

УДК 330.322:336.76

Георгій Костянтинович РОГОВ

*доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, Національний університет кораблебудування імені адмірала Макарова, Україна,
e-mail: gekoro7@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2487-0946>*

**ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ РЕГУЛЬОВАНОГО РИНКУ
КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ**

Рогов, Г. К. Перспективи розвитку регульованого ринку корпоративних цінних паперів в Україні. *Вісник соціально-економічних досліджень*. Одеса : Одеський національний економічний університет. 2025. № 1-2 (92-93). С. 94–107.

Анотація. У статті викладено результати дослідження ризиків, передумов і системних організаційних та інституціональних факторів створення в Україні у повоєнний період сучасного регульованого ринку корпоративних цінних паперів, який сприятиме залученню і розміщенню капіталу його суб'єктами, поліпшенню інвестиційного клімату, відновленню та розвитку економіки. Із застосуванням методології ризик-аналізу здійснено прогностичну оцінку наслідків реалізації ініціатив і заходів нової Стратегії розвитку фінансового сектору України, яка показала низьку ймовірність розв'язання проблеми структурної диверсифікації емітентів корпоративних прав та істотного збільшення кількості акцій у вільному обігу. На основі аналізу причинно-наслідкових зв'язків визначено чинники активізації операцій з акціями та облігаціями підприємств. Їх систематизовано в узагальнюючі категорії відповідно до цільового спрямування: стимулювання попиту інституційних інвесторів, зростання free-float, інтернаціоналізація фондового ринку та захист прав акціонерів. Доведено, що виведення біржового ринку корпоративних цінних паперів, як здатної до самоорганізації відкритої складної системи, із дисфункціонального рівноважного стану на атрактор, який відповідає суспільним інтересам, потребує комплексних інституціональних реформ, а не лише удосконалення структурно-функціональної побудови фінансового сектору. Виходячи з результатів опитувань менеджерів українських підприємств та іноземних інвесторів, у роботі обґрунтовано сфери реформування, а також окреслено сутність запропонованих перетворень. Зроблено висновок, що забезпечення макрофінансової стабільності, лібералізація оподаткування, перезавантаження судової системи та ефективне антимонопольне регулювання, є важливими передумовами формування регульованого ринку корпоративних цінних паперів.

Ключові слова: залучення капіталу; інвестування; інституційні інвестори; інституціональні реформи; інтернаціоналізація ринку; ризик-аналіз; фондовий ринок; цінні папери.

Heorhiy ROHOV

*Doctor of Economics, Professor, Head of Finance Department, Admiral Makarov
National University of Shipbuilding, Ukraine, e-mail: gekoro7@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2487-0946>*

**PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF THE REGULATED
CORPORATE SECURITIES MARKET IN UKRAINE**

Rohov, H. (2025). Prospects for the development of the regulated corporate securities market in Ukraine [Perspektyvy rozvytku rehulovanoho rynku korporatyvnykh tsinnykh paperiv v Ukraini], *Socio-economic research bulletin; Visnik social'no-ekonomichnih doslidzen'* (ISSN 2313-4569), Odesa National Economic University, Odesa, No. 1-2 (92-93), pp. 94–107

Abstract. The article presents the results of a study on risks, prerequisites, and systemic organizational and institutional factors involved in developing a modern, regulated corporate securities market in Ukraine, which will contribute to the attraction and placement of capital by its subjects, the improvement of the investment climate, the restoration and development of the economy. Using risk analysis methodology, it provides a predictive assessment of the potential outcomes of implementing the initiatives and measures outlined in the new Strategy for the Development of Ukraine's Financial Sector. This assessment indicates a low likelihood of resolving the issue of structural diversification among corporate rights issuers and increasing free-float. Through analysis of cause-and-effect relationships, the study identifies factors that drive transactions involving enterprise shares and bonds. These factors are organized into broad categories based on their target objectives: stimulating demand from institutional investors, increasing free float, internationalizing the stock market, and protecting shareholders' rights. The article demonstrates that transitioning the corporate securities exchange market – viewed as an open, self-organizing complex system – from a dysfunctional equilibrium to an attractor aligned with public interests will require not just improving the structural and functional construction of the financial sector but comprehensive institutional reforms. Based on the results of surveys of Ukrainian company managers and foreign investors, the work substantiates the areas of reform and outlines the essence of the proposed transformations. It is concluded that ensuring macro-financial stability, tax liberalization, restarting the judicial system, and implementing effective antitrust regulation are crucial prerequisites for establishing a well-regulated corporate securities market.

Keywords: capital raising; investment; institutional investors; institutional reforms; market internationalization; risk analysis; stock market; securities.

JEL classifications: G100; G180

DOI: [https://doi.org/10.33987/vsed.1-2\(92-93\).2025.94-107](https://doi.org/10.33987/vsed.1-2(92-93).2025.94-107)

Постановка проблеми у загальному вигляді. Для майбутнього повоєнного відновлення і розвитку економіки України важливе значення матиме повноцінне функціонування фондового ринку, який сприяє ліквідності активів, об'єктивності їх оцінки, залученню інвестицій, у тому числі іноземних, та диверсифікації капіталовкладень. Комплексна структура сформованого фондового ринку створює передумови для реалізації різнопланових цільових стратегій його учасників. Регульований ринок корпоративних цінних паперів, до якого в широкому значенні належать прості і привілейовані акції, корпоративні облігації, акції та облігації іноземних емітентів, є структурною складовою, орієнтованою на оптимізацію фінансування модернізації виробничої бази суб'єктів господарювання, які не мають монопольного (домінуючого) становища, та забезпечення їх конкурентоспроможності.

