

УДК 336.6

М.О. Житар, к.е.н., заступник директора навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи Університету державної фіскальної служби України

СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Предмет роботи – аналіз сучасного стану діяльності фондового ринку та розгляд перспектив його розвитку в умовах нестабільності економіки України.

Метою статті є дослідження стану та визначення перспектив розвитку фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України.

Метод і методологія проведення роботи – використані загальнонаукові та спеціальні методи, зокрема порівняння, наукової абстракції, індукції та дедукції, аналізу та синтезу і тощо.

Результати роботи – проведено аналіз сучасного стану діяльності фондового ринку та розглянуті перспективи його розвитку в умовах фінансової нестабільності економіки України. Обґрунтовано, що фондовий ринок є ключовим фактором мобілізації фінансово капітальних ресурсів, а також інструментом проведення інноваційної політики у державі. Виявлені нагальні проблеми, що існують на фондовому ринку України і заважають його подальшому розвитку до яких слід відносити низьку ліквідність та капіталізацію, масштабний дефіцит внутрішніх грошових ресурсів для інвестицій, низьку частку біржового сегменту ринку, недостатнє законодавче регулювання ціноутворення, обмежену кількість ліквідних та інвестиційно-привабливих фінансових інструментів, високу фрагментарність біржової та депозитарної структури, присутність значної частки російського капіталу в об'єктах інфраструктури вітчизняного фондового ринку.

Ключові слова: фондовий ринок, фінансова нестабільність, ліквідність, капіталізація, фрагментарність, лістингові компанії.

Рис. 5., Табл. 3., Літ. 13

М.О. Житарь

СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

Предмет работы - анализ современного состояния деятельности фондового рынка и рассмотрение перспектив его развития в условиях нестабильности экономики Украины.

Целью статьи является исследование состояния и определение перспектив развития фондового рынка в условиях финансовой нестабильности экономики Украины.

Метод и методология проведения работы - использованы общенаучные и специальные методы, в частности сравнения, научной абстракции, индукции и дедукции, анализа и синтеза и т.п.

Результаты работы - в статье проведен анализ современного состояния деятельности фондового рынка и рассмотрены перспективы его развития в условиях финансовой нестабильности экономики Украины. Обосновано, что фондовый рынок является ключевым фактором мобилизации финансово капитальных ресурсов, а также инструментом проведения инновационной политики в государстве. Выявлены проблемы, которые существуют на фондовом рынке Украины и мешают его дальнейшему развитию: низкая ликвидность и капитализация, масштабный дефицит

внутренних денежных ресурсов для инвестиций, низкая доля биржевого сегмента

рынка, недостаточное законодательное регулирование ценообразования, ограниченное количество ликвидных и инвестиционно-привлекательных финансовых инструментов, высокая фрагментарность биржевой и депозитарной структуры, присутствие значительной части российского капитала в объектах инфраструктуры отечественного фондового рынка.

Ключевые слова: фондовый рынок, финансовая нестабильность, ликвидность, капитализация, фрагментарность, листинговые компании.

M.O.Zhytar

STATE AND PROSPECTS OF STOCK MARKET IN THE FINANCIAL INSTABILITY OF ECONOMY OF UKRAINE

The subject of the work – analysis of the current state of activity of the stock market and review the prospects for its development in conditions of instability of the Ukrainian economy.

Purpose – research status and prospects of the definition of stock market development in the conditions of financial instability of the Ukrainian economy.

Method and methodology of work – used general scientific and special methods, such as comparison, the scientific abstraction, induction and deduction, analysis and synthesis, and other.

Results - the article analyzes the current state of activity of the stock market and the prospects of its development in the conditions of financial instability of the Ukrainian economy. It is proved that the stock market is a key factor in the mobilization of financial and capital resources, as well as an instrument of innovation policy in the state. The problems that exist in the stock market of Ukraine and prevent its further development: low liquidity and capitalization, large-scale shortage of domestic financial resources for investment, low share of exchange segment of the market, the lack of legislative regulation of pricing, limited liquidity and investment-attractive financial instruments, high fragmentation of exchange and depository structure, the presence of a considerable part of the Russian capital for infrastructure of the domestic stock market.

