

Міністерство освіти і науки України
Національний університет «Києво-Могилянська академія»
Факультет економічних наук
Кафедра фінансів

Магістерська робота

освітній ступінь – магістр

на тему: «**ЧИННИКИ ДОВГОСТРОКОВОЇ ДОХІДНОСТІ АКЦІЙ ЯК
КЛАСУ АКТИВІВ**»

Виконав: студент 2-го року навчання,
спеціальність 072
«Фінанси, банківська справа,
страхування та фондовий ринок»

Митько Дмитро Юрійович

Керівник: Мертенс О. В.,
кандидат економічних наук,
професор кафедри фінансів

Рецензент: Зеленін Ю. М.

Магістерська робота захищена

з оцінкою « _____ »

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н.А.

« ____ » _____ 2025 р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1.....	8
1.1 Поняття акцій як фінансового інструменту та їх роль у портфелях інвесторів.....	8
1.2 Фундаментальний, технічний та поведінковий фактори, що впливають на дохідність акцій	12
Висновки до розділу 1	26
РОЗДІЛ 2.....	28
АНАЛІЗ ДОВГОСТРОКОВОЇ ДОХІДНОСТІ АКЦІЙ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ	28
2.1 Загальний стан та тенденції фондового ринку України.....	28
2.2 Огляд українських компаній, що входять до індексу КР-Dragon, та фінансовий аналіз їх діяльності	36
2.3 Аналіз динаміки та оцінка факторів впливу на дохідність акцій в Україні.	49
Висновки до розділу 2	57
РОЗДІЛ 3.....	59
ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ТА РИНКОВИХ ФАКТОРІВ НА ДОВГОСТРОКОВУ ДОХІДНІСТЬ АКЦІЙ	59
3.1. Формування та опис первинних даних	59
3.2. Методологія дослідження та аналіз впливу факторів	64
3.3. Рекомендації щодо застосування результатів дослідження	72
Висновки до розділу 3	75
ВИСНОВКИ	77
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	79
ДОДАТКИ.....	85

ВСТУП

Актуальність дослідження. Актуальність дослідження чинників довгострокової дохідності акцій зумовлена їх значущістю для інвесторів, які шукають стабільне та високоприбуткове розміщення капіталу. Акції є одними з основних фінансових інструментів, що використовуються на ринках для реалізації інвестиційних стратегій. Розуміння факторів, які впливають на їх довгострокову дохідність, є критично важливим для прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень та ефективного управління активами. У зв'язку з глобальними економічними змінами, зокрема фінансовими кризами та нестабільністю ринків, інвестори потребують інструментів для точнішої оцінки майбутніх перспектив акцій, що дозволяє більш обґрунтовано формувати стратегії на основі аналізу історичних трендів та макроекономічних чинників.

Особливу важливість має дослідження цього питання в контексті України, де фінансовий ринок перебуває на етапі трансформації та адаптації до сучасних економічних реалій. Українські інвестори зіштовхуються з низкою специфічних ризиків, серед яких політична нестабільність, коливання валютних курсів та інші макроекономічні фактори, що значною мірою впливають на дохідність акцій. У цьому контексті вивчення факторів, які визначають довгострокову дохідність акцій в українських умовах, має не лише теоретичну значущість для розвитку фінансової науки, але й практичне значення для підвищення інвестиційної привабливості українського ринку. Це, в свою чергу, сприятиме залученню іноземного капіталу, розвитку фондового ринку та зміцненню економічної стабільності країни.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. У світовій економічній літературі аналіз довгострокової дохідності акцій і вплив на неї макроекономічних та ринкових факторів розглядався багатьма вченими, зокрема Т. Адріаном, Дж. Афлек-Грейвсом, Б. Бернаке, Р. Ібботсоном, К. Каттнером, Д.

Рапачем, Є. Рангвідом, Й. Рангвідом, Дж. Ріттером, Дж. Розенбергом, М. Рохацем, Д. К. Спайсом, Ю. Фамою, К. Френчем, П. Ченом та В. Швертом. Дослідження вказаних авторів охоплюють теми динаміки фінансових ринків, ролі інфляції, особливостей внутрішньокорпоративних показників тощо. У новітніх працях також зростає увага до поведінкових і технічних чинників (Р. Шиллер, Р. Тейлер), що підкреслює необхідність комплексного підходу: не лише «класичні» економічні показники, а й психологічні та інституційні аспекти визначають цінові рухи та довгострокову стабільність доходності.

Водночас у вітчизняній науковій дискусії досі не вистачає систематизованих підходів, які б ураховували специфіку українського ринку акцій і давали цілісне уявлення про макро- та мікрофактори впливу на доходність. Тому проведення додаткових емпіричних досліджень, зокрема з урахуванням актуальної економічної ситуації в Україні, видається особливо доцільним і має науково-практичну цінність.

Мета і завдання дослідження. Метою роботи є аналіз основних факторів, які впливають на довгострокову доходність акцій, з метою розробки методичних рекомендацій для ефективного управління інвестиціями в акційні активи. Для досягнення цієї мети необхідно вирішити такі **завдання**:

- провести огляд та критичний аналіз наукової літератури щодо довгострокової доходності акцій, виявивши основні теоретичні підходи та наукові парадигми в цій галузі;
- визначити та систематизувати основні макроекономічні й ринкові чинники, що впливають на доходність акцій на фондовому ринку України, акцентуючи увагу на їх взаємозв'язку та впливі на стабільність цін у довгостроковій перспективі:
- дослідити роль внутрішньокорпоративних показників (фінансові коефіцієнти, структура капіталу, корпоративне управління тощо) у підтриманні стійкого зростання вартості акцій упродовж тривалого періоду.
- провести емпіричний аналіз впливу ідентифікованих факторів на довгострокову доходність акцій українських емітентів, використовуючи

статистичні й економетричні методи для виявлення ступеня та характеру взаємозв'язків.

- запропонувати рекомендації щодо вдосконалення існуючих моделей прогнозування з акцентом на систематизацію підходів до оцінки та врахування факторів економічної нестабільності.

Об'єктом дослідження є фондовий ринок як середовище для формування та реалізації інвестиційних стратегій, що передбачають використання акцій як довгострокового фінансового інструменту.

Предметом дослідження є макроекономічні, ринкові та внутрішньокорпоративні фактори, а також аналітичні моделі й методи, що визначають довгострокову дохідність акцій.

Методи дослідження. Для досягнення мети та вирішення завдань дослідження було використано як загальнонаукові, так і спеціальні методи: метод порівняльного аналізу (для оцінки дохідності акцій порівняно з іншими класами активів); системний підхід (для дослідження макроекономічних і ринкових чинників та їхнього впливу на довгострокову дохідність акцій); методи статистичного та економічного моделювання (для аналізу ринкових тенденцій і макроекономічних показників з метою прогнозування дохідності); метод експертного оцінювання (для виявлення неочевидних факторів, таких як політична чи економічна нестабільність); регресійний аналіз (для визначення впливу макроекономічних і ринкових факторів на дохідність акцій); історичний метод (для дослідження змін ринкових умов і їхнього впливу на дохідність акцій у тривалому періоді); кореляційний аналіз (для оцінки взаємозв'язків між факторами, що впливають на дохідність акцій).

Інформаційна база дослідження. Інформаційна база дослідження включає дані від світових організацій, таких як Міжнародний Валютний Фонд та Світовий Банк, а також звіти провідних фінансових аналітичних компаній. Джерел інформації також відносяться матеріали Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Державної служби статистики України, а

також аналітичні матеріали Української біржі. Окремо використовувалися аналітичні матеріали компанії Драгон Кепітал.

Наукова новизна одержаних результатів. Основні положення, що визначають наукову новизну магістерської роботи, полягають у наступному:

Обґрунтовано комплексний підхід до аналізу довгострокової дохідності акцій українських емітентів, який передбачає одночасний розгляд макроекономічних (рівень інфляції, динаміка ВВП, процентні ставки), ринкових (ліквідність, волатильність, ринкові індекси) та внутрішньокорпоративних (фінансові коефіцієнти, корпоративне управління, дивідендна політика) показників. Запропоновано єдину методичну схему, що дає змогу враховувати ймовірні ризики та особливості середовища довгострокового інвестування на вітчизняному фондовому ринку.

Удосконалено методичні засади оцінювання впливу макро-, мікро- та ринкових факторів на формування довгострокової дохідності акцій. На відміну від традиційних підходів, застосований у дослідженні комплексний аналіз взаємодії цих груп чинників дав змогу деталізувати причиново-наслідкові зв'язки, які визначають поведінку курсів акцій у нестабільних економічних умовах.

Набуло подальшого розвитку використання регресійних і кореляційних методів для комплексного аналізу довгострокової дохідності акцій із урахуванням поведінкових та технічних чинників. Поглиблено теоретичні уявлення про роль психологічних особливостей учасників ринку (ефект «стада», надмірний оптимізм чи песимізм) у коливаннях курсів акцій, що дозволяє краще пояснити нестабільність котирувань навіть за відносно стабільних макроекономічних умов.

Практичне значення одержаних результатів. Практичне значення результатів роботи полягає у можливості їх застосування інвестиційними компаніями, банківськими установами, фондами та приватними інвесторами для вдосконалення стратегій управління інвестиційними портфелями. Розроблені підходи дозволяють покращити процес прийняття інвестиційних рішень,

оскільки вони враховують складні багатофакторні взаємозв'язки, що впливають на дохідність акцій у довгостроковій перспективі. Запропонована методика аналізу акцій має практичну цінність для розробки довгострокових інвестиційних стратегій, зокрема для інституційних інвесторів, які орієнтуються на стабільність та мінімізацію ризиків в умовах ринкових коливань. Рекомендації можуть бути використані для покращення ефективності інвестиційних рішень в умовах змінних економічних і фінансових умов

Структура роботи. Магістерська робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. У першому розділі викладено теоретичні засади та описано ключові макроекономічні, ринкові й внутрішньокорпоративні чинники, які впливають на довгострокову дохідність акцій. Другий розділ присвячено аналізу стану й тенденцій фондового ринку України, а також особливостям дохідності акцій вітчизняних компаній із урахуванням ризиків і волатильності. У третьому розділі здійснено емпіричний аналіз впливу визначених факторів на дохідність акцій, представлено результати регресійного моделювання та сформульовано рекомендації для практичного використання у формуванні інвестиційних портфелів. Наприкінці наведено висновки, у яких підсумовано основні здобутки дослідження, та список використаних джерел.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОВГОСТРОКОВОЇ ДОХІДНОСТІ АКЦІЙ

1.1 Поняття акцій як фінансового інструменту та їх роль у портфелях інвесторів

У контексті сучасних фінансових систем цінні папери, представлені акціями, виконують ключову функцію, виступаючи як одні з найбільш розповсюджених та легкодоступних засобів інвестування. Вони забезпечують учасників ринку можливістю набуття долі у капіталі підприємства, що, у свою чергу, відкриває перспективу отримання доходів як за рахунок приросту ринкової вартості підприємства, так і у вигляді періодичних розподілів прибутку. Проте для повноцінного розуміння їхнього функціонального значення у структурі інвестиційних портфелів слід здійснити детальний аналіз внутрішньої сутності цих інструментів ринку, а також визначити їхню оптимальну інтеграцію з метою максимізації фінансової ефективності портфельних рішень.