За версією Morgan Stanley Capital International український фондовий ринок належить до найнижчої класифікаційної групи – Пограничні автономні ринки (Frontier Standalone). Інші міжнародні рейтингові агентства взагалі не розглядають його як об'єкт класифікації. Такий стан ринку сигналізує про істотні проблеми з його формуванням і необхідність їх вирішення.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Проблематика фондового ринку в Україні не залишається поза увагою науковців і практиків. У низці фахових публікацій останніх років висвітлено чинники, які обумовлюють його сучасний стан і перспективи розвитку. Наголошується на необхідності подолання

домінування в економіці великих корпорацій сировинних галузей [1], формування сучасної інфраструктури біржового ринку [2; 3], його інтернаціоналізації та цифрової трансформації [4; 5; 6], детінізації операцій з цінними паперами [7]. Активно обговорюються питання захисту прав акціонерів [8], у тому числі, пов'язаних з процедурою squeeze-out [9], стимулів залучення індивідуальних (роздрібних) інвесторів [10].

Автори виділяють специфічні фактори та особливості формування складових фондового ринку. Так, С. Шишков визначає причини дисфункціональності українського ринку акцій, зокрема «тотальну відірваність об'єктивних економічних процесів від їх інституційного оформлення в законодавстві» [11]. Ю. Шулик дістається висновку, що одним із наслідків впливу війни на економіку є те, що, на відміну від державних облігацій, пайові цінні папери втрачають інтерес інвесторів [12].

Корисними, з точки зору теорії і практики, є матеріали, які розкривають світовий досвід розвитку фондових ринків. У цій площині слід зазначити результати досліджень процесів лібералізації ринків [13; 14], їх зв'язку з ключовими макроекономічними індикаторами [15; 16], ефекту включення акцій в міжнародні фондові індекси [17] та застосування інвестиційної стратегії маркет-таймінгу [18].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Навіть на тлі загального незадовільного стану фондового ринку, ситуація в сегменті корпоративних цінних паперів справляє гнітюче враження. Біржові списки двох функціонуючих сьогодні фондових бірж України характеризуються низькою репрезентативністю корпоративних цінних паперів і особливо акцій вітчизняних емітентів. У списку АТ «Фондова біржа «ПФТС», станом на 19.06.25 року [19], частка корпоративних облігацій вітчизняних емітентів становила 18,4%, акцій та облігацій іноземних емітентів – 17,4%, акцій українських акціонерних товариств – 13,5%. На фондовій біржі «Перспектива» [20] частки зазначених цінних паперів у біржовому списку були ще нижче, а саме 11,2%, 4,3% та 5,2% відповідно.

До категорії лістингових цінних паперів ПФТС належать лише корпоративні облігації п'яти емітентів, акції корпоративного інвестиційного фонду та іноземної компанії. Всі корпоративні цінні папери на ПФТС є позалістинговими. У перший половині 2025 року на ПФТС укладено контракти тільки за акціями чотирьох українських емітентів та дев'ятьма найменуваннями корпоративних облігацій. Така дисфункціональність цього сегменту фондового ринку вимагає наукового пошуку методів розв'язання проблеми, які враховують його специфіку. Водночас, доводиться констатувати, що комплексних теоретичних напрацювань щодо предмету дослідження досі не вистачає.

Постановка завдання. Метою статті є визначення ризиків, передумов і системних організаційних та інституціональних чинників виведення регульованого ринку корпоративних цінних паперів в Україні з існуючого рівноважного дисфункціонального стану на цільову траєкторію розвитку. Розв'язання цієї задачі сприятиме залученню капіталу суб'єктами господарювання на модернізацію виробництва, процесам інвестування в економіку країни, її повоєнному відновленню та зростанню.

Виклад основного матеріалу дослідження. Перезавантаження регульованого ринку корпоративних цінних паперів є однією із цілей прийнятою у 2023 році нової Стратегії розвитку фінансового сектору України [21] (далі – Стратегія). Проте, відкритим залишається питання щодо дієвості та достатності ініціатив і

заходів, передбачених Стратегією. Для відповіді на нього доцільно використати інструментарій ризик-аналізу [22]. Його результати ілюструє рис. 1 у вигляді діаграми «краватка-метелик» (Bow tie analysis).

Її головним вузлом є ризик збереження існуючого стану біржового ринку корпоративних цінних паперів, який характеризується кризою як попиту, так і пропозиції. Фактично йдеться про ризик асиметрії інформації, якою володіють емітенти і потенційні інвестори, та незадовільної кон'юнктури ринку розміщення акцій. У лівій частині діаграми визначено причини (джерела) зазначеного ризику, фактори, що погіршують ситуацію та запобіжні заходи, передбачені Стратегією розвитку фінансового сектору України. Праворуч від центрального вузла містяться заходи з управління ризиком у вигляді посилань на відповідні пункти Стратегії, бар'єри на шляху їх реалізації та кінцеві наслідки.

Зазначений вище ризик передусім пов'язаний з надзвичайно високою концентрацією капіталу у власності акціонерів з істотною участю. Саме вона в умовах українського фондового ринку є основною причиною асиметрії інформації, яка є вигідною мажоритарним акціонерам, нівелює їх інтерес до залучення капіталу шляхом публічного розміщення акцій та цементує існуючу структуру власності. У країнах з розвиненим фондовим ринком ступінь асиметрії істотно зменшується завдяки участі інституційних інвесторів у статутному капіталі емітентів корпоративних прав. Проте, володіння понад 75% акцій вузькою групою крупних акціонерів, що характерно для багатьох українських товариств, робить їх інвестиційно не привабливими.

Варто підкреслити, що суттєвому зростанню концентрації капіталу та обмеженню прав міноритарних акціонерів сприяла реалізація законодавчої ініціативи щодо запровадження процедури squeeze-out, тобто обов'язкового продажу акцій на вимогу власника домінуючого контрольного пакета, без урахування особливостей вітчизняного фондового ринку. У контексті причинно-наслідкових зв'язків між високою концентрацією капіталу у власності акціонерів з істотною участю та ризиком, що досліджується, можна вважати лише один захід запобіжного характеру, а саме запровадження механізмів компенсації інвестицій в цінні папери, що передбачені законодавчими актами ЄС (п. 2.7.1. Декомпозиції цілей Стратегії).