Key words: stock market, financial instability, liquidity, capitalization, fragmentary, listed companies.

Постановка проблеми. В умовах економічної та політичної нестабільності в Україні найбільш гостро постає питання наукового обґрунтування теоретичних основ функціонування фондового ринку й пошуку механізмів інтеграції фондового ринку України до світового фондового ринку, що можливе лише за умов комплексного аналізу його стану та тенденцій функціонування. На сьогоднішній день, актуальним є дослідження проблеми створення та розвитку ефективно функціонуючого фондового ринку, який може забезпечити економіку країни достатньою кількістю інвестиційних ресурсів, які необхідні для стабільного розвитку економік держав.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У науковій економічній літературі на даний момент існує значна кількість публікацій, в яких автори висвітлюють різні аспекти розвитку фондового ринку. На особливу увагу заслуговують роботи класиків економічної думки: Д. Акерлофа, Л. Вальраса, П. Друкера, Дж. Кейнса, Дж. Кокса, Дж. Лінтнера, Г. Марковіца, Р. Мертона, М. Міллера, Ф. Модільяні, Ж. Моссена, В. Сміта, Д. Тобіна, Дж. Хікса, М. Фрідмана У. Шарпа, М. Шоулз та ін. Вивченню проблем становлення й розвитку фондового ринку України, його інвестиційної привабливості та механізмів державного регулювання приділено увагу в працях вітчизняних науковців: Г. Азаренкової, О. Барановського, І. Бланка, М. Денисенка, А. Калини, М. Карліна, В. Клименко, Ю. Коваленко, В. Корнеєва, М. Крупки, О. Лактіонової, Д. Лук'яненка, І. Лютого, О. Мендрула, О. Мозгового, М. Назарчука, С. Онишко, В. Опаріна, В.

Оскольського, І. Павленко, Р. Рака, В. Столярова, Г. Терещенко, Н. Ткаченко, В. Шелудько, І. Школьник, та ін.

Формулювання мети статті. Дослідження стану та визначення перспектив розвитку фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України.

Виклад основного матеріалу статті. Характеризуючи модель фондового ринку України, провідні дослідники вказують, що, при її формуванні відбувалося сліпе копіювання інших моделей (насамперед американської), для запровадження яких не було жодних інституційних умов. Невідповідність розвитку українського фондового ринку інтересам потенційних учасників ринку призводить до постійної втрати економікою джерел додаткових грошових коштів через те, що населення не бере участі у процесах інвестування.

Сформоване на даному етапі інституційне середовище (рівень корупції, законодавчі неузгодженості, високий рівень тінізації та криміналізації економіки, декларативність прав акціонерів, непрозорість корпоративного управління, низький рівень корпоративної культури) сприяє ще більшому «розмиванню» прав власності, що, у свою чергу, стимулює розвиток рейдерства та чітко виражений короткостроковий характер господарської стратегії корпорацій. На наш погляд, у таких умовах може розвиватися лише неорганізований сегмент фондового ринку, а отже, обов'язковим є створення інституційних умов для захисту прав власності, що сприятиме виникненню потреби ринкових інститутів, наслідком чого стане реструктуризація економіки, зростання обсягів організованого фондового ринку на макрорівні та збільшення ефективності корпорацій на мікрорівні.

За останніми наявними даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів у січні-грудні 2015 року становив 155,77 млрд. грн, що менше на 49,08 млрд. грн. порівняно з відповідним періодом 2014 роком (204,85 млрд. грн).

Протягом січня-грудня 2015 року Комісією зареєстровано 158 випусків акцій на суму 128,55 млрд. грн (рис. 1). Порівняно з аналогічним періодом 2014 року обсяг зареєстрованих випусків акцій зменшився на 15,80 млрд. грн.