Акція - це іменний цінний папір, що посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України, цим Законом та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств [1].

Однією з основних причин, чому акції користуються великою популярністю серед інвесторів, є їх здатність приносити дохід через два ключові механізми: дивіденди та приріст капіталу. Дивіденди – це регулярні виплати компанії зі свого прибутку на користь акціонерів. У той же час приріст капіталу

відбувається тоді, коли вартість акцій зростає, що дає змогу заробити, продаючи акції за ціною, вищою за початкову вартість. Інвестори, які обирають вкладатися в акції, зазвичай орієнтуються на довгострокове зростання компанії, оскільки успішна діяльність може забезпечити їм суттєві прибутки. Завдяки цьому акції посідають важливе місце в портфелях інвесторів, націлених на досягнення довгострокових фінансових результатів.

Варто підкреслити, що акції залишаються мейнстрімом світового фінансового інвестування впродовж 4 століть, починаючи з появи першої Амстердамської фондової біржі у Нідерландах в 1602 році. Зараз портфельне інвестування в акції світових брендів є найбільш стабільним і безпечним вкладання коштів з прибутком протягом усього свого життя. Але сучасний молодий інвестор прагне швидких і легших грошей, тому акції здебільшого належать старшим і обізнанішим людям (консервативним інвесторам) або інституційним інвесторам, що повинні захищати інтереси своїх членів (наприклад: Фонду національного добробуту Норвегії) [7, с.6].

Важливим аспектом акцій як фінансового інструмента є їх висока ліквідність. Акції публічних компаній торгуються на фондових біржах, що дає можливість інвесторам продавати та купувати акції за ринковими цінами. Це робить акції зручним інструментом для тих інвесторів, які шукають можливість швидко перерозподіляти свої інвестиції або виходити з ринку в разі необхідності. Водночас ліквідність означає, що ціни на акції можуть коливатися на основі короткострокових ринкових тенденцій, новин або змін у фінансовому стані компанії. Тому інвестори повинні враховувати не лише довгострокові перспективи компанії, а й ризики, пов'язані з короткостроковими змінами на ринку [2].

Однією з вагомих тем у сфері інвестування є визначення ролі акцій у формуванні портфелів, передусім з погляду їхнього довгострокового потенціалу зростання. У порівнянні з іншими класами активів, такими як облігації чи депозити, акції мають здатність генерувати вищу дохідність. Це особливо приваблює інвесторів, які розраховують на суттєві фінансові результати в

довготривалій перспективі, наприклад, пенсійні фонди або інвесторів, що планують сформувати капітал на кілька поколінь.

Інвестування в акції являє собою приклад довгострокового інвестування. Стратегія довгострокового інвестування підходить для інвесторів, які готові інвестувати на значний термін (3-5 років), будують інвестиційні рішення на висновках фундаментального аналізу, прогнозах стану окремих економік та перспектив розвитку фондового ринку. Акції приносять власнику два види доходу: дохід від зростання вартості акції в часі та дивідендний дохід. Тож, обираючи акції в якості об'єкта вкладання капіталу, інвестор має визначитися з пріоритетною метою інвестування, а саме: в пріоритеті для нього є отримання стабільного (бажано зростаючого) дивідендного доходу, або важливішим для нього є зростання вартості вкладеного капіталу за рахунок збільшення ринкової вартості акції [3, с. 77].

У процесі формування інвестиційного портфеля, як вже зазначалося, одним із ключових завдань є вибір типу акцій, що найбільшою мірою відповідатимуть фінансовим цілям інвестора. Залежно від обраної стратегії та пріоритетів, зазвичай виділяють дві основні категорії акцій: акції зростання та дивідендні акції.

Інвестування в акції є прикладом класичного інвестування. Цей вид інвестування має свою специфіку, адже передбачає тривале вкладання коштів. Метою інвестицій в акції є зростання капіталу та забезпечення стабільного потоку доходів. Перша інвестиційна мета реалізується в рамках вартісного інвестування, друга – в рамках дивідендного інвестування [4, с. 66].

Акції зростання відзначаються високим потенціалом для збільшення своєї ринкової вартості, що може забезпечити суттєвий приріст капіталу за короткий проміжок часу. Разом з тим, вони супроводжуються підвищеним інвестиційним ризиком, адже часто стосуються компаній на ранніх стадіях розвитку або тих, що активно впроваджують інновації. Здебільшого такі компанії не виплачують дивіденди чи роблять це мінімально, оскільки спрямовують кошти на подальше розширення та розвиток.

Дивідендні акції зазвичай відображають більш усталені компанії, які мають тривалу історію операційної діяльності та стабільні виплати дивідендів. Це дозволяє інвесторам розраховувати на регулярний пасивний дохід і дає їм певний рівень захисту від ринкових коливань. Такі акції часто вибирають ті, хто прагне отримувати стабільні виплати, особливо в періоди економічних спадів, коли гарантований дивіденд може відігравати важливу роль у формуванні стратегії з мінімальними ризиками.

Нижче наведена таблиця, яка містить порівняльну характеристику акцій зростання та дивідендних акцій за кількома ключовими критеріями.

Таблиця 1.1

Порівняння акцій зростання та дивідендних акцій за основними
критеріями

Критерій	Акції зростання	Дивідендні акції
Рівень ризику	Високий (часто пов'язаний із компаніями на ранніх стадіях розвитку, інноваціями чи стартапами).	Низький або помірний (зазвичай це великі та стабільні компанії з тривалим операційним досвідом).
Час для інвестування	Найчастіше – етапи активного економічного зростання або відновлення ринків.	Навіть у період спаду такі компанії продовжують виплачувати дивіденди, зберігаючи привабливість для консервативних інвесторів.
Розмір потенційного доходу	Можна досягти значного приросту капіталу навіть за порівняно невеликих початкових інвестицій.	Для помітного дивідендного доходу здебільшого потрібен вищий обсяг вкладень (щоб розмір дивідендних виплат був відчутним).
Структура доходу	Основний акцент – приріст курсової вартості акцій (Capital Gains).	Пріоритетом є регулярні дивідендні виплати, проте курсовий приріст також можливий, хоч і менш стрімкий.
Типові галузі	Технологічні компанії, стартапи, бізнес із високими темпами інновацій.	Компанії зі сфери енергетики, комунальних послуг, фінансового сектору, споживчих товарів тощо.
Термін отримання доходу	Коротко- або середньостроковий (залежно від стадії зростання компанії та ринкових умов).	Переважно довгостроковий, оскільки дивідендні виплати здійснюються на регулярній основі й можуть зростати з часом.
Профіль ризику/прибутку	Високий ризик – високий потенційний прибуток (у разі успіху компанії).	Низький або помірний ризик – стабільна та прогнозована прибутковість, зазвичай нижча за потенційний дохід від акцій зростання.
Основний інвестор	Агресивні інвестори, які шукають можливості отримати максимальний дохід у відносно стислі терміни.	Консервативні або помірні інвестори, що віддають перевагу стабільності та регулярним виплатам.

Джерело: складено автором на основі даних [3].

Важливою складовою формування інвестиційного портфеля, зорієнтованого на акції, є обрання відповідної стратегії управління, оскільки інвестори можуть дотримуватися як активного, так і пасивного підходу. Активне управління передбачає динамічний моніторинг ринкових тенденцій, своєчасну переоцінку ризиків та коригування структури активів у портфелі відповідно до поточних умов. Натомість пасивне управління засноване на довгостроковому інвестуванні у великі стабільні компанії або в індексні фонди, які забезпечують сталі дивідендні виплати або відображають широкий спектр ринку. Вибір між зазначеними підходами залежить від досвіду та компетенцій інвестора, його готовності приділяти час аналізу ринкової кон'юнктури, а також визначених фінансових цілей і рівня толерантності до ризику.

Загалом, акції залишаються універсальним інструментом для досягнення як короткострокових, так і довгострокових інвестиційних цілей. Їх потенціал полягає в можливості брати участь у фінансовому розвитку компаній, диверсифікувати ризики та отримувати дохід за рахунок приросту вартості і дивідендів. Утім, для ефективного використання цього потенціалу потрібен систематичний аналіз ринкових умов, виважений підхід до вибору типу акцій і своєчасне коригування інвестиційної стратегії з урахуванням економічних тенденцій та поточної ринкової ситуації

1.2 Фундаментальний, технічний та поведінковий фактори, що впливають на дохідність акцій

У розвинених ринкових країнах поширені три методи аналізу ринку: фундаментальний, технічний та інтуїтивний. Фундаментальний аналіз досліджує рух цін під впливом макроекономічних чинників і базується на оцінці макроекономічного стану суспільства та його впливу на динаміку цін товарів [12 с. 12].

Основною метою цього аналізу є визначення справедливої вартості активу, що дозволяє оцінити, чи є він переоціненим або недооціненим.

Фундаментальний аналіз використовується переважно для довгострокових інвестицій, адже допомагає передбачити основні тенденції ринкової динаміки та дозволяє інвесторам слідувати за довгостроковими трендами [13, с. 18].

Фундаментальні фактори включають макроекономічні показники, фінансові звіти компаній та галузеві тенденції. Одним із ключових макроекономічних факторів є рівень процентних ставок, що визначає вартість запозичень для бізнесу та рівень прибутковості альтернативних інвестиційних інструментів. Також важливими є інфляційні процеси, оскільки висока інфляція зменшує реальну дохідність акцій, тоді як помірною може стимулювати зростання економіки та корпоративних прибутків [14]. Крім того, слід враховувати ВВП, безробіття, бюджетну та монетарну політику, що суттєво впливають на прибутковість компаній і, відповідно, їхню ринкову капіталізацію.

Вивчення історичних даних прибутковості в періоди високої та низької інфляції може дати певну ясність для інвесторів. Численні дослідження розглядали вплив інфляції на прибутковість акцій. На жаль, дослідження часто дають суперечливі результати. Проте більшість дослідників виявили, що більш висока інфляція загалом корелювала з нижчою оцінкою акцій [15].

У контексті довгострокової дохідності акцій значний вплив справляють різноманітні макроекономічні та ринкові чинники, які формують загальний економічний ландшафт і визначають динаміку фінансових ринків. Актуальність дослідження цих складових обумовлена центральною роллю акцій як одного з ключових інструментів інвестування, який часто розглядається як засіб досягнення стабільних фінансових результатів у тривалій перспективі.

Як наголошувалося в пункті 1.1, акції, будучи інвестиційним активом, здатні забезпечувати два основні канали отримання доходу: приріст капіталу, що пов'язаний зі зростанням ринкової вартості цінних паперів, та дивідендні виплати, які відображають частку прибутку компанії, спрямовану на винагороду акціонерів. Визначення чинників, що впливають на надійність і тривалість цих джерел доходу, вимагає комплексного аналізу макроекономічних показників, динаміки ринків та особливостей розвитку окремих галузей. Саме така аналітика

дає змогу оцінити ступінь стійкості фінансових результатів у довгостроковому вимірі.