Серйозним фактором, який стримує публічну пропозицію цінних паперів та, відповідно, джерелом досліджуваного ризику, є недооціненість акцій українських емітентів. Зрозуміло, що ця проблема загострилася під час війни. Її пом'якшенню сприятиме страхування воєнно-політичних ризиків. Такий захід є складовою ініціативи Підтримка та розвиток економіки (п. 3.1.1 Декомпозиції цілей Стратегії).

Ризик незадовільної кон'юнктури ринку розміщення цінних паперів безпосередньо пов'язаний з низьким інтересом інвесторів до придбання акцій та облігацій українських емітентів. Це обумовлюються незадовільним фінансовим станом багатьох акціонерних товариств, зловживанням на ринку капіталу, порушенням прав міноритарних акціонерів тощо. Ситуацію погіршують такі фактори як додаткові розміщення акцій за курсом нижче балансового, що здійснюються в інтересах власників пакетів з істотною участю і зазвичай зменшують реальну вартість часток міноритаріїв, які не інвестують в акції додаткової емісії, та розповсюджена практика мінімізації дивідендних виплат [23].

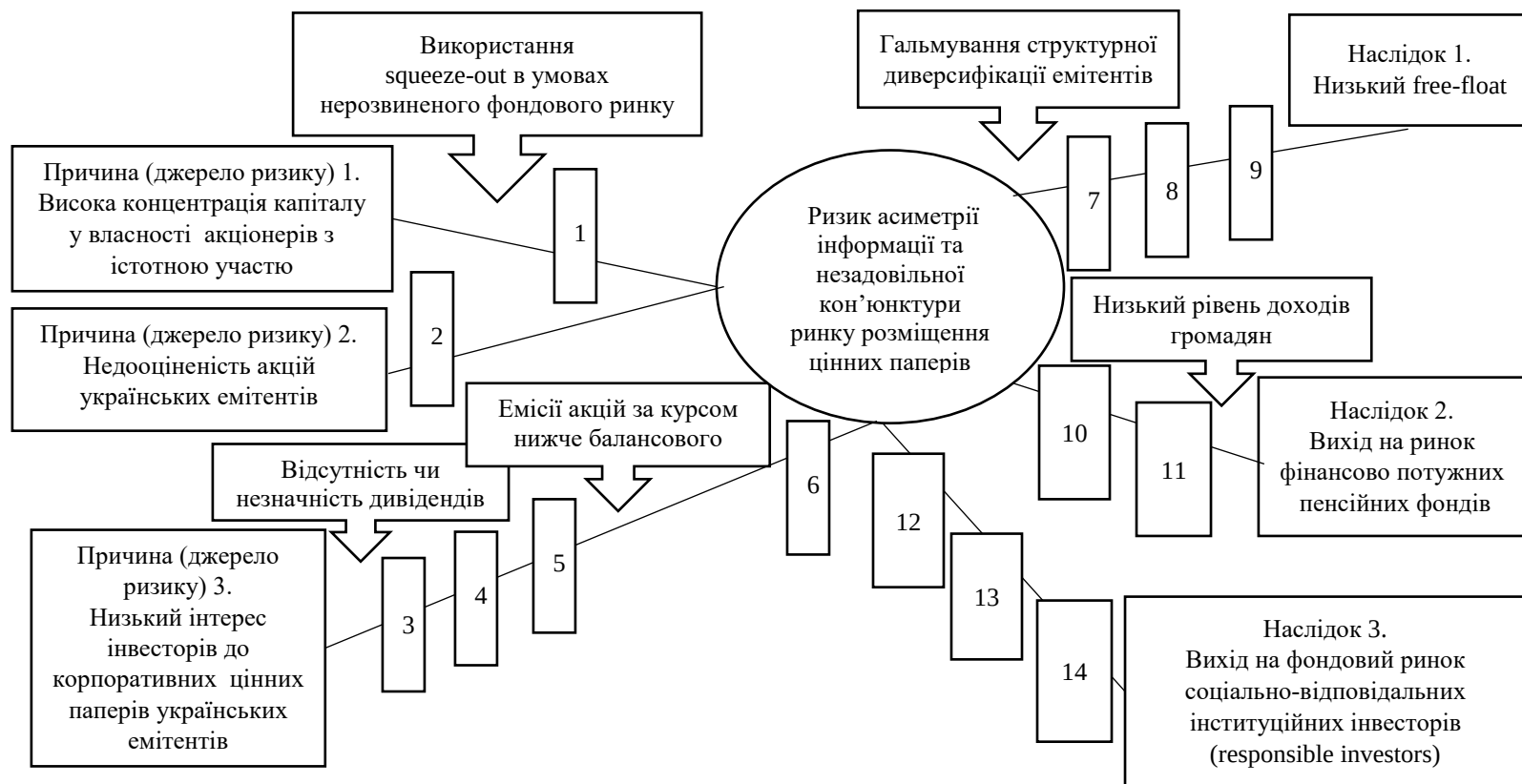


Рис. 1. Аналіз ризиків розвитку регульованого ринку корпоративних цінних паперів (діаграма bow-tie).

Запобіжні заходи управління (посилання на пункти декомпозиції цілей Стратегії): 1 – п. 2.7.1; 2 – п. 3.1.1; 3 – п. 2.4.5; 4 – п. 2.4.2;

5 – п. 3.1.7; 6 – п. 3.5.4 – п. 3.5.6 та п. 4.1 – п. 4.3.

Заходи зменшення наслідків реалізації ризиків (посилання на пункти декомпозиції цілей Стратегії): 7 – п. 3.1.3; 8 – п. 3.1.2; 9 – п. 3.1.8;

10 – п. 1.3.1 – п. 1.3.3; 11 – п. 2.7.3; 12 – п. 3.2.1 – п. 3.2.5; 13 – п. 2.6.2, п. 3.5.2; 14 – п. 5.2.1 – п. 5.2.3.