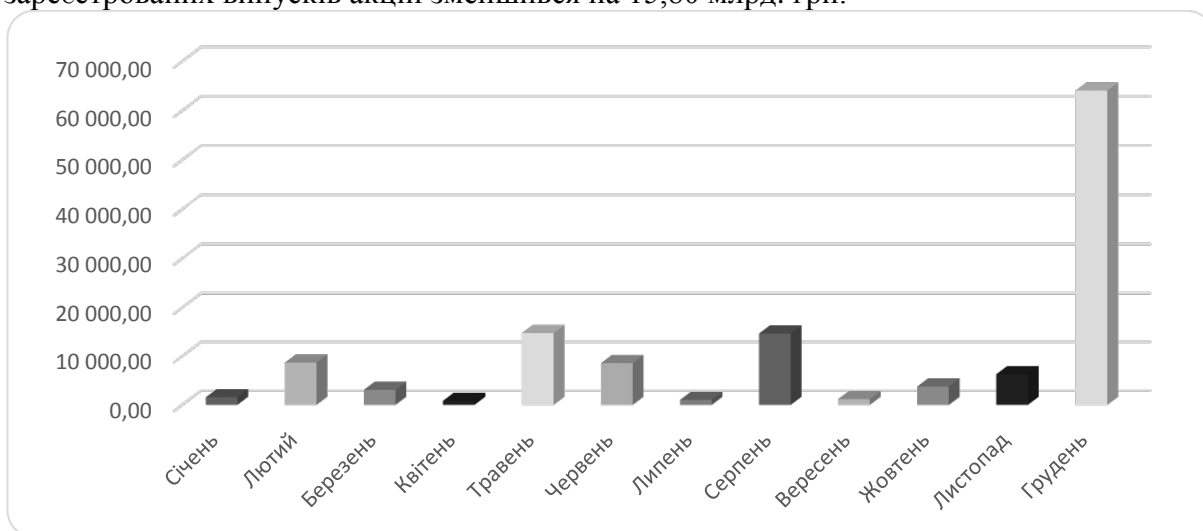


Рис. 1 Обсяг випусків акцій зареєстрованих центральним апаратом Комісії протягом січня-грудня 2015 року, млн. грн.

Значні за обсягом випуски акції, які суттєво вплинули на загальну структуру зареєстрованих випусків акцій протягом зазначеного періоду, зареєстровано наступним банківським установам, з метою збільшення статутного капіталу, зокрема: ПАТ «Промінвестбанк», ПАТ КБ «ПриватБанк», ПАТ «Укрсоцбанк», ПАТ АБ «Укргазбанк», ПАТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк», ПАТ

Банк «Фінанси та кредит», ПАТ «Укресімбанк», ПАТ «ВТБ Банк», ПАТ «ОТП Банк», ПАТ КБ «Хрещатик», ПАТ Банк «Київська Русь», ПАТ КБ «Фінансова ініціатива», ПАТ «УкрСиббанк», ПАТ КБ «Преміум», ПАТ Банк «Траст», ПАТ КБ «Правекс-банк», ПАТ «Укргазпромбанк», ПАТ «Райффайзен банк Аваль», ПАТ «ПТБ», ПАТ Перехідний банк «РВС БАНК», ПАТ «Банк Форвард» та ПАТ «Альфа-Банк».

Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів зареєстрованих Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку у січні-лютому 2016 року становив 14,85 млрд. грн, що більше на 1,02 млрд грн порівняно з відповідним періодом 2015 роком (13,83 млрд. грн). Протягом січня-лютого 2016 року Комісією зареєстровано 16 випусків акцій на суму 10,63 млрд. грн (табл. 1.). Порівняно з аналогічним періодом 2015 року обсяг зареєстрованих випусків акцій збільшився на 375,69 млн. грн.

