прийнятих рішень.

Нормативно-правову основу функціонування вказаних органів складають низка законодавчих актів, серед яких: Закон про цінні папери компаній (1985 р.), Закон про фінансову службу (1986 р.) та Закон про фінансові послуги (2012 р.). Сукупність цих документів створює правове підґрунтя для регулювання фондового ринку, визначаючи повноваження регуляторів, механізми контролю та засоби впливу на порушників фінансового законодавства.

Таким чином, можна підсумувати, що модель фінансового регулювання у Великій Британії ґрунтується на чіткому функціональному розподілі між наглядовими інституціями та законодавчо закріпленими механізмами контролю. Це дозволяє забезпечити як стабільність фінансової системи, так і потрібну гнучкість у реагуванні на новітні виклики ринку цінних паперів [7].

Далі стисло про інші важливі фондові майданчики світу.

Так, ФРН є визнаним лідером Європейського Союзу за економічним потенціалом, з основним фінансовим центром

у Франкфурті-на-Майні. Франкфуртська фондова біржа, заснована ще в 1585 р., є однією з найстаріших у світі, поряд з Лондонською та Паризькою. Її основний індекс, DAX, включає 40 найбільших німецьких компаній, таких як BASF, Deutsche Bank, Volkswagen, Bayer, Porsche та інші. Цей індекс є важливим індикатором поточного стану німецької економіки, яка, на думку деяких аналітиків, наразі переживає період стагнації. Окрім традиційних інвестицій, Франкфуртська фондова біржа також пропонує можливості для інвестування в компанії, орієнтовані на сталий розвиток, оскільки дослідження показують, що такі компанії можуть забезпечувати вищу прибутковість у довгостроковій перспективі.

Далі, Франція, наступна за значимістю в Європі, має свою основну фондову біржу в Парижі. У 2000 р. Паризька біржа об'єдналася з Амстердамською та Брюссельською, тим самим утворивши Euronext, яка сьогодні є другою за величиною біржею в Європі після Лондонської. Щодня на паризькому ринку торгується понад 4,7 млрд євро у виді цінних паперів. Основним індексом є CAC 40, що включає 40 найбільших за капіталізацією французьких компаній, таких як L'Oréal, Carrefour, Danone, Michelin, Renault та інші. У 2021 р. був розроблений індекс CAC 40 ESG, що відображає посилений інтерес до екологічних, соціальних та управлінських аспектів.

Польща, сусідка України, значно просунулася в економічному та фінансовому розвитку. Варшавська фондова біржа, яка була заснована в 1991 р., сьогодні є найбільшою в Центральній та Східній Європі. У 2013 р. вона посіла друге місце в Європі за кількістю первинних публічних розміщень (Initial Public Offerings або IPO). Багато українських компаній котируються на Варшавській біржі через географічну близькість та обмежену ефективність українського ринку. Основним індексом біржі є WIG20, що включає 20 найбільших польських компаній за капіталізацією, серед як PKO Bank Polski, PKN Orlen, Allegro, LPP, PZU та інші.

Примітно, що всі три фондові біржі є учасниками ініціативи ООН зі сталого розвитку фондових бірж. Варшавська біржа приєдналася до ініціативи в 2013 році, Франкфуртська – в 2014 році, а Паризька – в 2015 році. Ця ініціатива сприяє співпраці між біржами, інвесторами та іншими учасниками ринку для вирішення питань сталого розвитку, боротьби з дискримінацією, збереження природи та покращення клімату через додаткові рейтинги компаній щодо їх ESG-політик [8, с. 49–50].

Україна, будучи наймолодшою серед наведених країн через пізніше здобуття незалежності, має ринок цінних паперів, що активно формується та розвивається. Очевидно, що ринкова економіка неможлива без ефективно функціонуючого фондового ринку, а тому одним із пріоритетних напрямів є забезпечення повноцінної діяльності організованого ринку цінних паперів. Глобалізація фінансових ринків та розвиток технологій посилюють конкурентну боротьбу, змушуючи біржі здійснювати інвестиції у нові технології для підвищення конкурентоспроможності, пропонуючи нові послуги та залучаючи нових учасників та інвесторів.

АТ «Фондова біржа ПФТС», заснована в 1996 році, є найбільшою біржею в Україні. У 2020 році 99,5% усіх операцій з цінними паперами проводилися на двох майданчиках: «Фондова біржа ПФТС» та ФБ «Перспектива». Індекс ПФТС з 1997 року є офіційним індексом України в S&P Emerging Markets.

Сьогодні в Україні не так багато компаній, що котируються. Однією з таких компаній є МХП, акції якої у формі глобальних депозитарних розписок з 2019 року допущені до обігу на території України. Компанія є одним з основних постачальників сільськогосподарської продукції на територію ЄС, що є основною групою товарів для експорту України.