Джерело: розроблено автором

У площині стимулювання попиту на цінні папери українських емітентів нова Стратегія розвитку фінансового сектору України містить низку корисних ініціатив і заходів. З-поміж них варто виділити довгоочікувану законодавчу ініціативу щодо запровадження спеціальних довгострокових та середньострокових інвестиційних рахунків, яка передбачає, що дохід їх власників від операцій з цінними паперами звільняється, за певних умов, від оподаткування (п. 2.4.2 Декомпозиції цілей Стратегії), спрощення дистанційного обслуговування клієнтів (п. 3.5.4), удосконалення розкриття інформації на основі стандартів звітності (п. 3.5.6), а також комплекс заходів з розвитку інфраструктури цифрових фінансових послуг (п. 4.1), їх автоматизації (п. 4.2) та регулювання віртуальних активів (п. 4.3). Разом з тим, низка заходів мають декларативний характер. Йдеться, зокрема, про «Забезпечення функціонування ефективної системи протидії зловживанням на ринках капіталу» (п. 2.4.5), «Захист прав кредиторів та інвесторів» (п. 3.1.7), «Відповідальні цифрові послуги» (п. 3.5.5). Відсутність конкретизації змісту заходів викликає сумніви у дієвості їх позитивного впливу на зацікавленість інвесторів у корпоративних цінних паперах українських емітентів.

Складові Стратегії, відображені у правій частині рис. 1, являють собою по суті логічні ланцюжки актуальних довгострокових заходів управління, що зменшують наслідки реалізації ризику збереження асиметрії інформації та незадовільної кон'юнктури ринку розміщення акцій. Ці ланцюжки спрямовані на фінансове оздоровлення емітентів корпоративних цінних паперів та створення передумов для виходу на фондовий ринок фінансово потужних пенсійних фондів і соціально-відповідальних інституційних інвесторів.

Досвід розвитку фондового ринку в Польщі та інших східноєвропейських країнах, які приєдналися до ЄС, свідчить про те, що пенсійні фонди є тригерами значного зростання попиту на корпоративні цінні папери, що за певних інституціональних перетворень може стимулювати їх пропозицію. Декомпозиція цілей Стратегії передбачає повноцінне функціонування та удосконалення пенсійної системи другого і третього рівнів (п. 1.3.1 і п. 1.3.2), запровадження професійного накопичувального пенсійного забезпечення (п. 1.3.3) та відповідних гарантійних механізмів (п. 2.7.3). Фактично йдеться про пенсійну реформу, яка, зокрема, має призвести до активізації пенсійних фондів на українському біржовому ринку корпоративних акцій та облігацій. Проте, її результат значною мірою залежить від того, наскільки та як швидко вдасться підвищити доходи громадян, тобто від вирішення більш глобальної задачі, що потребує розробки та реалізації системної соціально-економічної політики.

З огляду на світовий тренд поширення соціально-відповідального інвестування (SRI), за якого рішення щодо об'єктів капіталовкладень приймаються не лише на основі суто економічної ефективності, але з урахуванням екологічних, соціальних та управлінських показників (ESG), своєчасним видається запропонований у Стратегії комплекс адаптації професійних учасників фондового ринку до зміни інвестиційних пріоритетів. Він охоплює заходи з оновлення політики сталого фінансування (п. 3.2.1), протидії маніпулюванню значеннями екологічних індикаторів (п. 3.2.2), емісії соціальних облігацій (п. 3.2.3), регулювання звітності за показниками ESG (п. 3.2.4) і професійної діяльності у сфері фінансових послуг (п. 3.5.2), упровадження ESG-рейтингування (п. 3.2.5) та створення системи очищення ринку від недобросовісних учасників (п. 2.6.2).

Позаяк SRI передбачає відкритість фондового ринку, до зазначеного комплексу заходів доцільно віднести також європейську інтеграцію фінансового сектору (п. 5.2.1 Декомпозиції цілей Стратегії) та міжнародне співробітництво з відповідними іноземними регуляторами, такими як Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO), Європейське управління з цінних паперів та ринків (ESMA) тощо (п. 5.2.2 і п. 5.2.3). Цілком імовірно, що у результаті реалізації такого комплексу заходів, вдасться досягти виходу на біржовий ринок корпоративних цінних паперів соціально-відповідальних інституційних інвесторів зі значним капіталом і міжнародним досвідом. Вони, разом з пенсійними фондами та Національним інвестиційним фондом для державних підприємств, функціонування якого заплановано п. 3.1.8 Декомпозиції цілей Стратегії, спроможні знизити ризик незадовільної кон'юнктури ринку розміщення корпоративних цінних паперів шляхом формування істотного попиту на акції та облигації українських емітентів.

Водночас значно складнішою виглядає ситуація з прогнозними очікуваннями їх пропозиції. Проаналізованих вище ініціатив і заходів нової Стратегії розвитку фінансового сектору України явно недостатньо для сподівань на суттєве пожвавлення біржової торгівлі акціями та корпоративними облигаціями. Реальною є небезпека гальмування структурної диверсифікації емітентів корпоративних прав на фондовому ринку. Стратегія не передбачає надійних передумов розміщення акцій товариствами не фінансового сектору, не сировинних, не монополізованих галузей економіки.

Обережний оптимізм вселяють відображені на рис. 1 заходи щодо кредитних програм підтримки бізнесу (п. 3.1.2 Декомпозиції цілей Стратегії) та розвитку підприємств пріоритетних, експортноорієнтованих видів діяльності (п. 3.1.3). Проте, вони жодним чином не конкретизовані, що унеможливує оцінку їх дієвості. Отже, у підсумку аналізу ризиків розвитку фондового ринку можна дійти висновку, що реалізація Стратегії принаймні не призведе до масштабного збільшення кількості акцій українських емітентів у вільному обігу (free-float). Це ставить під сумнів перезавантаження біржового ринку корпоративних цінних паперів у середньостроковій перспективі.