Таблиця 1

Обсяг випусків акцій зареєстрованих центральним апаратом Комісії протягом січня-лютого 2016 року

Період	Обсяг випуску акцій, млн грн	Кількість випусків, шт.
Січень	9 946,80	8
Лютий	686,85	8
Усього	10 633,64	16

Значні за обсягом випуски акції, які суттєво вплинули на загальну структуру зареєстрованих випусків акцій протягом зазначеного періоду, зареєстровано наступним банківським установам, з метою збільшення статутного капіталу, зокрема: ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України» та ПАТ «Комерційний банк «Хрещатик». Слід зазначити, що вже 5 квітня Національний банк України визнав банк «Хрещатик» (Київ) неплатоспроможним та ввів тимчасову адміністрацію.

Комісією протягом січня-грудня 2015 року зареєстровано 155 випуски облігацій підприємств на суму 12,43 млрд. грн. Порівняно з аналогічним періодом 2014 року обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств зменшився на 16,58 млрд. грн (рис. 2).

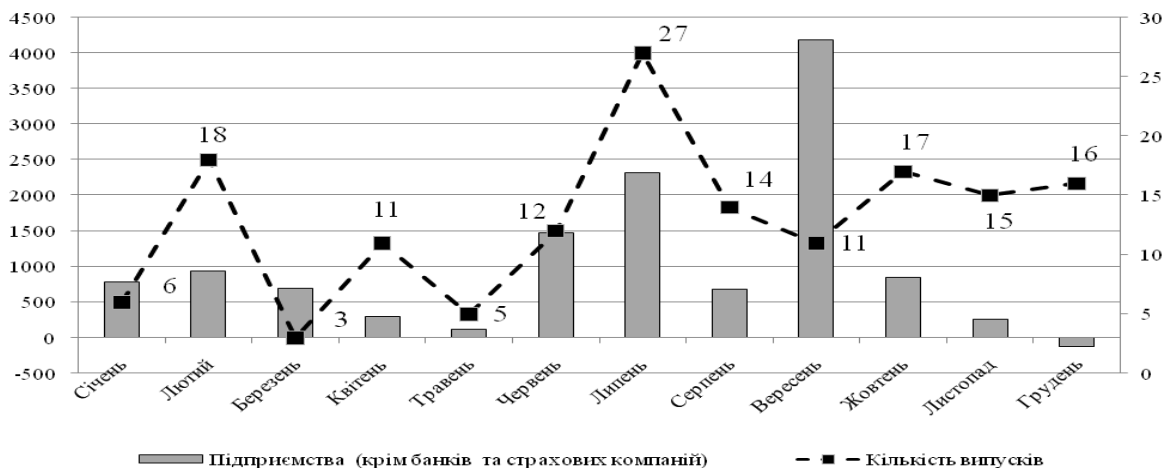


Рис. 2 Обсяг та кількість випусків облігацій підприємств зареєстрованих Комісією протягом січня-грудня 2015 року, млн. грн

Комісією за період січень-грудня 2015 року зареєстровано 16 випусків опціонних сертифікатів на суму 217,46 тис грн. Протягом січня-грудня 2015 року обсяг зареєстрованих Комісією випусків інвестиційних сертифікатів КУА ПФ становив 10,58 млрд. грн, що менше на 14,18 млрд. грн порівняно з даними за аналогічний період 2014 року. Протягом січня-грудня 2015 року обсяг зареєстрованих випусків акцій КІФ

становив 4,21 млрд. грн, що менше на 142,27 млн. грн порівняно з даними за аналогічний період 2014 року.

З початку реєстрації за станом на 31.12.2015 року кількість зареєстрованих корпоративних та пайових інвестиційних фондів становила 2 131 інститутів спільного інвестування, з них: 411 – корпоративних інвестиційних фондів, 1 720 – пайових інвестиційних фондів.

Протягом січня-лютого 2016 року зареєстровано 38 випусків облігацій підприємств на суму 1,69 млрд. грн. Порівняно з аналогічним періодом 2015 року обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств зменшився на 26,71 млн. грн (рис. 3).