Важливим також є облік специфіки обраної інвестиційної стратегії, яку застосовують учасники ринку для формування своїх портфелів. Деякі інвестори надають перевагу компаніям зі стабільними фінансовими показниками та передбачуваними дивідендними виплатами, тоді як інші зосереджуються на перспективних галузях чи інноваційних підприємствах з високим потенціалом зростання, що дозволяє отримувати істотні прибутки за сприятливої економічної кон'юнктури. Поєднання аналізу макроекономічних чинників із доречною стратегією управління капіталом створює передумови для формування збалансованого портфеля, орієнтованого на стійкий дохід у довгостроковій перспективі.

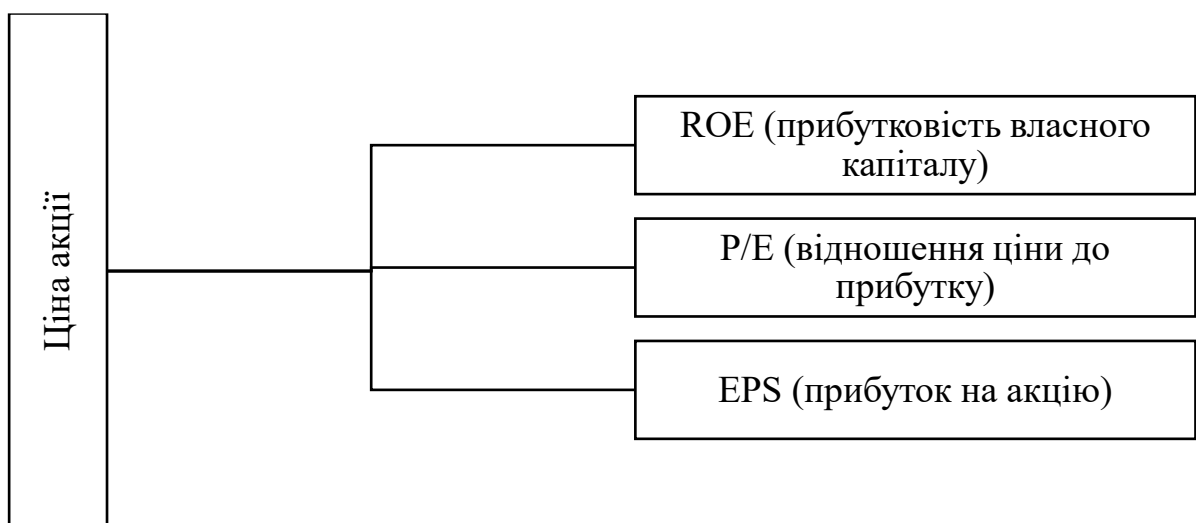
Ринкові фактори також впливають на довгострокову дохідність акцій. За словами дослідників Шиллера та Тейлера важливо враховувати не лише економічні індикатори, але й соціальні, політичні та психологічні фактори, які можуть мати значний вплив на оцінку ринкових умов. Ринок акцій є місцем, де часто відбуваються перепродажі акцій на основі короткострокових очікувань та інвестиційних спекуляцій. Це може призводити до значної волатильності цін, що, у свою чергу, робить інвестування на короткострокову перспективу високоризиковим [5, с 5-7].

У той час, як ринкова психологія може створювати час від часу спекулятивні бульбашки на фондових ринках, в довгостроковому періоді цінність компанії повинна визначатися її реальними фінансовими показниками та перспективами розвитку. Як показали дослідження Енсена та Меклінга, на довгострокову дохідність акцій важливу роль відіграє ефективність внутрішнього управління компанією та її здатність адаптуватися до змінюваного ринкового середовища. Вони вказують, що для успішного довгострокового інвестування важливо мати уявлення про фундаментальні фактори, які можуть стати основою для майбутнього росту компанії [6, с. 310-312].

У зв'язку з цим важливою є також здатність компанії забезпечувати постійне покращення своєї продуктивності та оптимізацію витрат, а також ефективно використовувати наявні ресурси для розвитку інновацій. Одним з основних факторів, що визначає стабільну довгострокову дохідність акцій, є здатність компанії адаптуватися до технологічних змін та використовувати нові можливості для росту в умовах глобалізації та конкуренції. Тому розуміння внутрішніх процесів управління компанією, її стратегічної політики та бізнес-моделі має важливе значення для довгострокових інвестицій.

Фінансові показники окремих підприємств суттєво впливають на визначення дохідності акцій, адже дозволяють оцінити як поточну фінансову стабільність, так і перспективи розвитку компаній. Класичні коефіцієнти, зокрема P/E (співвідношення ринкової ціни акції до прибутку на акцію), ROE (рентабельність власного капіталу) та показники ліквідності, виступають важливими аналітичними інструментами для дослідження потенціалу зростання вартості акцій. На думку низки дослідників, підприємства, в яких значення P/E є відносно низьким, мають тенденцію до зростання у довготривалій перспективі, оскільки зазвичай вони залишаються недооціненими ринком.

Нижче подано схематичне відображення гіпотези, сформульованої Анваром Ю., згідно з якою:



Джерело: складено автором на основі даних [16].

Гіпотеза, сформульована в цьому дослідженні, має наступні припущення:

- Н1: Відношення прибутку до власного капіталу впливає на ціну акцій.
- Н2: Прибуток на акцію впливає на ціну акцій.
- Н3: Коефіцієнт ціни до прибутку впливає на ціну акцій.
- Н4: Відношення прибутку до власного капіталу, прибуток на акцію та коефіцієнт ціни до прибутку разом впливають на ціну акцій.

На підставі отриманих результатів, які підтверджують висунуті гіпотези щодо чинників впливу на курс акцій підприємств харчової та напоївної промисловості, представлених на Індонезійській фондовій біржі (IDX) у 2014–2016 роках, автори дійшли таких висновків. По-перше, було встановлено, що коефіцієнт ROE (співвідношення прибутку до власного капіталу) здійснює частковий вплив на ринкову вартість акцій досліджуваних компаній, що торгуються протягом зазначеного періоду. Це підкреслює вагомість фінансових показників, зокрема ефективності використання власного капіталу, при оцінюванні вартості акцій.

Водночас EPS (прибуток на акцію) і PER (коефіцієнт ціни до прибутку) не виявили статистично значущого впливу на ціну акцій у досліджуваних часових межах. Цей результат свідчить про те, що на індонезійському ринку харчових продуктів і напоїв інвестори можуть не розглядати ці показники як ключові чинники, коли формують власні стратегії інвестування. Водночас проведений аналіз виявив, що сукупний вплив ROE, EPS і PER на ринкову вартість акцій має інтегрований характер, навіть якщо кожен із цих показників окремо не відіграє вирішальної ролі. Таким чином, оцінювання вартості акцій пов'язане з комплексним урахуванням багатьох фінансових параметрів, що зумовлює необхідність системного підходу до аналізу та прийняття інвестиційних рішень [16].

Для суб'єктів, що використовують фінансову звітність з метою ухвалення інвестиційних рішень, доцільно наголосити на необхідності цілісного підходу до оцінювання фінансових показників компанії. Окрім коефіцієнта ROE, слід брати

до уваги інші ключові метрики – зокрема, показники ліквідності, рентабельності, специфіку галузі, а також макроекономічні чинники, серед яких розміри компанії та загальні економічні умови.

Довгострокова дохідність акцій значною мірою залежить від стабільності економічної політики держави, оскільки регуляторні рішення та фінансові заходи (як-от фіскальна чи монетарна політика) безпосередньо впливають на рівень інфляції, динаміку процентних ставок і загальну вартість капіталу. Зміни в економічному середовищі, зумовлені цими політичними інструментами, можуть суттєво коригувати потенціал зростання та прибутковість акцій.

Окремої уваги потребує часовий аспект аналізу. Події й новини, які первинно справляють позитивний або негативний вплив на котирування, можуть змінювати свій ефект із плином часу, тож аналітики та інвестори мають постійно переглядати оцінки та висновки, виходячи з нових даних і змін ринкового середовища.

За тривалістю дії фундаментальних новин прийнято розрізняти два види впливу [13, с.19-20]:

- довгостроковий вплив. Як правило, фундаментальні чинники, що належать до цього виду, визначають стан національної економіки в цілому і, як наслідок, тенденцію ціни протягом місяців та років. Очевидно, що аналіз даних чинників використовується в першу чергу для відкриття учасниками ринку стратегічних позицій;

- короткостроковий вплив. Як правило, цей вплив зберігає свою дію протягом декількох годин (нерідко протягом декількох хвилин), але не більше 2-3 днів.

Тепер перейдемо до технічних та поведінкових факторів, що впливають на дохідність акцій. Поряд із фундаментальними факторами, які мають безпосередній зв'язок з фінансовим станом компанії, існують ще й технічні та поведінкові аспекти, які можуть суттєво впливати на зміну цін на акції та їх дохідність.

Технічні фактори здебільшого зосереджуються на взаємодії попиту та пропозиції на ринку, а також на зовнішніх умовах, що можуть впливати на це співвідношення. Основним аспектом є аналіз трендів на ринку, які можуть бути короткостроковими або довгостроковими, а також різноманітні індикатори, які використовуються трейдерами для прогнозування руху цін на акції.

Довгострокова дохідність акцій також формується загальним макроекономічним середовищем, яке задає базовий рівень корпоративних прибутків і премій за ризик. Емпіричні роботи послідовно виявляли негативний зв'язок між інфляцією та реальними прибутками фондових індексів: ще Фама й Шверт в дослідженнях показали, що в періоди високих темпів зростання цін реальна дохідність акцій просідає, оскільки знецінюється поточна вартість очікуваних грошових потоків [48]. Аналогічно жорстка грошово-кредитна політика, яка супроводжується підвищенням облікових ставок і «стисненням» ліквідності, знижує оцінку майбутніх дивідендів: неочікуване зменшення ставки центрального банку на 25 б.п. у США, за розрахунками Бернанке й Каттнера, спричиняло разове підвищення широкого фондового індексу приблизно на один відсоток, що свідчить про значну еластичність ринку до політики регулятора [49, с. 4-6].

Стосовно впливу зростання ВВП на дохідність акції, то варто сказати, що Дж. Ріттер, дослідивши 16 розвинених економік за тривалий період, установив від'ємну кореляцію ($\approx -0,37$) між середніми темпами реального зростання ВВП на душу населення та реальними довгостроковими дохідностями ринкових індексів [50, с. 6-7]. Отриманий результат пояснюється трьома факторами. По-перше, у фазі високого економічного піднесення компанії активно емітують нові акції, що зменшує прибуток, який припадає на одну акцію, і стримує курсовий приріст. По-друге, очікування швидкого зростання зазвичай уже відображені у котируваннях через підвищені мультиплікатори P/E; у такому разі додаткове збільшення прибутків не супроводжується пропорційним подорожчанням акцій. По-третє, частина приросту ВВП може інвестуватися у проекти з низькою маржинальністю, що не формують стійких грошових потоків для акціонерів.

Також важливим технічним фактором є економічна міцність ринку та конкурентів. Згідно з дослідженнями, значну частину змін цін на акції визначають не індивідуальні показники компанії, а загальні тенденції на ринку або в конкретній галузі. Наприклад, якщо один з лідерів роздрібного ринку стикається з труднощами, це може негативно вплинути на інші компанії цього ж сектора, навіть якщо їхні показники є стабільними. Таким чином, акції компаній часто рухаються в одному напрямку з ринковими або галузевими трендами.