Висновки. Проведене порівняльно-правове дослідження дозволяє сформулювати декілька важливих висновків теоретико-прикладного спрямування.

1. Фондовий ринок України перебуває у стані глибокої кризи, що виявляється у низькій активності учасників, обмеженому асортименті фінансових інструментів та відсутності справедливого ціноутворення через домінування мажоритарних акціонерів. Війна лише поглибила ці проблеми, практично зупинивши функціонування ринку. На тлі світових фінансових центрів, таких як NYSE чи NASDAQ, український ринок виглядає відсталим, що обумовлено слабким регулюванням, політичною нестабільністю та відсутністю довіри з боку інвесторів.

2. Досвід розвинених країн світу свідчить про те, що ефективний фондовий ринок потребує прозорості, сучасних технологій та чіткої регуляторної системи. Наприклад, у Великій Британії запроваджено триєдину модель регулювання (FCA, PRA, FPC), яка забезпечує стабільність і захист інвесторів. Україні необхідно перейняти подібні механізми, а також розширити спектр інструментів (наприклад, деривативи, ESG-індекси) та залучити іноземний капітал через створення передбачуваних правил гри.

3. Майбутнє українського фондового ринку залежить від системних реформ, зокрема поліпшення регуляторного середовища, підвищення фінансової грамотності населення та інтеграції з європейськими ринками. Позитивним прикладом може бути досвід Польщі, яка змогла розвинути найбільший фондовий ринок у Центрально-Східній Європі. Однак для цього Україні потрібні не лише економічні зміни, але й подолання структурних проблем, таких як олігархічна модель власності та слабкість інституцій державного управління.

Література:

1. Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти / За ред. О.Г. Кошового, д.ю.н., проф. В.М. Тертишника, д.е.н., проф. Н.М. Шелудько. Дніпро: ЛІРА, 2019. 267 с.
2. Цимбалюк І. Найбільші фондові біржі світу: 7 провідних бірж цінних паперів. URL: <https://rates.fm/ua-uk/invest/najbilshi-fondovi-birzhi-svitu/> (дата звернення: 22.04.2025).
3. Задою О. А., Терещук О. В. Ретроспективний аналіз становлення фондового ринку України: проблеми та перспективні шляхи розвитку. *Нобелівський вісник*. 2019. № 1 (12). С. 23–30.
4. Береславська О. І. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. № 35(63). С. 34–39.
5. Шпак І. В., Гострик О. М. Аналіз та порівняльна характеристика ринку цінних паперів провідних країн світу. *Інформаційні технології в економіці і управлінні*. 2019. Вип. 1. С. 24–29.
6. Ковалюк А. О., Улич О. М. Зарубіжний досвід функціонування фондових ринків та їх вплив на економіку. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2024. № 5–6. С. 58–68.
7. Регулювання ринку цінних паперів (досвід США, Великої Британії та Німеччини). URL: <https://infocenter.rada.gov.ua/uploads/documents/29253.pdf> (дата звернення: 22.04.2025).
8. Шендерова А.Р., Якубовський С.О. Динаміка фондових ринків провідних країн ЄС та України в умовах світової пандемії COVID-19. *Причорноморські економічні студії*. 2021. Вип. 72-1. С. 47–52.

Volynets V. Legal regime of the stock market: comparative analysis

Summary. The scientific paper provides a comparative analysis of the legal regime of the stock market, focusing on its current state in Ukraine and global development trends. The author notes that the Ukrainian stock market, despite its formation in the 1990s, remains underdeveloped due to low liquidity, a limited list of instruments, the dominance of majority shareholders and the impact of political instability.

Comparison with developed markets (USA, Great Britain, Germany) shows that their efficiency is based on transparency, modern infrastructure and a clear regulatory system. For example, attention is drawn to the fact that the United Kingdom has introduced a three-tiered regulatory model that ensures stability and investor protection. The author also analyzes the experience of Poland, which, despite similar starting conditions, has created the largest stock market in Central and Eastern Europe.

The article proposes ways to reform the Ukrainian market: strengthening regulatory mechanisms, introducing modern instruments (derivatives, ESG indices), attracting foreign investors and integrating with European markets. The study pays special attention to the analysis of pricing mechanisms on the stock market, in particular, the problems of forming a fair stock market value of assets in conditions of dominance of large shareholders.

Special emphasis is placed on the need to create mechanisms in Ukraine to protect the interests of minority shareholders and ensure transparency of corporate governance. These measures are considered key to increasing investor confidence and attracting additional financial resources to the country's economy. The study also contains a critical analysis of the current legislation of Ukraine in this area and proposals for its improvement, taking into account the best European practices.

Key words: stock market, securities, comparative study, legal regulation, index, investments.