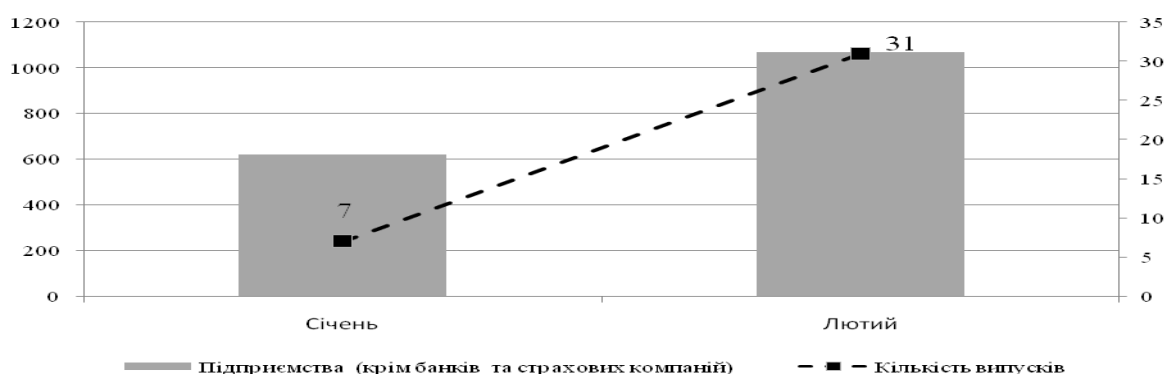


Рис. 3 Обсяг та кількість випусків облігацій підприємств зареєстрованих Комісією протягом січня-лютого 2016 року

Фондовий ринок в тій чи іншій країні характеризується, насамперед, показниками капіталізації, обсягом біржової торгівлі цінними паперами, кількістю цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах.

Станом на 29.02.2016 року капіталізація лістингових компаній фондового ринку складала 36,23 млрд. грн (рис. 4).

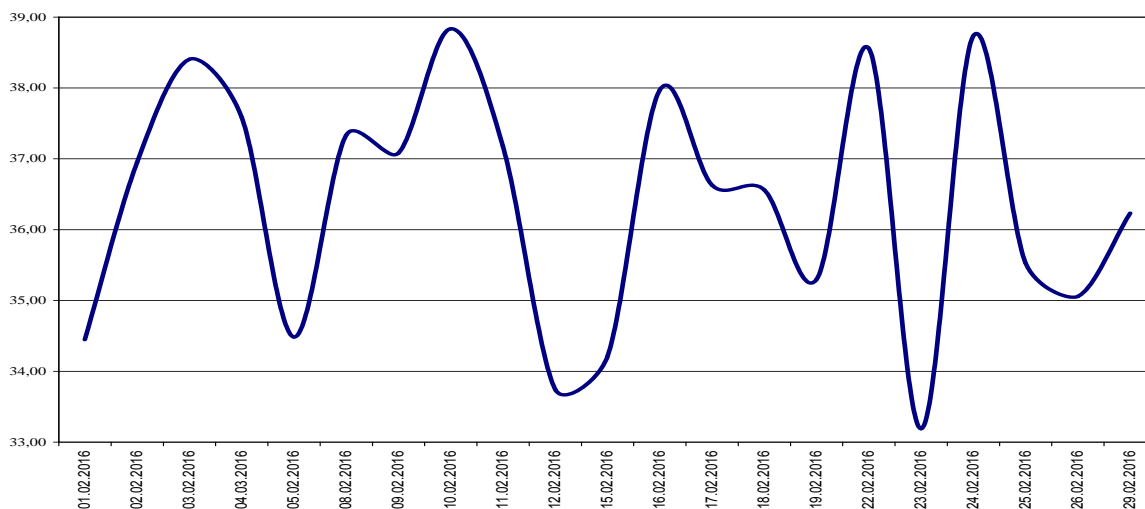


Рис. 4 Капіталізація лістингових компаній фондового ринку за лютий 2016 року, млрд. грн.