Не менш важливими є фактори, пов'язані із заміниками. Компанії повинні конкурувати за капітал інвесторів не лише з іншими акціями, а й з такими активами, як облігації, товари, нерухомість та іноземні акції. Зміни в попиті на ці активи можуть суттєво вплинути на ринок акцій, оскільки інвестори можуть переорієнтуватися на більш привабливі для них варіанти. Такі коливання можуть визначати зростання чи падіння інвестицій у певні акції.

Випадкові транзакції — це ще один технічний фактор, що може вплинути на ціни акцій. Вони можуть бути спричинені інсайдерськими операціями або стратегіями хеджування з боку великих інституційних інвесторів. Наприклад, коли керівництво компанії продає частину своїх акцій або інвестує в них з інших причин, ніж фундаментальні показники, це може вплинути на попит і пропозицію на ринку. Хоча такі транзакції не відображають безпосередньо внутрішню цінність компанії, їхній вплив на ринок не можна недооцінювати.

Демографічні фактори також мають важливе значення. Вони визначають, хто саме інвестує на фондовому ринку та як це впливає на попит на акції. Наприклад, високий рівень інвестицій серед середнього віку інвесторів може стимулювати зростання цін на акції, оскільки ця категорія осіб часто має більший капітал і схильність до інвестицій. У той же час, літні інвестори, які виходять з ринку на пенсійний вік, можуть зменшити попит на акції, що також позначиться на їхній вартості.

Ще одним важливим технічним фактором є ринкові тренди. Тренди можуть мати як короткостроковий, так і довгостроковий характер і значною мірою визначають рух цін на акції. Акції, що ростуть, можуть продовжувати зростати

завдяки інерції попиту, оскільки інвестори часто схильні інвестувати в активи, які вже демонструють успіх. Проте іноді ринок повертається до середнього значення, і акції, що зростають занадто швидко, можуть пережити корекцію. Це означає, що хоча ринкові тренди важливі, вони можуть бути як на користь, так і на шкоду інвесторам [18].

Ліквідність також є важливим фактором, що впливає на ціни акцій. Висока ліквідність забезпечує стабільний попит і пропозицію на акції, що дозволяє легко здійснювати угоди. Компанії з високою капіталізацією, як правило, мають високу ліквідність і більш стабільні ціни на акції. Натомість акції компаній з малою капіталізацією можуть зазнавати великих коливань через низький попит і пропозицію, що збільшує ризики для інвесторів.

Не менш важливим є вплив новин. Вони можуть бути різноманітними — від політичних подій до корпоративних оголошень. Новини, пов'язані з важливими подіями для компанії чи галузі, можуть різко змінити попит на акції та їхню вартість. Наприклад, публікація квартального звіту про прибутки, який виявився гіршим за очікування ринку, може призвести до різкого падіння ціни акцій. Несподівані події, такі як політичні зміни чи природні катастрофи, також можуть мати значний вплив на ринок.

Поведінкові фактори, в свою чергу, базуються на психології та соціальних аспектах ринку. Це нова область, яку активно досліджують в рамках теорії поведінкових фінансів. Ідея полягає в тому, що ринки не завжди є ефективними, і інвестори часто приймають рішення, ґрунтуючись не тільки на об'єктивних даних, а й на емоціях і суб'єктивних уявленнях. Поведінкові фінанси вивчають, як інвестори схильні реагувати на певні сигнали ринку, часто перебільшуючи їх значення або реагуючи на них надмірно.

Один з основних аспектів поведінкових фінансів — це те, як інвестори реагують на втрати. Дослідження показують, що більшість інвесторів реагують на втрати сильніше, ніж на еквівалентні прибутки. Це може призвести до того, що інвестори швидше продають акції при незначних негативних новинах, навіть якщо основи компанії залишаються стабільними. Крім того, психологічні

фактори можуть призвести до формування бульбашок на ринку, коли акції або активи оцінюються значно вище своєї реальної вартості через надмірний оптимізм або паніку серед інвесторів.

Поведінкові фінанси також пояснюють явище, коли ринок може діяти на основі колективного «ефекту стада». Це означає, що інвестори часто приймають рішення на основі того, що роблять інші, навіть якщо ці рішення не обґрунтовані реальними економічними факторами. Таким чином, поведінкові фактори можуть призводити до значних коливань на ринку акцій, оскільки емоції та групова психологія здатні змінювати попит і пропозицію незалежно від фактичних економічних показників [17].

Враховуючи все вищесказане, можна стверджувати, що довгострокова дохідність акцій залежить від сукупного впливу макроекономічних факторів, ринкових умов і внутрішніх особливостей компаній. Інвестори повинні враховувати ці чинники при формуванні своїх інвестиційних портфелів, щоб забезпечити стабільне зростання капіталу на протязі тривалого періоду.

Таблиця 1.2

Основні фактори, що впливають на довгострокову дохідність акцій

Чинник	Стислий опис	Потенційний вплив на акції
Економічне зростання	Збільшення реального ВВП та розширення внутрішнього попиту; проте швидкі темпи зростання часто вже «закладені» в ціни.	Підвищує корпоративні прибутки, але може не дати додаткової дохідності, якщо ринок заздалегідь переоцінений; помірне зростання зазвичай сприятливе, «перегрите» — нейтральне чи навіть негативне.
Інфляція	Підвищення загального рівня цін та зниження купівельної спроможності	Надмірно високі темпи інфляції можуть зменшити реальні прибутки та привабливість акцій
Процентні ставки	Вартість кредитних ресурсів, яку визначають центральні банки	Зростання ставок обмежує інвестиційну активність, що негативно впливає на попит на акції
Ринкова волатильність	Колівання цін на фондовому ринку залежно від настроїв та очікувань	Підвищена волатильність призводить до нестабільності цін на акції в короткостроковому вимірі
Політична стабільність	Міра прогнозованості політичних рішень та надійності правової системи	Високий рівень політичних ризиків може перешкоджати надходженню капіталу й підвищувати волатильність

Джерело: складено автором на основі даних [5,6,7].

У сукупності ці чинники формують загальне середовище, в якому компанії здійснюють свою господарську діяльність і залучають інвестиції. Позитивна

динаміка економічного зростання здатна стимулювати прибутковість підприємств та зумовлювати підвищення ринкової вартості їхніх акцій. Проте, якщо інфляція та процентні ставки перевищують прийнятні рівні, це може знизити інвестиційну привабливість ринку, адже збільшуються витрати компаній і зменшується потенційний дохід інвесторів.

Високий рівень ринкової волатильності може провокувати короточасні коливання цін на акції, ускладнюючи прийняття інвестиційних рішень у перспективі короткого періоду. Водночас у тривалій перспективі основні тенденції на ринку здебільшого визначаються фундаментальними показниками, зокрема ефективністю роботи компаній та сталим макроекономічним зростанням. Не менш важливою залишається і політична стабільність, яка напряму впливає на інвестиційний клімат загалом, а отже, і на котирування акцій, особливо в умовах нестабільних або перехідних економік.

У наукових дослідженнях виокремлюють три концептуальні підходи до пояснення взаємозалежності макроекономічних показників та динаміки цін на акції. Першим є дивідендна дисконтна модель (Dividend Discount Model, DDM), що базується на дисконтованих грошових потоках, прогнозованих на майбутні періоди. Другим і третім виступають фундаментальні теорії оцінювання активів: модель оцінки доходності капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM) і теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory, APT).

Модель оцінки доходності капітальних активів (CAPM) пояснює взаємозв'язок між ризиком і доходністю інвестицій, враховуючи систематичний ризик ринку. Вона ґрунтується на припущенні, що інвестори очікують компенсацію за прийнятий ризик у вигляді додаткової премії до безризикової ставки. Основою цієї концепції є портфельна теорія, яка передбачає, що ефективно інвестування можливе за умови оптимального поєднання активів.

$$E(R_i) = R_f + \beta(E(R_m) - R_f) \quad (1.1)$$

, де $E(R_i)$ – очікувана доходність акції;

R_f – безризикова ставка доходності;

$E(R_m)$ – очікувана ринкова доходність;

β – коефіцієнт, що відображає чутливість активу до коливань ринку.

Формула CAPM показує, що очікувана дохідність активу визначається як сума безризикової ставки та премії за ризик, яка залежить від рівня волатильності активу порівняно з ринком. Основним показником ризику виступає коефіцієнт β , що відображає ступінь реагування активу на ринкові коливання: якщо β перевищує 1, то актив є ризикованішим за ринок, а якщо менше 1 – він має нижчу волатильність. Це дозволяє оцінити, наскільки інвестиція додає ризику до портфеля і яку компенсацію очікувати за її утримання [22].

Теорія арбітражного ціноутворення (APT), запропонована Стівеном Россом, є однією з основних альтернатив моделі CAPM. Вона пояснює, що ринкова дохідність визначається не лише безризиковою ставкою, а й іншими незалежними змінними, пов'язаними з макроекономічним середовищем. Основна формула моделі відображає цей взаємозв'язок:

$$E(R_i) = R_f + E_i \times \beta_i \quad (1.2)$$

, де E_i – це премія за ризик, пов'язана з певним фактором;

β_i – коефіцієнт чутливості до змін відповідної макроекономічної змінної.

Серед ключових факторів, що впливають на дохідність активів у рамках цієї моделі, розглядають рівень інфляції, динаміку валового внутрішнього продукту (ВВП) та інші економічні показники.

Найпоширенішим варіантом моделі дисконтованих дивідендів (DVM) є модель Гордона, яка дозволяє оцінити поточну вартість акцій компанії, виходячи з припущення про постійне зростання дивідендів. Один із підходів до визначення темпів зростання дивідендів (g) передбачає розрахунок середньої ставки зростання на основі історичних даних за попередні роки за формулою:

$$g = \sqrt[n]{\frac{\text{дивіденд останнього року}}{\text{дивіденд першого року}}} - 1 \quad (1.3)$$

Однак цей метод не враховує ризику та вплив внутрішньої капітальної структури компанії. Тому більш поширеною є формула:

$$g = b \times re \quad (1.4)$$

, де re – коефіцієнт рентабельності власного капіталу;

b – коефіцієнт реінвестування, що відображає частку нерозподіленого прибутку у чистому прибутку компанії.

Такий підхід базується на припущенні, що реінвестований прибуток є єдиним джерелом зростання майбутніх дивідендів.

Модель Гордона широко використовується для оцінки вартості акцій, проте має певні обмеження. Вона не враховує ризики, конкурентне середовище та масштаб компанії. Основна критика моделі пов'язана з можливими ситуаціями, коли темпи зростання дивідендів можуть перевищувати вартість капіталу, а також з тим, що не всі компанії виплачують дивіденди. Крім того, припущення про постійний темп зростання є досить умовним.

Згодом модель дисконтованих дивідендів була вдосконалена: запропоновано модифікації, що враховують ймовірнісний характер зміни дивідендів, використання Марківських процесів, а також застосування методів штучних нейронних мереж для прогнозування дивідендних виплат [22].