Для розв'язання цієї задачі слід виходити з того, що біржовий ринок корпоративних цінних паперів є відкритою, складною системою, здатною до самоорганізації, яка сьогодні майже не функціонує. Причини такого своєрідного рівноважного стану системи не вписуються в проблематику суто структурно-функціональної побудови фінансового сектору. Поза нею залишається сукупність взаємопов'язаних політичних, економічних, правових та соціальних факторів, що формують зовнішнє і внутрішнє середовище системи та опосередковано визначають якісні й кількісні параметри її трансформації.

Отже, активація ринку корпоративних цінних паперів у період повоєнного відновлення вимагатиме комплексу інституціональних реформ, що уможливлять подолання порогу його чутливості до зовнішніх впливів, проходження точки біфуркації, самоорганізацію емітентів та інвесторів і вихід на бажаний, в аспекті суспільних інтересів, атрактор. З метою запобігання нецільовій реакції елементів системи, необхідно мати чітке уявлення про пріоритети і ризики існуючих і потенційних професійних учасників ринку, розуміння змісту й передумов реалізації їх інвестиційних і емісійних стратегій та враховувати це в процесі реформування бізнес-середовища. Важливо зазначити, що йдеться, насамперед, про якісне

перетворення загальних умови господарювання, адже стагнація вітчизняного фондового ринку є похідною хронічних проблем соціально-економічного розвитку та нових викликів часу.

Зважаючи на результати аналізу ризиків біржового ринку цінних паперів, релевантними предмету дослідження є, передусім, перспективи реформування інвестиційного клімату, створення умов для структурної диверсифікації емітентів корпоративних прав на біржовому ринку та зростання free-float. Об'єктивним і змістовним джерелом інформації щодо проблем у сфері інвестування, які мали місце ще до початку повномасштабного вторгнення, і шляхів їх вирішення, є щорічні опитування іноземних інвесторів Європейською бізнес-асоціацією (ЕБА), Центром економічної стратегії та компанією Dragon Capital. Через те, що ці опитування не здійснюються у воєнний час, необхідно звернути увагу також на нові проблеми, які істотно впливатимуть на функціонування суб'єктів господарювання у період відновлення економіки. Вони фіксуються у результатах опитувань підприємств України, які щомісяця оприлюднюються Департаментом статистики та звітності НБУ, і активно дискутуються у фаховій літературі.

Згідно з даними останнього опитування іноземних інвесторів [24], з-поміж чинників, які перешкоджають інвестиціям в українську економіку, головними є недовіра до судової системи, корупція та монополізація ринків олігархічними структурами. Відповідно, респонденти вважали, що ефективні заходи боротьби з корупцією, перезапуск судової системи, удосконалення антимонопольного регулювання та обмеження впливу олігархів мали б максимальний позитивний вплив на інвестиційний клімат. Їх реалізація досі залишається актуальною.

Примітним є те, що пріоритетними факторами активізації інвестиційних процесів визначено інституційні чинники, які створюють передумови для виходу на фондовий ринок емітентів, зацікавлених у залученні капіталу в великих обсягах, а не набутті домінуючого контрольного пакету акцій. У підсумку це означитиме поступову структурну диверсифікацію емітентів корпоративних прав на біржовому ринку, збільшення в їх капіталі часток інституційних інвесторів і міноритарних акціонерів і зростання free-float.

Серед найбільших загроз бізнесу респондентами визначено низку фінансових ризиків. Це ризики дефолту по державних запозиченнях, втрати макроекономічної стабільності через м'яку фіскальну та монетарну політику та небезпека підвищення податкового навантаження. Зі зрозумілих причин зазначені ризики багаторазово збільшилися з початком повномасштабної збройної російської агресії. Логічним буде припустити, що вони залишатимуться високими під час післявоєнного відновлення економіки. Тож, забезпечення макрофінансової стабільності потрібно також розглядати як важливий чинник залучення інвестицій та позитивних змін у структурі емітентів корпоративних прав.

Беручи до уваги жваву дискусію навколо концепції антикорупційної податкової реформи та результати останніх досліджень, які свідчать, що власники і керівники підприємств вбачають лібералізацією оподаткування абсолютно необхідною для стратегічного розвитку [25], саме таку фіскальну політику доцільно вважати фактором поліпшення інвестиційного клімату та цільових трансформацій на регульованому ринку корпоративних цінних паперів. Вона має спиратися на консенсус бізнесу і держави щодо зобов'язань сторін, зокрема дотримання податкової дисципліни і автоматичного відшкодування ПДВ експортерам,

гарантувати зниження податкового тиску і спрощення адміністрування та забезпечувати детінізацію діяльності господарюючих суб'єктів.

Трудова міграція у розвинені країни та незадовільна інфраструктура і логістика були проблемами інвесторів ще до війни [24]. Сьогодні, згідно з результатами опитувань НБУ [26], руйнування інфраструктури внаслідок бойових дій та дефіцит кваліфікованих кадрів стали основними чинниками, стримуючими розвиток ділової активності. У повоєнний період конче необхідним буде вирішення масштабних проблем відновлення і розвитку інфраструктури та розробки і реалізації стратегії подолання демографічної кризи. Від того, наскільки та як швидко це вдасться, залежать і перспективи трансформації фондового ринку.

Розв'язання задач, обґрунтованих вище, разом з реалізацією заходів, передбачених пунктами 3.1.1 – 3.1.3; 3.1.8; 3.5.4. – 3.5.6; 4.1. – 4.3 нової Стратегії розвитку фінансового сектору України, важливість яких установлено в ході ризик-аналізу (рис. 1), з високою ймовірністю дозволить створити умови для структурної диверсифікації емітентів корпоративних прав на біржовому ринку та зростання free-float. Для визначення і систематизації в узагальнені категорії інших чинників формування сучасного біржового ринку корпоративних цінних паперів застосовано метод аналізу причинно-наслідкових зв'язків. Підсумкову аналітичну інформацію подано у вигляді діаграми Ісікави на рис. 2.