За результатами торгів на організаторах торгівлі обсяг біржових контрактів з цінними паперами протягом січня-грудня 2015 року становив 290,77 млрд. грн (табл. 2). Протягом січня-грудня 2015 року порівняно з даними аналогічного періоду 2014 року обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі зменшився на 53,08% (або на 328,92 млрд. грн) (січень-грудень 2014 року – 619,70 млрд. грн).

Таблиця 2
Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі
протягом січня-грудня 2015 року, млн. грн

Період	Організатор торгівлі									Усього
	УФБ	КМФБ	ІННЕКС	ПФБ	УМВБ	УМФБ	СЄФБ	ПФТС	УБ	
Січень	2,43	326,67	0,34	109,97	107,92	3,26	33,28	2 120,04	432,04	26 687,08
Лютий	3,54	662,71	0,49	165,64	0,00	2,67	1,30	4 680,67	683,19	47 324,23
Березень	2,61	141,86	1,08	83,13	0,28	0,00	1,76	7 687,41	688,37	35 316,80
Квітень	267,15	333,85	0,33	43,34	4,41	0,00	1,96	4 699,99	720,72	30 550,32
Травень	2,99	203,31	0,41	36,96	5,19	0,00	0,62	2 427,63	421,65	25 695,11
Червень	2,92	213,24	0,84	49,35	0,42	0,00	0,57	1 450,98	578,28	22 821,33
Липень	3,46	254,65	0,46	85,73	0,00	0,00	0,60	2 294,82	508,75	16 286,45
Серпень	3,89	363,62	0,16	5,18	0,45	0,00	0,94	4 260,95	416,33	16 922,99
Вересень	2,45	389,74	0,38	2,81	0,00	0,00	0,92	6 252,68	493,87	15 010,41
Жовтень	2,77	144,98	0,23	2,99	0,00	0,00	81,35	2 403,64	608,80	8 181,76
Листопад	3,49	190,63	0,22	2,93	0,00	0,00	719,16	3 163,07	553,70	13 433,43
Грудень	4,29	340,06	0,15	3,26	0,00	0,00	570,93	12 179,53	586,74	32 541,12
Усього	301,98	3 565,31	5,09	591,30	118,67	5,94	1 413,39	53 621,41	6 692,43	290 771,03

Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на організаторах торгівлі протягом періоду зафіксовано з:

– державними облігаціями України – 253,32 млрд. грн (87,12% від загального обсягу біржових контрактів на організаторах торгівлі у січні-грудні поточного року);

облігаціями підприємств – 13,60 млрд. грн (4,68% від загального обсягу біржових контрактів на організаторах торгівлі у січні-грудні поточного року) (рис. 5).

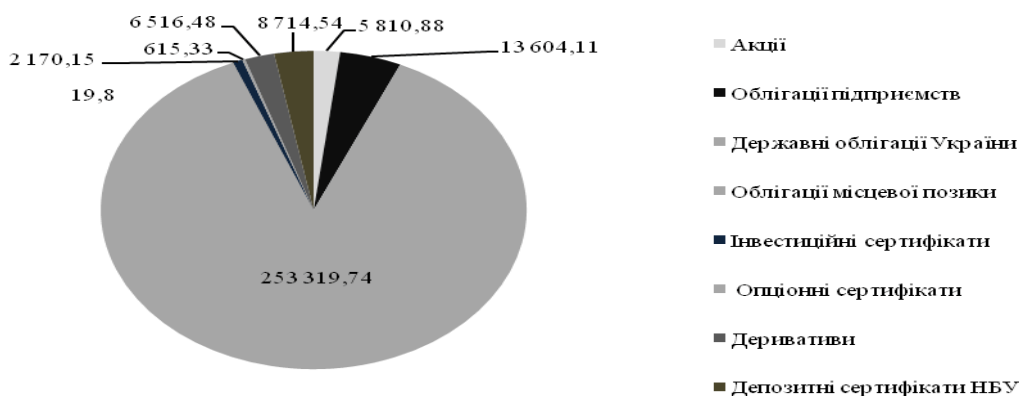


Рис. 5 Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (з розподілом за видом фінансового інструменту) за 2015 рік, млн. грн.