Факторні моделі Фама–Френча розширюють традиційну модель CAPM, додаючи до ринкової премії специфічні ризикові фактори. Фама і Френч запропонували трифакторну модель, яка у світовій практиці стала стандартним інструментом для оцінювання очікуваної доходності. На додавання до ринкової премії дослідники включили два систематичні чинники — розмір підприємства та співвідношення ринкової й балансової вартості акцій, що дало змогу точніше пояснювати спостережувані прибутковості. На думку авторів, урахування цих додаткових факторів суттєво підвищує пояснювальну силу моделі щодо статистичних характеристик доходності. Водночас на практиці трифакторна модель використовується рідко, оскільки потребує збирання й оброблення додаткових аналітичних даних [44]. Базова трифакторна специфікація (1993 р.) описується рівнянням:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{it} + \beta_1(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \varepsilon_{it} \quad (1.5)$$

, де R_{it} - загальна доходність акції або портфеля i у момент часу t ;

R_{ft} - безризикова ставка доходності у момент t ;

RM_t - сукупна дохідність ринкового портфеля у момент t ;

$R_{it} - R_{ft}$ - очікувана надлишкова дохідність активу;

$RM_t - R_{ft}$ - надлишкова дохідність ринкового портфеля (індексу);

SMB_t - (*small minus big*) — премія за розмір: різниця в дохідності між портфелем малих компаній і портфелем великих;

HML_t - (*high minus low*) — перевищення прибутковості портфеля з активів фірм із низьким співвідношенням балансової та ринкової вартості над портфелем з активів фірм із високим співвідношенням балансової та ринкової вартості;

$\beta_{1,2,3}$ - інші фактори (інші портфелі, макроекономічні індикатори та ін.)

Подальше вдосконалення (2015 р.) передбачало введення ще двох економічно обґрунтованих змінних: різниці прибуткових і збиткових підприємств та різниці між консервативною і агресивною інвестиційною політикою. Емпіричне тестування показує, що врахування цих п'яти факторів суттєво зменшує залишкову помилку моделювання та краще пояснює перехресні відмінності доходностей портфелів. Модифікована регресія набуває вигляду:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{Mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + \varepsilon_{it} \quad (1.6)$$

, де RMW_t - (*robust minus weak*) – премія за прибутковість: різниця між портфелем найприбутковіших і найменш прибуткових компаній; коефіцієнт r_i відбиває чутливість до фактора рентабельності;

CMA_t - (*conservative minus aggressive*) – премія за інвестиційну політику: різниця між компаніями, що інвестують обережно, та тими, що агресивно нарощують активи; коефіцієнт c_i демонструє реакцію портфеля на цей чинник.

Практична цінність такого підходу полягає у можливості конструювати факторні індекси та портфелі, цілеспрямовано керуючи експозицією до премій за розмір, вартість, прибутковість і політику інвестування. Разом з тим критики наголошують, що збільшення числа чинників ускладнює економічну трактовку та підвищує ризик часткового дублювання інформації між ними, а також залишає

поза увагою інші перевірені аномалії — зокрема інерційний ефект і премію за низьку волатильність. [47]. Попри ці зауваження, факторні моделі Фама–Френча широко застосовують у практиці: на їх основі будують індекси та портфелі, що дозволяє інвесторам керувати експозицією до премій за розмір, вартість і «якість» бізнесу, одночасно зменшуючи систематичні викривлення в доходності ринкових індексів.

Проведений аналіз підтверджує, що формування довгострокової доходності акцій значною мірою визначається сукупною дією макроекономічних і ринкових чинників, а також внутрішніми характеристиками компаній. Економічні цикли, політична стабільність, грошово-кредитна політика й інфляція суттєво впливають на загальну динаміку фондового ринку, забезпечуючи або обмежуючи потенціал зростання вартості акцій. Водночас аспекти, пов'язані з конкурентоспроможністю бізнесу, інноваційною діяльністю та управлінськими стратегіями, визначають можливості для підтримання стійкого розвитку компаній у довгостроковій перспективі. Така багатофакторна природа впливу зумовлює необхідність системного підходу до управління інвестиційними портфелями, постійного моніторингу ринкових змін і своєчасного коригування прийнятих рішень з урахуванням економічних і корпоративних трендів.

Висновки до розділу 1

У першому розділі було проведено поглиблений аналіз базових чинників та концепцій, що лежать в основі довгострокової доходності акцій як одного з провідних інвестиційних активів. Зокрема, продемонстровано, що акції пропонують інвесторам два основні джерела потенційного доходу: дивідендні виплати та приріст капіталу. Крім того, висока ліквідність цього виду цінних паперів приваблює широке коло учасників ринку, оскільки забезпечує гнучкість у прийнятті рішень щодо операцій купівлі-продажу.

Увага приділялася насамперед тим факторам, які впливають на довгострокову прибутковість акцій. До них належать макроекономічні показники

(зокрема, рівень інфляції та процентних ставок), а також загальні умови на ринку й внутрішні характеристики підприємств: їхній фінансовий стан, конкурентоспроможність, структура витрат та корпоративні прибутки. Важливим аспектом виступає й рівень політичної та економічної стабільності, адже нестабільність у цих сферах може впливати на привабливість вітчизняного фондового ринку для внутрішніх і зовнішніх інвесторів. Окремо були розглянуті технічні й поведінкові чинники: аналіз динаміки попиту та пропозиції, а також психологічні особливості реакції учасників ринку на новини та коливання котирувань.

Також висвітлено основні теоретичні підходи, що застосовуються для оцінювання акцій і аналізу їхньої дохідності. Зокрема, модель оцінки дохідності капітальних активів (САРМ) дає змогу оцінити взаємозв'язок між систематичним ризиком і очікуваною дохідністю, тоді як теорія арбітражного ціноутворення (АРТ) акцентує увагу на впливі низки макроекономічних змінних на формування прибутковості активів. Поєднання цих концепцій дає змогу інвесторам вибудовувати більш обґрунтовані стратегії, враховуючи як умови ринку загалом, так і специфічні характеристики конкретних компаній.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ДОВГОСТРОКОВОЇ ДОХІДНОСТІ АКЦІЙ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

2.1 Загальний стан та тенденції фондового ринку України

В умовах сучасних економічних реалій фондовий ринок України набуває дедалі більшої уваги, оскільки покликаний мобілізувати фінансові ресурси для бізнесу та держави, забезпечуючи тим самим передумови збалансованого економічного зростання. Аналіз чинних тенденцій дає змогу з'ясувати ключові фактори, що впливають на розвиток цього сегмента ринку, а також виявити напрями його вдосконалення в умовах глобальних економічних трансформацій. Важливе значення у цьому контексті має національна економічна ситуація, зокрема кризи попередніх років і зміни в політико-економічному середовищі, котрі формують базові умови для діяльності вітчизняних учасників ринку.

За останні десятиліття український фондовий ринок пройшов через низку суттєвих трансформацій, однак досі не став повноцінним інструментом фінансування національної економіки. Зовнішні впливи – від глобальних фінансових криз до геополітичних загроз – і внутрішні чинники, зокрема політична нестабільність і структурні диспропорції, істотно позначаються на його динаміці та здатності забезпечувати стабільний дохід для інвесторів. У результаті, попри наявний інвестиційний потенціал, український фондовий ринок часто не може гарантувати передбачуваність прибутків, що ускладнює розвиток інвестиційної активності в країні. Саме тому оцінка сучасного стану та перспектив його подальшого функціонування є важливою передумовою для вироблення дієвої фінансової політики та визначення напрямів стимулювання економічного зростання.

У табл. 2.1 подано структуру Індексу Української біржі станом на 31.05.2024, що формується на основі низки показників, які визначають вагу кожного емітента в загальному розрахунку.

Таблиця 2.1

Структура індексу фондового ринку України: Ваги акцій за компаніями станом на 31.05.2024.

№	Код	Назва	Кількість акцій в обігу	Коефіцієнт, що враховує free-float (Wi)	Коефіцієнт, що обмежує вагу акцій (Ci)	Вага акцій станом на 31.05.2024
1	BAVL	Райффайзен Банк, аз	61 495 162 580	2%	0,4863	25,0000
2	SEEN	Центренерго, аз	369 407 108	22%	0,6849	24,9999
3	DOEN	Донбасенерго, аз	23 644 301	14%	1,0000	3,6391
5	KVBZ	Крюківський вагонобудівний завод, аз	114 679 552	5%	1,0000	13,4532
6	MHPC	MHP SE	107 038 208	40%	0,0288	24,9999
7	TATM	Укренергомашини, аз	422 496 520	3,5%	1,0000	7,9079

Джерело: складено автором на основі даних [8].

Ключовим фактором виступає кількість акцій у вільному обігу, адже саме вони впливають на ринкову ціну й формують основу для розрахунку ринкової капіталізації компанії. Окрім цього, застосовується коефіцієнт вільного обігу (free-float), який коригує реальну частку торгованих акцій, та коефіцієнт (C_i), що обмежує максимальну вагу окремого емітента і запобігає його надмірному домінуванню в індексі. Підсумкова питома вага кожної компанії (у відсотках) відображає її відносний внесок у формування загальної тенденції індексу та слугує орієнтиром для учасників ринку під час аналізу поточної ситуації й розроблення подальших інвестиційних стратегій.

Пропонується розглянути значення фондового індексу України за період з 2008 по 2024 рік, щоб проаналізувати зміну його значень у контексті економічних змін в Україні та світовій економіці, а також зрозуміти, як зміни в структурі фондового ринку та ваги окремих компаній впливали на загальний індекс.

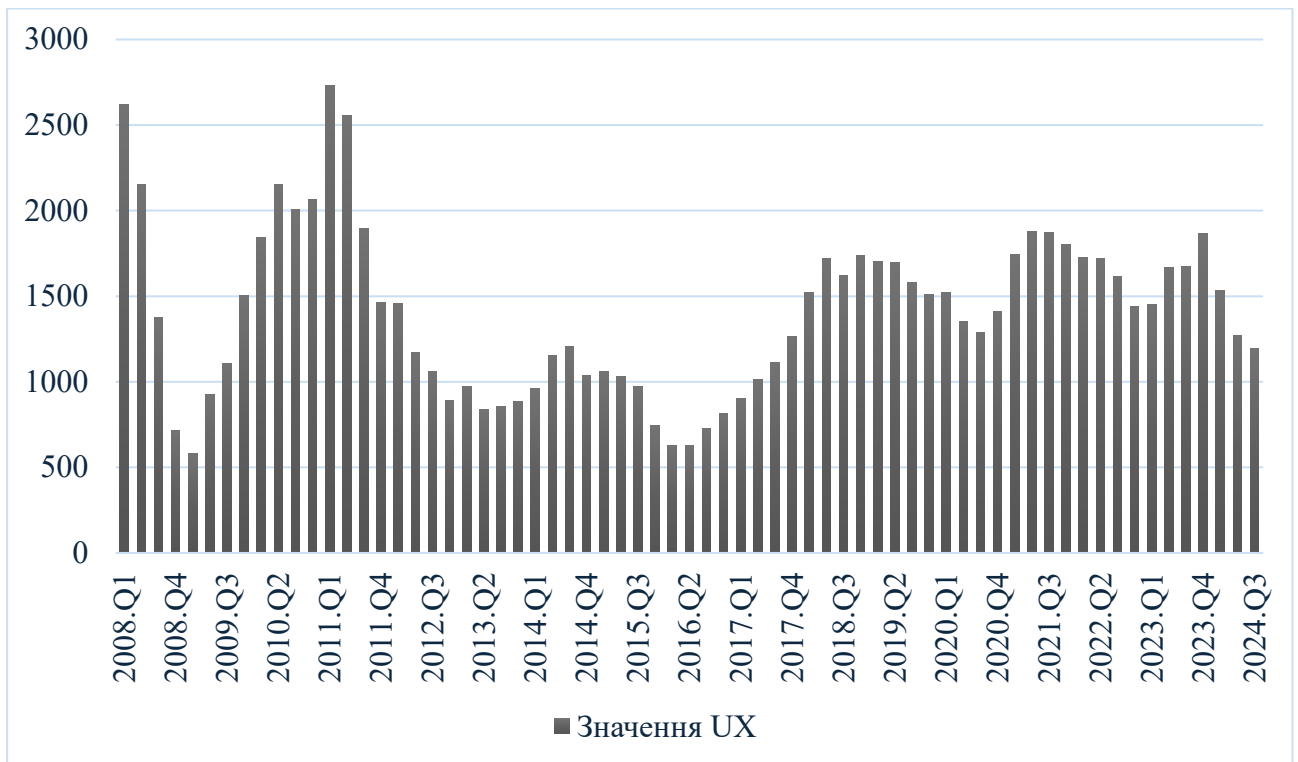


Рис. 2.1. Зміни індексу UX протягом 2008–2024 років.