У блоках діаграми показані категорії чинників і цільовий результат. Кожну категорію деталізовано за її складовими, тобто інституціональними реформами, ініціативами та заходами. Структурні частини діаграми об'єднано причинно-наслідковими зв'язками. Як видно із рис. 2, на основі систематизації факторів формування біржового ринку корпоративних цінних паперів, додано ще три їх узагальнені категорії, а саме Стимулювання попиту інституційних інвесторів, Захист прав акціонерів та Інтернаціоналізація фондового ринку.

Стимулювання попиту інституційних інвесторів, зважаючи на результати аналізу ризиків, повністю забезпечується заходами Стратегії щодо розвитку пенсійних фондів і залучення соціально-відповідальних інвестицій. Компоненти декомпозиції цілей Стратегії включені також до інших категорій (рис. 2). Разом з тим, їх доцільно доповнити певними пропозиціями. Так, захист прав акціонерів потребує приведення правового регулювання процедур squeeze-out та sell-out до реалій українського фондового ринку. Зокрема, для запобігання дискримінації міноритаріїв примусовий продаж акцій на вимогу власника домінуючого контрольного пакету має проводитись лише за визначення ціни на біржових торгах.

В аспекті інтернаціоналізації фондового ринку важливе значення має довіра інвесторів. Тому актуальним є уникнення дефолту за ВВП-варантами у разі реструктуризації боргу, адже технічний дефолт уже мав місце. Крім того, необхідно реалізувати комплекс заходів з лібералізації доступу на український фондовий ринок цінних паперів іноземних емітентів. Виходячи з нагальності розв'язання поточних проблем ринку, у зазначеному комплексі варто виділити такий регуляторний захід як зняття заборони на торгівлю лістинговими акціями зарубіжних емітентів в іноземній валюті.



Рис. 2. Причинно-наслідкові зв'язки формування сучасного біржового ринку корпоративних цінних паперів у повоєнний період (діаграма Ісікави)

Джерело: розроблено автором

Висновки і перспективи подальших розробок. Існуючий стан ринку корпоративних цінних паперів має далекосяжні негативні наслідки для відновлення та розвитку економіки. Застосування інструментарію ризик аналізу для дослідження чинників, які обумовлюють існуючу дисфункціональність фондового ринку,

дозволив зробити прогностну оцінку дієвості і достатності ініціатив і заходів, передбачених новою Стратегією розвитку фінансового сектору України для якісної зміни ситуації.

Реалізація Стратегії ймовірно матиме значний позитивний вплив на зростання попиту на корпоративні цінні папери з боку пенсійних фондів і соціально-відповідальних інституційних інвесторів. Проте, ініціатив і заходів нової Стратегії недостатньо для подолання ризику гальмування структурної диверсифікації емітентів корпоративних прав на фондовому ринку, що унеможливорює необхідне зростання free-float.

На основі даних опитувань підприємств України та іноземних інвесторів з використанням методу аналізу причинно-наслідкових зв'язків, визначено і систематизовано в узагальнені категорії фактори формування сучасного біржового ринку корпоративних цінних паперів. Пріоритетними виявились інституціональні чинники, що свідчить про необхідність серйозних реформ бізнес-середовища, які мають забезпечити синергетичний ефект створення передумов для виходу на ринок емітентів, зацікавлених у публічному залученні капіталу та обігу на ринку їх акцій та облігацій.

Перспективою подальших досліджень є оцінка впливу на формування ринку реалізації ініціатив і заходів, визначених у цій роботі.

Література

1. Шишков С. Є. Олігархізм як чинник інституційних деформацій фондового ринку в Україні. *Український соціум*. 2019. № 2 (69). С. 84–96. DOI: <https://doi.org/10.15407/socium2019.02.084>.
2. Танклевська Н. С., Ярмоленко В. В. Сучасний стан та проблеми функціонування фондового ринку в Україні. *Ефективна економіка*. 2021. № 7. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.7.1>.
3. Шелудько Н. М., Шишков С. Є. Інфраструктура фінансового ринку в Україні: наслідки законодавчого оновлення. *Фінанси України*. 2021. № 9. С. 70–98. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.09.070>.
4. Борзенко О. О., Редзюк Є. В. Перспективні напрями розвитку фондового ринку України з урахуванням сучасних тенденцій. *Фінанси України*. 2023. № 3. С. 44–54. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2023.03.044>.
5. Ponomarenko, V. Foreign securities: Issues and prospects for the Ukrainian stock market. *Social & Legal Studies*. 2024. Vol. 7 (1). Pp. 194–201. DOI: <https://doi.org/10.32518/sals1.2024.194>.
6. Харабара В. М., Грешко Р. І., Харабара В. І. Фондовий ринок України: стан, актуальні проблеми та перспективи. *Молодий вчений*. 2024. № 6 (130). С. 135–200. DOI: <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2024-6-130-16>.
7. Корнєєв В. В. Інвестиційна привабливість ринків капіталу: тренди детінізації бізнес-угод. *Університетські наукові записки*. 2022. № 1-2 (85-86). С. 17–26. DOI: <https://doi.org/10.37491/UNZ.85-86.2>.
8. Щока С. В. Права акціонерів в Україні: деякі механізми захисту та корпоративні відносини. *Науковий вісник Ужгородського Національного Університету*. 2024. Вип. 85 (2). С. 68–72. DOI: <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2024.85.2.9>.
9. Дорошенко Л. М. Щодо відповідності процедури обов'язкового продажу акцій (squeeze-out) принципу непорушності права власності. *Підприємництво, господарство і право*. 2020. № 7. С. 76–82. DOI: <https://doi.org/10.32849/2663-5313/2020.7.13>.
10. Шишков С. Є. Залучення індивідуальних інвесторів до фондового ринку України: технології та інструментарій. *Український соціум*. 2022. № 3 (82). С. 64–83. DOI: <https://doi.org/10.15407/socium2022.03.064>.