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами протягом січня-грудня 2015 року на вторинному ринку становив 97,60% від загального обсягу біржових контрактів протягом зазначеного періоду (табл. 3).

Зв'язок між інвесторами і позичальниками здійснюється за допомогою фондових бірж, які забезпечують можливість трансформації заощаджень в інвестиції. П. Самуельсон, дослідивши залежність між схильністю до споживання і заощадженням

та величиною чистого доходу, дійшов висновку, що збільшення частки заощаджень залежить від «швидкості» зростання чистого доходу [1].

Таблиця 3

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі за видами ринку протягом січня-грудня 2015 року, млн. грн.

Організатор торгівлі	Первинний ринок			Вторинний ринок			
	Строковий ринок	Ринок приватизації	Спотовий ринок	Ринок РЕПО	Строковий ринок	Спотовий ринок	Ринок приватизації
УФБ	0,00	0,00	264,23	0,00	0,00	37,75	0,00
КМФБ	0,00	0,00	1 301,69	0,00	0,00	2 263,19	0,43
ІННЕКС	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,09	0,00
ПФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	519,31	0,00
УМВБ	18,48	100,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
УМФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,94	0,00
СЄФБ	0,00	0,42	1 368,00	0,00	0,00	44,97	0,00
ПФТС	0,00	0,00	1 262,61	9 347,93	0,00	43 010,87	0,00
Перспектива	0,00	0,00	2 062,54	23 825,19	4 125,34	194 270,60	171,84
УБ	0,00	0,00	600,89	2 543,22	2 372,66	1 175,61	0,00
Усього	18,48	100,61	6 859,97	35 716,33	6 498,00	241 333,31	172,28

Оскільки у країнах із перехідною економікою, і особливо в Україні, доходи населення витрачаються переважно на споживання (до 90%), то вони не можуть бути джерелом інвестицій. Серед українців лише 40% мають банківські рахунки і лише 5% використовують їх для накопичення [2]. Це пов'язано з низьким рівнем заробітної плати – у середньому в Україні 2,5 тис. грн., у Києві – близько 4,5 тис. грн. [3]. До збіднення населення насамперед призвели і військові події на Сході України.

До того ж, більшість населення не має належного економічного мислення, яке б визначало його господарську поведінку (низький рівень фінансової культури населення). Отже, вкрай важливим є освіта населення, в результаті чого сформується економічна культура та розуміння логіки розвитку сучасного фондового ринку.

У той же час приріст інвестицій, що розміщуються на фондовому ринку, збільшує поточне споживання домогосподарств. Приватне споживання є найбільшим компонентом у структурі національного доходу, волатильність прибутковості на ринку цінних паперів корелює з коливаннями темпів зростання ВВП. Але стимули до інвестування виникнуть тільки за умов фінансової стабільності та збільшення реальних доходів, чого, на жаль, не спостерігається в економіці України. Приріст доходів населення України може стати результатом державної політики, що має бути направлена на зменшення монополізації економіки, її структурні зрушення на користь високоприбуткових виробництв, зростання продуктивності праці, збільшення кількості робочих місць та підвищення офіційної зайнятості, а не на зловживання державною владою заради захоплення монополістичних надприбутків, корупційне збагачення та привласнення об'єктів державної власності.

Попит на цінні папери залежить також від процентної ставки, ціни на інші альтернативні фінансові активи (золото, нерухомість тощо). Рівень процентної ставки є не тільки критерієм вибору альтернативних напрямів здійснення інвестиційних операцій, а й значною мірою визначає обсяг цих операцій або ділової активності

окремих суб'єктів господарювання. Структура попиту на фондові інструменти залежить від виду цінних паперів.

Структура пропозиції цінних паперів залежить від структури власності у країні, мікроекономічних факторів та інституційно закріплених видів цінних паперів. У той же час інституційне середовище може стати на заваді випуску певних видів цінних паперів. Наприклад, в Україні Закон України «Про іпотечні облігації», який набрав чинності ще 2006 р., визначає, що можна випускати структуровані іпотечні облігації. [4]. Проте до сьогодні структурованих іпотечних облігацій не випускають, оскільки не створено установи, яка буде їх емітувати.