Джерело: складено автором на основі даних [9].

Графічне відображення динаміки індексу UX свідчить про високу чутливість українського фондового ринку до глобальних та внутрішніх зрушень. Помітне падіння під час світової фінансової кризи 2008 року засвідчує його залежність від зовнішніх фінансових шоків, після чого відбулося поступове відновлення, що досягло максимуму в 2011 році. Подальший період відзначається нестабільністю, зокрема через події 2014 року, коли військові дії на сході України спричинили стрімке зниження котирувань. На початку пандемії COVID-19 у 2020 році спостерігався тимчасовий приріст індексу, однак повномасштабна агресія Росії у 2022 році зумовила чергове різке падіння ринкових показників і «замороження» торгівлі акціями в перші місяці конфлікту. Водночас із відновленням операцій на біржі в березні 2023 року індекс почав демонструвати прискорену тенденцію до зростання, що свідчить про адаптацію ринку до нових умов та можливу переоцінку інвестиційних ризиків.

Для прикладу, розглянемо динаміку основного фондового індексу США (US500) з 2015 року по перший квартал 2025 року (рис. 2.2). Як показують дані,

значні коливання цього індексу обумовлені глобальними економічними змінами, зокрема економічними кризами, інфляційними процесами, а також геополітичними подіями. Наприклад, пандемія COVID-19 спричинила різке падіння індексу в 2020 році, після чого ринок відновився і досяг рекордних показників у 2025 році, що свідчить про здатність ринку до відновлення після економічних потрясінь. У той же час війна в Україні, як зазначено, стала важливим фактором, що вплинув на фінансові показники, зокрема на великі міжнародні інвестиційні фонди.



Рис. 2.2. Динаміка основного фондового індексу США (US500) за період з 2015 по 1 квартал 2025 року.

Джерело: складено автором на основі даних [10].

Для детальнішого аналізу інвестиційних уподобань українських інвесторів доцільно розглянути обсяги торгів на фондовій біржі ПФТС із різними типами цінних паперів. Це дозволить визначити, які фінансові інструменти користуються найбільшим попитом на вітчизняному фондовому ринку.

Таблиця 2.2

Обсяг торгів різними типами цінних паперів на ПФТС за 01.01.2020-
01.03.2025 рр.

Тип цінного паперу	Кількість контрактів	Обсяг торгів	Валюта
ВСЬОГО	267	462 490 283,74	EUR
Облігації внутрішніх державних позик України	267	462 490 283,74	EUR
ВСЬОГО	65406	1 339 962 219 357,34	UAH
Облігації внутрішніх державних позик України	56721	1 157 398 814 565,96	UAH
Свопи	566	87 298 952 450,00	UAH
Облігації іноземної держави	1287	58 449 349 932,42	UAH
Корпоративні облігації	1701	17 921 627 266,30	UAH
Облігації внутрішніх місцевих позик	204	5 738 454 533,49	UAH
Облігації зовнішніх державних позик України	2001	4 992 461 970,39	UAH
Інвестиційні сертифікати	1194	4 068 437 099,33	UAH
Облігації підприємства	378	2 682 505 489,87	UAH
Акції	1230	1 245 646 451,97	UAH
Облігації іноземного емітента	6	88 776 274,00	UAH
Акції корпоративного інвестиційного фонду	98	76 502 179,15	UAH
Державні деривативи	19	680 144,46	UAH
Фінансові інструменти (у тому числі цінний папір) іншого виду іноземного емітента	1	11 000,00	UAH
ВСЬОГО	2122	2 585 639 122,52	USD
Облігації внутрішніх державних позик України	2122	2 585 639 122,52	USD

Джерело: складено автором на основі даних [11].

У таблиці наведено дані щодо обсягів торгів за останні п'ять років для різних категорій цінних паперів на ринку України. Зокрема, облігації внутрішніх державних позик виділяються як найбільш затребуваний інструмент, з торгівельним обсягом, що сягнув 462,49 мільярда євро. Це свідчить про їх високу ліквідність та значну привабливість для інвесторів, що обумовлено стабільністю, забезпеченою державною гарантією. Даний фінансовий інструмент залишається основним вибором серед українських інвесторів завдяки своїй надійності та широкій доступності.

Далі розглянемо обсяг торгів фінансовими інструментами на операторах організованих ринків капіталу з розподілом за видами фінансових інструментів протягом 2020-2024 року.

Таблиця 2.3

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі з розподілом за видом фінансового інструменту протягом 2020-2024 рр., млн грн

Фінансовий інструмент	2024	2023	2022	2021	2020
Акція	42,35	109,90	91,75	591,08	594,13
Акція іноземного емітента	18,87	7,10	936,60	104,16	6,95
Акція КІФ	239,36	0,10	2,89	0,14	-
Корпоративна облігація	9 980,11	8 799,00	197,88	-	-
Облігація внутрішніх державних позик України	547 926,26	406 008,70	152 825,19	443 756,88	328 653,97
Облігація зовнішніх державних позик України	781,69	200,30	3 819,30	2 784,66	1 155,28
Облігація іноземної держави	56 006,68	21 071,70	2 296,08	228,06	4,09
Інвестиційний сертифікат	3 479,11	11,20	1,49	15,74	50,85
Облігація підприємства	397,28	103,00	309,19	2 395,05	927,56
Державний дериватив	3,77	-	-	-	2,82
Своп	37 289,86	-	-	-	-
Облігація іноземного емітента	112,41	121,10	88,28	109,44	71,36
Облігація внутрішніх місцевих позик	407,49	-	61,53	1 916,04	3 856,51
Ф'ючерсний контракт	-	-	5,87	37,17	23,37
Опціонний сертифікат	-	-	-	22,15	59,82
Фінансовий інструмент іноземного емітента	-	-	-	0,01	-
Усього	656 685,24	436 432,10	160 636,05	451 960,58	335 406,71

Джерело: складено автором на основі даних [19].

На українському фондовому ринку за 2024 рік спостерігається суттєве зростання обсягів торгів фінансовими інструментами порівняно з попередніми роками. Загальний обсяг торгів за січень-травень 2024 року досяг 656,69 млрд грн, що на 50,5% більше, ніж за аналогічний період 2023 року (436,43 млрд грн).

Найбільший обсяг торгів на операторах організованих ринків капіталу протягом зазначеного періоду серед фінансових інструментів зафіксовано з ОВДП – 547,93 млрд грн (83,44 % від загального обсягу торгів фінансовими інструментами на операторах організованих ринків капіталу) [19].

Суттєво зросли обсяги торгів облигаціями іноземних держав – 56,01 млрд грн у 2024 році проти 21,07 млрд грн у 2023 році. Також на ринку з'явилися свопи з обсягом торгів 37,29 млрд грн, що свідчить про розвиток нових фінансових інструментів.

Помітне зростання зафіксоване в сегменті корпоративних облигацій – 9,98 млрд грн у 2024 році порівняно з 8,80 млрд грн у 2023 році. Це сигналізує про поступове повернення бізнесу до боргового фінансування.

Інтерес до пайових цінних паперів залишається низьким. Обсяг торгів акціями вітчизняних емітентів у 2024 році скоротився до 42,35 млн грн, що значно менше за показники 2023 року (109,90 млн грн). Водночас зріс інтерес до акцій іноземних емітентів – 18,87 млн грн у 2024 році проти 7,10 млн грн у 2023 році. Це може бути пов'язано з активізацією доступу до міжнародних ринків через українські фінансові посередники.

Окремо варто відзначити значне зростання торгів інвестиційними сертифікатами – 3,48 млрд грн у 2024 році проти 11,2 млн грн у 2023 році, що може вказувати на розвиток фондів спільного інвестування.

Загалом, 2024 рік демонструє зростання фондового ринку, яке значною мірою зумовлене активним обігом державних цінних паперів та появою нових фінансових інструментів.

Також пропонується розглянути обсяг та кількість випусків акцій, зареєстрованих НКПРФ протягом аналогічного періоду.

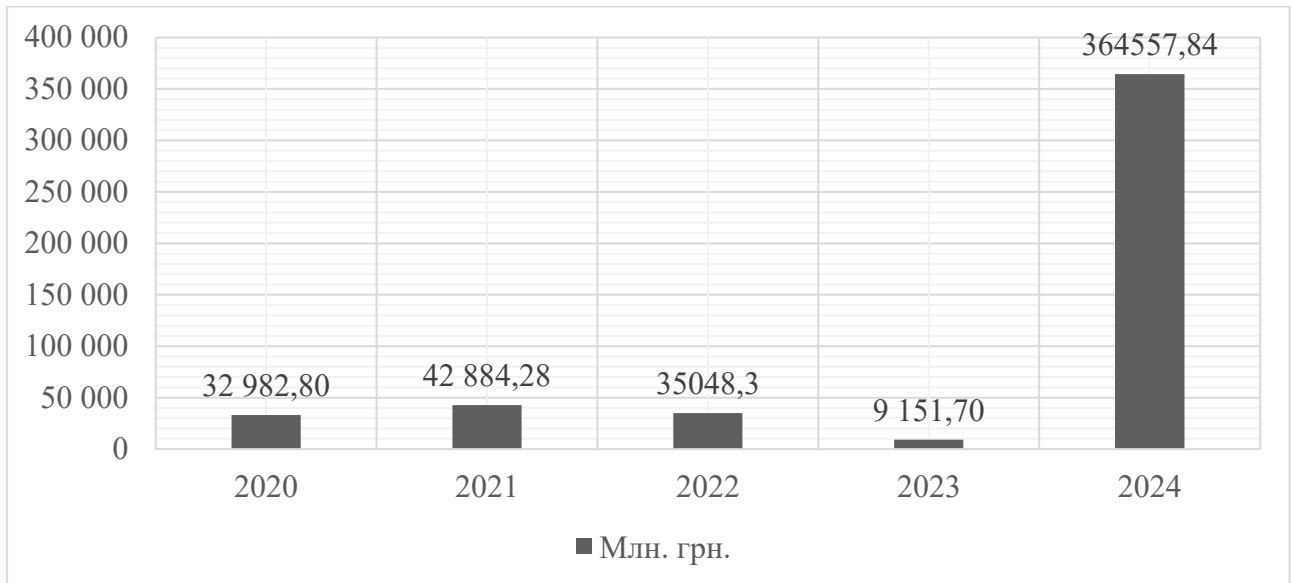


Рис. 2.3 Динаміка обсягів емісії акцій зареєстрованих НКЦПФР у 2020–2024 рр

Джерело: складено автором на основі даних [19].