11. Шишков С. Є. Дисфункціональність ринку акцій в Україні: фактор ваучерної приватизації. *Український соціум*. 2021. № 3 (78). С. 107–131. DOI: <https://doi.org/10.15407/socium2021.03.107>.
12. Шулик Ю. В. Стан та перспективи розвитку фондового ринку України. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. 2024. № 33 (61). С. 69–80. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-33\(61\)-69-80](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-33(61)-69-80).
13. Wang S. How does stock market liberalization influence corporate innovation? Evidence from Stock Connect scheme in China. *Emerging Markets Review*. 2021. Vol. 47. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100762>.
14. Hoang B. T., Mateus C. How does liberalization affect emerging stock markets? Theories and empirical evidence. *Journal of Economic Surveys*. 2024. Vol. 39 (3). Pp. 877–898. DOI: <https://doi.org/10.1111/joes.12561>.
15. Gollopeni K. S., Bilalli A., Haxhimustafa S., Gara A. The impact of stock market on economic growth: evidence from developed European countries. *Seeu Review*. 2023. Vol. 18 (2). Pp. 191–202. DOI: <https://doi.org/10.2478/seeur-2023-0081>.
16. Humpe A., McMillan D. G., Schöttl A. Macroeconomic determinants of the stock market: A comparative study of Anglosphere and BRICS. *Finance Research Letters*, Elsevier. 2025. Vol. 75 (C). DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106869>.
17. Antonelli S., Corneli F., Ferriani F., Gazzani A. Benchmark Effects from the Inclusion of Chinese A-shares in the MSCI EM Index. *Economics Letters*. 2022. Vol. 216 (C). DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110600>.
18. Nagy A. Z. Market timing investment methods on the Budapest Stock Exchange. *Financial and Economic Review*. 2024. Vol. 23 (2). Pp. 105–130. DOI: <https://doi.org/10.33893/FER.23.2.105>.
19. Список активів, допущених до торгів на організованому фондовому ринку / АТ Фондова біржа ПФТС : сайт. URL: <https://pfts.ua/stock-exchange-pfts/list-pfts> (дата звернення: 18.04.2025).
20. Біржовий список / Фондова біржа «Перспектива» : сайт. URL: <https://fbp.com.ua/Trade/StockListPer.aspx> (дата звернення: 21.04.2025).
21. Стратегія розвитку фінансового сектору України / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України: сайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=13782289> (дата звернення: 22.04.2025).
22. ISO Guide. IEC 31010:2019. Risk management – Risk assessment techniques. ISO, 2019. 130 p. ISBN: 978 0 580 95443 6.
23. Rohov H., Kolodiziev O., Shulga N., Krupka M., Riabovolyk T. Factors affecting the dividend policy of non-financial joint-stock companies in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*. 2020. Vol. 17 (3). Pp. 40–53. DOI: [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17\(3\).2020.04](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17(3).2020.04).
24. П'яте щорічне опитування іноземних інвесторів 2020 / ЕВА, Dragon Capital, Центр економічної стратегії. URL: https://ces.org.ua/wp-content/uploads/2020/11/2020_ForeignInvestorSurvey_Presentation_ua.pdf (дата звернення: 24.04.2025).
25. Антикорупційна податкова реформа: дослідження / Інститут Економічного Лідерства : сайт. URL: <https://www.economicleadership.institute/antikoruptsiyna-podatкова-reforma-doslidzhennia> (дата звернення: 24.04.2025).
26. Щомісячні опитування підприємств України. Червень 2025 р. Вип. № 69 / Національний банк України : сайт. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Business_survey_m_2025_06.pdf?v=14 (дата звернення: 25.04.2025).

References

1. Shyshkov, S. Ye. (2019). Oligarchism as a factor for institutional deformations of the stock market in Ukraine [Oliharkhizm yak chynnyk instytutsiinykh deformatsii fondovoho rynku v Ukraini], *Ukrainian Society*, No. 2 (69), s. 84–96. DOI: <https://doi.org/10.15407/socium2019.02.084> [in Ukrainian]