Державні облігації завдяки високій ліквідності, низькому рівню ризиків, широкому спектру доступного застосування є дуже привабливим інструментом для інвесторів (як резидентів, так і нерезидентів) на ринках багатьох країн світу. Сьогодні це мало не єдині цінні папери, що мають фундаментальну вартість, і саме на них базується фондовий ринок України, а відтак, і перспективи його розвитку. Переважним засобом фінансування в Україні також залишається випуск облігацій внутрішньої державної позики, що практикується вже багато років.

Висновки. Фондовий ринок є ключовим фактором мобілізації фінансово капітальних ресурсів у ринковій економіці, а також інструментом проведення інноваційної політики у державі. Проведений аналіз підтвердив, що нагальні проблеми, які існують на фондовому ринку України і заважають його подальшому розвитку – це низька ліквідність та капіталізація, масштабний дефіцит внутрішніх грошових ресурсів для інвестицій, низька частка біржового сегменту ринку, недостатнє законодавче регулювання ціноутворення, обмежена кількість ліквідних та інвестиційно-привабливих фінансових інструментів, висока фрагментарність біржової та депозитарної структури, присутність значної частки російського капіталу в об'єктах інфраструктури вітчизняного фондового ринку.

Перспективи подальших досліджень. Пріоритетним напрямком може стати розробка концепції регулювання фондового ринку в умовах нестабільності економіки України, яка буде включати механізм, що допоможе вирішити наступні завдання, а саме: збільшення капіталізації, ліквідності та прозорості фондового ринку; удосконалення ринкової інфраструктури та забезпечення її надійного і ефективного функціонування; удосконалення механізмів державного регулювання та захисту прав інвесторів. Концепція регулювання фондового ринку в умовах нестабільності економіки України, на наш погляд, повинна будуватися на принципах соціальної справедливості; надійності захисту інвесторів; прозорості, контролюємості; ефективності; правової упорядкованості; відкритості; конкурентності; першочергової реалізації загальнонаціональних інтересів та забезпечення гарантій та безпеки інвестиційної діяльності в економіці України.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ

1. Самуельсон П. Економіка: підручник / П. Самуельсон. – Львів: Світ, 1996. – 493 с.
2. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.
3. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
4. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nssmc.gov.ua.
5. Азаренкова Г. М. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період / Г. М. Азаренкова, І. В. Шкодін // Вісник НБУ. – 2012. – № 2. – С. 3–7.
6. Житар М. О. Фондовий ринок та механізм його регулювання в умовах економічного розвитку країни / М. О. Житар // Економіка та право. – 2016. – № 2 (44).

7. Житар М. О. Аналіз ліквідності фондового ринку України / М. О. Житар // Фінансування інноваційного розвитку України : стан, проблеми та перспективи : матер. Міжн. наук.-практ. конф. (7 лист. 2013 р., м. Київ). – К. : КНЕУ, 2013. – С. 151 – 153.
8. Arestis Ph. Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets / Ph. Arestis, P. Demetriades, K. Luintel // Journal of Money, Credit and Banking. 2001, V. 33. № 1. P. 16–41.
9. Durham B. The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Lower Income Countries / B. Durham // Emerging Markets Review. 2002, V. 3. P. 211–232.
10. Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S.Zervos // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88 (3). – P.537–558.
11. Miller M. Financial Markets and Economic Growth / M. Miller // Journal of Applied Corporate Finance. 1998. – Vol. 11(3). P.14.
12. Rousseau P. Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes / P. Rousseau, P. Wachtel // Journal of Banking and Finance. 2000, V. 24. P. 1933–1957.
13. Wurgler J. Financial Markets and the Allocation Capital / J. Wurgler // The Journal of Finance. 2000, V. 58. P. 187–214.