У 2024 році НКЦПФР зареєстровано 60 випусків акцій на суму 364,56 млрд грн. Порівняно з 2023 роком обсяг зареєстрованих випусків акцій у 2024 році збільшився на 355,41 млрд грн

Збільшення пов'язано з виходом на український ринок акцій іноземних компаній відкрив нові можливості для вітчизняних інвесторів. Тепер доступними стали пайові папери провідних світових технологічних і фінансових корпорацій, серед яких Microsoft, Visa, Tesla, Apple, Netflix, Facebook, AMD та інші [20].

Українська влада активно працює над модернізацією фондового ринку, намагаючись наблизити його до стандартів розвинених країн. Спостерігається тенденція до розширення кола інвесторів, залучених до торгівлі облігаціями внутрішньої державної позики, а також до інтеграції акцій міжнародних компаній у вітчизняний ринок. З 2023 року в Україні дозволено обіг акцій підприємств, що входять до індексу S&P 500, що розширило інвестиційні можливості. Одним із механізмів захисту капіталу стало впровадження страхування та перестрахування прямих інвестицій від військових і терористичних загроз відповідно до оновлених положень Закону України про стимулювання експортної діяльності, які набули чинності у 2024 році.

Формування сучасного фондового ринку супроводжується значними змінами в регуляторній сфері. Зокрема, оновлено законодавчу базу, що регулює ринок капіталу, посилено контроль за діяльністю ліцензіатів і учасників біржової торгівлі. На початку 2024 року Міністерство економіки України підписало меморандум про співпрацю з Nasdaq [21], що передбачає надання технічної підтримки для розвитку фінансової інфраструктури, створення міжнародного інвестиційного центру та розширення доступу українських компаній до глобальних фінансових ресурсів. Вітчизняні економісти пов'язують подальше зростання ринку з успішним впровадженням пенсійної реформи та розвитком накопичувальних пенсійних систем.

2.2 Огляд українських компаній, що входять до індексу KP-Dragon, та фінансовий аналіз їх діяльності

Індекс KP-Dragon було розраховано компанією Dragon Capital у серпні 2000 року. На початковому етапі складався з акцій 10 компаній, оцінених за ринковою капіталізацією. З часом індекс зазнав змін, адаптуючись до змін на ринку та розширення ліквідності. Так, у лютому 2003 року був змінений підхід до розрахунку індексу, перейшовши до врахування акцій, що перебувають у вільному обігу. Цей крок був зумовлений включенням до складу індексу компанії «Укртелеком», що володіла значною капіталізацією. У лютому 2006 року склад індексу був збільшений до 20 акцій, що стало наслідком зростання кількості ліквідних паперів на ринку. Однак, через зниження активності локального фондового ринку, в 2015 році кількість акцій у складі індексу була зменшена до 15. З 1 червня 2011 року було внесено суттєві зміни до структури індексу KP-Dragon, зокрема введення акцій українських компаній, що торгуються на зарубіжних фондових майданчиках. Це дозволило індексу точніше відобразити динаміку українських компаній, акції яких котируються не лише на вітчизняних біржах, а й на міжнародних майданчиках [30].

Така структура відрізняє індекс KP-Dragon від інших індексів українських акцій, що зазвичай прив'язані або до конкретної фондової біржі, або до національної економіки та розраховуються в місцевих валютах. Наразі індекс включає 6 українських компаній, які мають лістинг на зарубіжних майданчиках, і 4 акції, що котируються на українських біржах.

Таблиця нижче містить інформацію про компанії, які входять до складу індексу KP-Dragon, із зазначенням їхніх тикерів, галузей, кількості акцій та ваги кожної компанії в індексі:

Таблиця 2.4

Учасники індексу KP-Dragon

Тикер	Компанія	Галузь	Акції	Вага (%)
AST PW	Астарта	Сільське господарство та харчова промисловість	24,310,102	21.5%
FXPO LN	Ferrexpo	Метали та видобуток (залізна руда)	588,624,142	15.9%
IMC PW	ІМК	Сільське господарство та харчова промисловість	35,500,464	14.5%
KER PW	Кернел	Сільське господарство та харчова промисловість	293,429,230	24.2%
MHPC LI	МХП	Сільське господарство та харчова промисловість	107,038,208	23.9%

Джерело: складено автором на основі даних [30].

Табл. 2.4 демонструє основні компанії, що складають індекс KP-Dragon. Переважна більшість компаній належить до сектора сільського господарства та харчової промисловості, що відображає значну роль агропромислових підприємств в українській економіці та їх присутність на міжнародних фінансових ринках. Найбільшу вагу в індексі має компанія «Кернел» (24.2%), що є лідером серед учасників, за нею йдуть «Астарта» та «МХП», які також мають вагомий внесок у загальну капіталізацію індексу.

Далі пропонується розглянути динаміку ціни індексу (рис. 2.4)

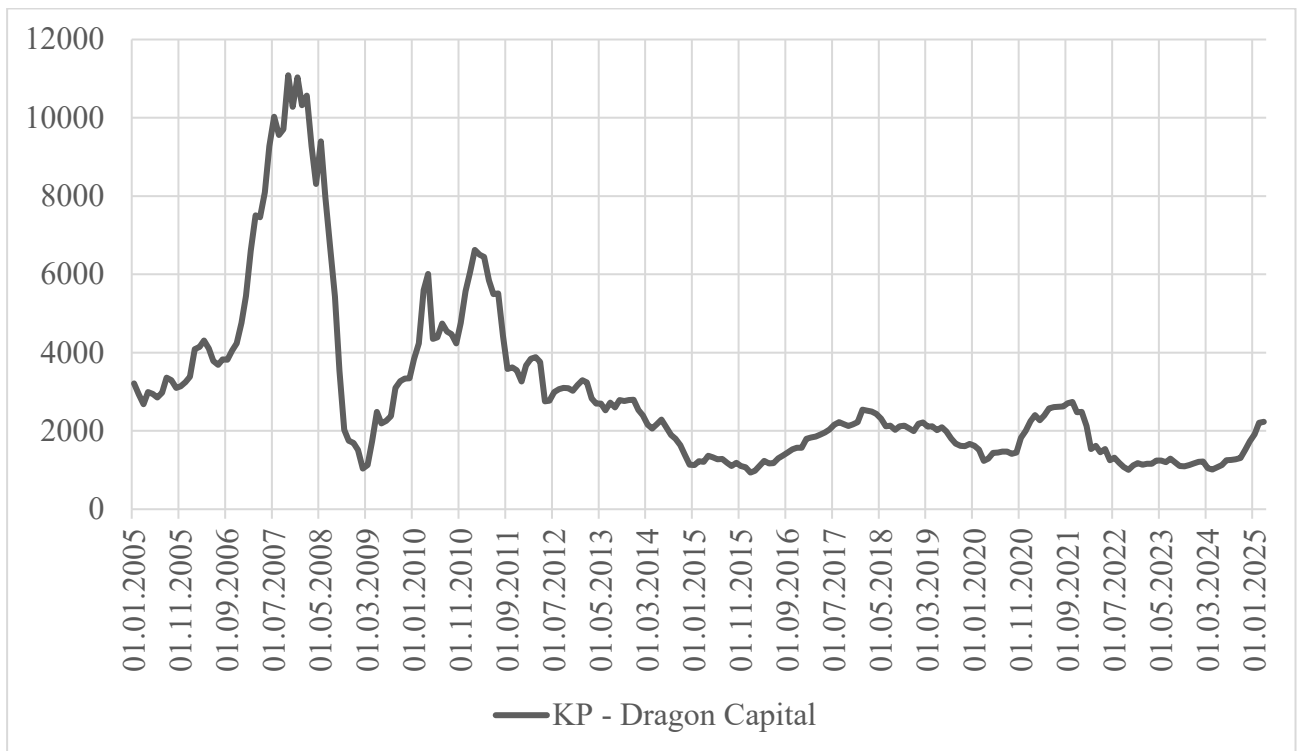


Рис. 2.4 Динаміка ціни індексу KP-Dragon протягом останніх 20 років, грн.
Джерело: складено автором на основі даних [31].

Динаміка індексу KP-Dragon за зазначений період відзначається значними коливаннями, що є відображенням економічної ситуації в Україні та глобальних економічних умов. Загалом, можна спостерігати циклічні зміни на ринку, які відзначаються як ростом, так і падіннями індексу. Період 2017–2019 років є етапом стійкого зростання індексу. Пікові значення індексу в 2018 році, які перевищили 3000 пунктів, свідчать про наявність оптимістичних очікувань щодо економічного розвитку та бізнес-клімату в Україні.

Початок 2020 року ознаменувався різким падінням індексу, зокрема через глобальну пандемію COVID-19, що спричинила значну економічну кризу. У квітні 2020 року індекс опустився до мінімальних значень. Це падіння стало наслідком як глобальних економічних труднощів, так і локальних проблем в Україні, зокрема зниженням споживчого попиту та підприємницької активності.

З серпня 2020 року індекс почав відновлюватися, що можна пояснити стабілізацією внутрішньої економічної ситуації, а також певним зростанням інтересу до українських активів на фоні глобального економічного відновлення. Відновлення тривало протягом 2021 року, коли індекс продовжував поступово

зростати, але в умовах економічної невизначеності цей процес був більш повільним.

Війна в Україні, яка розпочалась у лютому 2022 року, мала вирішальний вплив на подальший розвиток динаміки індексу. У першій половині 2022 року спостерігалось різке падіння індексу, що відображало не лише внутрішні політичні та економічні труднощі, але й глобальні економічні наслідки від геополітичної нестабільності.

В 2023 році спостерігається певне відновлення індексу - початок року відзначився зростанням індексу до понад 1200 пунктів. Процес був обмежений зовнішніми і внутрішніми чинниками, такими як політична невизначеність та складна соціально-економічна ситуація в країні.

З початком 2024 року індекс продовжував своє зростання, досягнувши понад 2200 пунктів на початку 2025 року. Це свідчить про певну стабільність на ринку, хоча зміни залишаються відносно помірними і супроводжуються невеликими коливаннями. Станом на початок березня значення індексу становить 2231,11 пунктів.

Розглянемо показники дохідності акцій компаній, що входять до індексу КР, а також інші фінансові параметри, які дозволяють глибше оцінити їхні інвестиційні характеристики. Здійснимо аналіз таких індикаторів, як доходність акцій, коефіцієнт P/E, дивідендний дохід, волатильність, EPS (прибуток на одну акцію), а також показників ліквідності, зокрема коефіцієнтів поточної та швидкої ліквідності. Окрім цього, буде враховано показники, що відображають ефективність управлінських рішень та фінансову стабільність компаній, що є важливими для прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень.