2. Tanklevska, N. S., & Yarmolenko, V. V. (2021). Current situation and problems of stock market functioning in Ukraine [Suchasnyi stan ta problemy funktsionuvannia fondovoho rynku v Ukraini], *Efektivna ekonomika*, No. 7. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105-2021.7.1> [in Ukrainian]
3. Sheludko, N. M., & Shyshkov, S. Ye. (2021). Financial market infrastructure in Ukraine: consequences of legislative update [Infrastruktura finansovoho rynku v Ukraini: naslidky zakonodavchoho onovlennia], *Finance of Ukraine*, No. 9, s. 70–98. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.09.070> [in Ukrainian]
4. Borzenko, O. O., & Redziuk Ye. V. (2023). Prospective directions of the stock market development of Ukraine taking into account of modern trends [Perspektyvni napriamy rozvytku fondovoho rynku Ukrainy z urakhuvanniam suchasnykh tendentsii], *Finance of Ukraine*, No. 3, s. 44–54. DOI: <https://doi.org/10.33763/finukr2023.03.044> [in Ukrainian]
5. Ponomarenko, V. (2024). Foreign securities: Issues and prospects for the Ukrainian stock market, *Social & Legal Studios*, Vol. 7, No. 1, pp. 194–201. DOI: <https://doi.org/10.32518/sals1.2024.194>.
6. Kharabara, V. M., Greshko, R. I., & Kharabara, V. I. (2024). Stockmarket of Ukraine: status, current problems and prospects [Fondovyi rynek Ukrainy: stan, aktualni problemy ta perspektyvy], *Young Scientist*, No. 6 (130), s. 135–200. DOI: <https://doi.org/10.32839/2304-5809/2024-6-130-16> [in Ukrainian]
7. Korneev, V. V. (2022). Investment attractiveness of capital markets: trends in de-shadowing of business deals [Investytsiina pryvablyvist rynkiv kapitalu: trendy detinizatsii biznes-uhod], *University Scientific Notes*, No. 1-2 (85-86), s. 17–26. DOI: <https://doi.org/10.37491/UNZ.85-86.2> [in Ukrainian]
8. Shchoka, S. V. (2024). Shareholder rights in Ukraine: some protection mechanisms and corporate relations [Prava aktsioneriv v Ukraini: deiaki mekhanizmy zakhystu ta korporatyvni vidnosyny], *Uzhhorod National University Herald*, Series: Law, Vol. 2, No. 85, s. 68–72. DOI: <https://doi.org/10.24144/2307-3322.2024.85.2.9> [in Ukrainian]
9. Doroshenko, L. M. (2020). On the compliance with the procedure of the mandatory sale of shares (squeeze-out) to the principle of ownership inviolability [Shchodo vidpovidnosti protsedury oboviazkovoho prodazhu aktsii (squeeze-out) pryntsyphu neporushnosti prava vlasnosti], *Entrepreneurship, Economy and Law*, No. 7, s. 76–82. DOI: <https://doi.org/10.32849/2663-5313/2020.7.13> [in Ukrainian]
10. Shyshkov, S. Ye. (2022). Attracting individual investors to the stock market of Ukraine: technologies and tools [Zaluchennia indyvidualnykh investoriv do fondovoho rynku Ukrainy: tekhnolohii ta instrumentarii], *Ukrainian Society*, No. 3 (82), s. 64–83. DOI: <https://doi.org/10.15407/socium2022.03.064> [in Ukrainian]
11. Shyshkov, S. Ye. (2021). Stock market dysfunctionality in Ukraine: factor of voucher privatisation [Dysfunktsionalnist rynku aktsii v Ukraini: faktor vauchernoi pryvatyzatsii], *Ukrainian Society*, No. 3 (78), s. 107–131. DOI: <https://doi.org/10.15407/socium2021.03.107> [in Ukrainian]
12. Shulyk, Yu. V. (2024). State and prospects of the stock market development in Ukraine [Stan ta perspektyvy rozvytku fondovoho rynku Ukrainy], *Scientific Notes of Ostroh Academy National University*, Economics series, No. 33 (61), s. 69–80. DOI: [https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-33\(61\)-69-80](https://doi.org/10.25264/2311-5149-2024-33(61)-69-80) [in Ukrainian]
13. Wang, S. (2021). How does stock market liberalization influence corporate innovation? Evidence from Stock Connect scheme in China, *Emerging Markets Review*, Vol. 47. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100762>.
14. Hoang, B. T., & Mateus, C. (2024). How does liberalization affect emerging stock markets? Theories and empirical evidence, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 39 (3). pp. 877–898. DOI: <https://doi.org/10.1111/joes.12561>.
15. Gollopeni, K. S., Bilalli, A., Haxhimustafa, S., & Gara, A. (2023). The impact of stock market on economic growth: Evidence from developed European countries, *Seeu Review*, No. 18 (2), pp. 191–202. DOI: <https://doi.org/10.2478/seeur-2023-0081>.

16. Humpe, A., McMillan, D. G., & Schöttl, A. (2025). Macroeconomic determinants of the stock market: A comparative study of Anglosphere and BRICS, *Finance Research Letters*, Elsevier, Vol. 75 (C). DOI: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106869>.
17. Antonelli, S., Corneli, F., Ferriani, F., & Gazzani, A. (2022). Benchmark Effects from the Inclusion of Chinese A-shares in the MSCI EM Index, *Economics Letters*, Vol. 216 (C). DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110600>.
18. Nagy, A. Z. (2024). Market timing investment methods on the Budapest Stock Exchange, *Financial and Economic Review*, Vol. 23 (2), pp. 105–130. DOI: <https://doi.org/10.33893/FER.23.2.105>.
19. *List of assets admitted to trading on an organized stock market* [Spysok aktyviv, dopushchenykh do torhiv na orhanizovanomu fondovomu rynku], PFTS Stock Exchange: website. Retrieved from: <https://pfts.ua/stock-exchange-pfts/list-pfts> [in Ukrainian]
20. *Stock exchange list* [Birzhovyi spysok], Perspektiva Stock Exchange: website. Retrieved from: <https://fbp.com.ua/Trade/StockListPer.aspx> [in Ukrainian]
21. *Strategy for the development of the financial sector of Ukraine* [Stratehiia rozvytku finansovoho sektoru Ukrainy], The National Securities and Stock Market Commission: website. Retrieved from: <https://www.nssmc.gov.ua/document/?id=13782289> [in Ukrainian]
22. *Risk management – Risk assessment techniques*. (2019). ISO Guide. IEC 31010:2019. ISO, 130 p. ISBN: 978 0 580 95443 6.
23. Rohov, H., Kolodiziev, O., Shulga, N., Krupka, M., & Riabovolyk, T. (2020). Factors affecting the dividend policy of non-financial joint-stock companies in Ukraine, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 17 (3), pp. 40–53. DOI: [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17\(3\).2020.04](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.17(3).2020.04).
24. *Fifth annual foreign investor survey 2020* [Piate shchorichne opytuvannia inozemnykh investoriv 2020], EBA, Dragon Capital, Centre for Economic Strategy. Retrieved from: https://ces.org.ua/wp-content/uploads/2020/11/2020_ForeignInvestorSurvey_Presentation_ua.pdf [in Ukrainian]
25. *Anti-corruption tax reform: research* [Antykoruptsiina podatкова reforma: doslidzhennia], Institute for Economic Leadership: website. Retrieved from: <https://www.economicleadership.institute/antykoruptsiina-podatкова-reforma-doslidzhennia> [in Ukrainian]
26. *Monthly surveys of Ukrainian enterprises*. June 2025. Issue 69 [Shchomisiachni opytuvannia pidpriemstv Ukrainy], National Bank of Ukraine: website. Retrieved from: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Business_survey_m_2025_06.pdf?v=14 [in Ukrainian]