Astarta — публічна європейська компанія, що є вертикально інтегрованим агропромисловим холдингом в Україні. Заснована в 1993 році Віктором Іванчиком, компанія з 2006 року має акції на Варшавській фондовій біржі. У жовтні 2022 року завершила процес транскордонної міграції та продовжила розміщення акцій під новою назвою Astarta Holding PLC (тікер AST). Холдинг здійснює діяльність у різних напрямках, зокрема рослинництво (управління 215

000 га сільськогосподарських земель), виробництво цукру (250 000 – 500 000 тонн на рік), тваринництво (виробництво 115 000 тонн молока на рік, загальне поголів'я — 27,5 тис. голів), переробка сої (потужність — 230 тис. тонн на рік) та біоенергетика (потужність біогазового комплексу — 150 тис. м³ біогазу на день). Astarta активно співпрацює з міжнародними трейдерами, постачальниками та банками, підтримуючи бездоганну кредитну історію. Компанія також приєдналася до Глобального договору ООН у 2008 році, підтверджуючи свою орієнтацію на сталий розвиток та соціальну відповідальність [32].

Далі пропонується розглянути динаміку основних фінансових показників компанії у графічному вигляді:

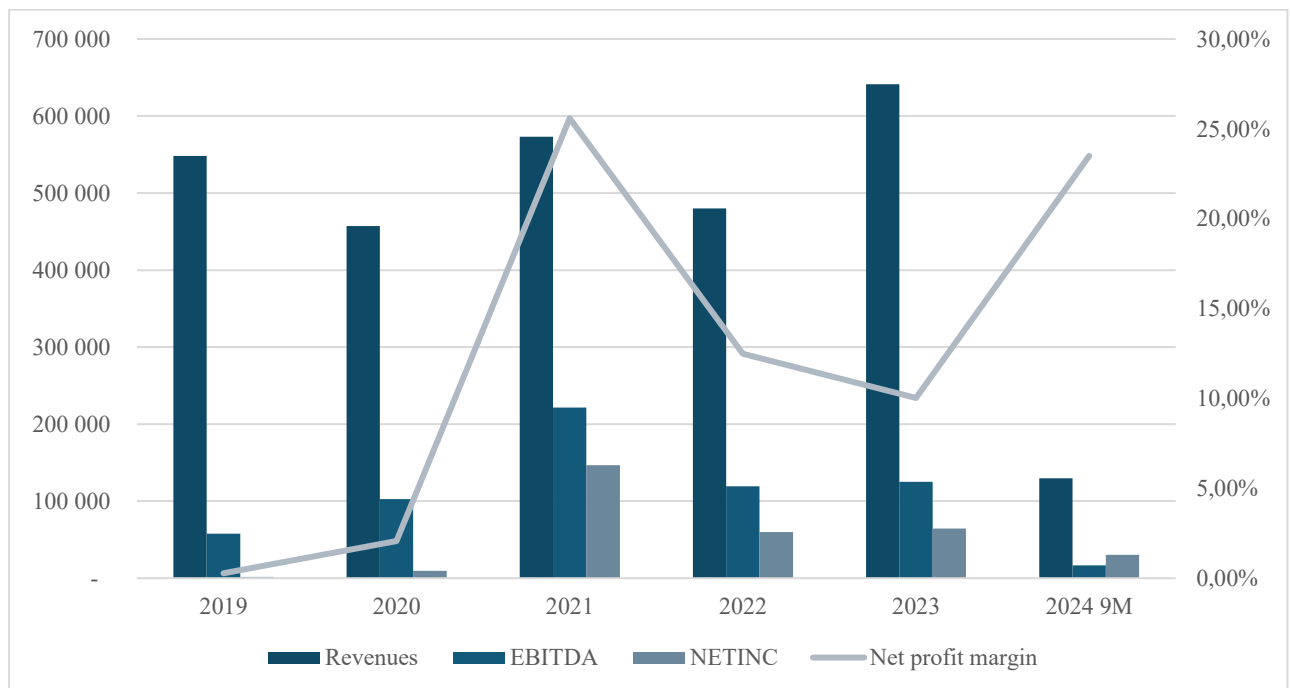


Рис. 2.5 Основні показники доходності Astarta, тис. Дол. США

Джерело: складено та розраховано автором на основі [33,34].

Виручка компанії зросла з 12,98 млрд грн у 2019 році до 24,45 млрд грн у 2023 році, хоча за дев'ять місяців 2024 року вона становить лише 5,45 млрд грн. ЕВІТДА досягла піку у 2021 році (6,04 млрд грн), після чого знизилася, а чистий прибуток зазнав суттєвих коливань — від 36 млн грн у 2019 році до 4 млрд грн у 2021 році, з подальшим зниженням до 1,28 млрд грн у 2024 році (9М). Чистий прибуток компанії демонстрував найбільший рівень маржинальності у 2021 році

(25,59%), проте згодом він зменшився, відображаючи зміну рентабельності бізнесу.

Таблиця 2.5

Фінансові коефіцієнти Astarta

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 9М
Effective tax rate	-354,02%	6,47%	4,76%	14,16%	16,06%	4,48%
Shares outstanding	24,31М	24,31М	24,25М	24,25М	24,35М	24,47М
Price to book	0,11	0,11	0,08	0,07	0,06	0,05
Return on assets	0,52%	5,84%	15,89%	8,82%	7,77%	3,00%
Return on capital	0,55%	6,10%	16,62%	9,30%	8,24%	3,18%

Джерело: складено та розраховано автором на основі [33,34].

Представлені фінансові коефіцієнти відображають ефективність використання капіталу та податкове навантаження компанії за період 2019–2024 років. Ефективна податкова ставка демонструвала значні коливання, досягнувши аномально низького значення у 2019 році (-354,02%) та поступово стабілізуючись на рівні 16,06% у 2023 році. Кількість акцій у вільному обігу залишалася відносно стабільною, з незначними змінами. Коефіцієнт ціни до балансової вартості (P/B) поступово знижувався, що може свідчити про зміну ринкової оцінки активів компанії. Показники рентабельності активів (ROA) та капіталу (ROC) демонстрували максимальні значення у 2021 році, після чого почали знижуватися, що відображає загальну динаміку фінансових результатів.

Ferrexpro plc разом зі своїми дочірніми компаніями видобуває, розробляє, переробляє, виробляє, продає, експортує та продає залізородні окатиші металургійній промисловості. Вона управляє двома шахтами та збагачувальною фабрикою поблизу Кременчука в Україні; порт в Одесі; флот суден, що працюють на водних шляхах Рейну та Дунаю; і океанське судно, яке надає додаткові послуги. Компанія також пропонує фінанси, менеджмент, закупівлі, торгівлю, транспортування, маркетинг, доставку, барж, бункерування та портові послуги. Вона працює в Туреччині, решті Європи, Китаї, Південно-Східної Азії, Північно-Східної Азії, Близького Сходу, Північної Африки та Північної Америки. Компанія була зареєстрована в 2005 році і має штаб-квартиру в місті Баар, Швейцарія [36].

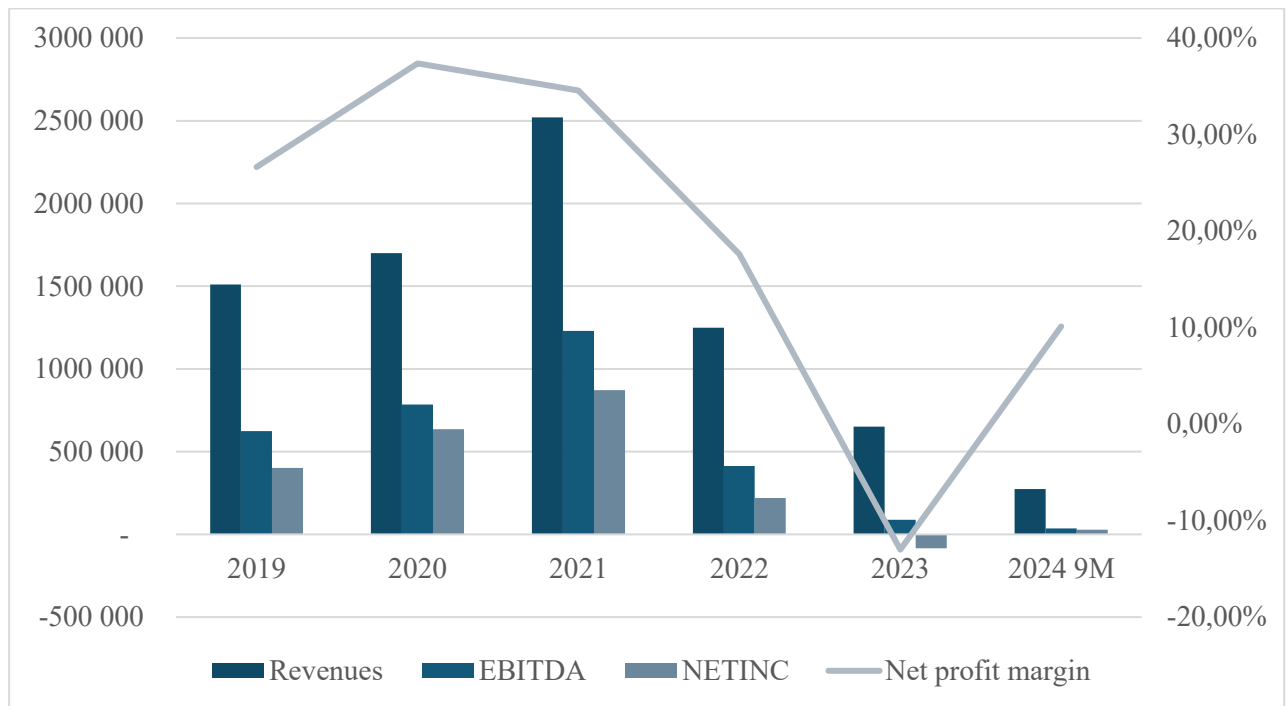


Рис. 2.5 Основні показники дохідності Ferrexpo, тис. Дол. США

Джерело: складено та розраховано автором на основі [35].

Значення компанії демонстрували значну волатильність фінансових результатів у 2019–2024 роках. Виручка компанії зросла з 1,51 млрд дол. у 2019 році до пікового значення у 2,52 млрд дол. у 2021 році, після чого суттєво знизилася, склавши лише 274 млн дол. за перше півріччя 2024 року. ЕБІТДА та чистий прибуток відображають аналогічну динаміку — після рекордних показників у 2021 році прибутковість зменшилася, а у 2023 році компанія зафіксувала збиток у 84,78 млн дол., що частково компенсувалося позитивним результатом у 27,74 млн дол. за перші шість місяців 2024 року. Чистий прибуток у 2023 році вплинув на маржинальність компанії, яка стала негативною (-13,01%), але у 2024 році відновилася до 10,11%.

Таблиця 2.5

Фінансові коефіцієнти Ferrexpo

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 6M
Net profit margin	26,65%	37,37%	34,56%	17,60%	-13,01%	10,11%
Effective tax rate	12,25%	15,05%	18,67%	35,04%	-23,91%	26,67%
Shares outstanding	586,92M	587,70M	587,70M	597,56M	588,34M	588,34M
Price to book	0,36	0,33	0,27	0,4	0,44	0,45
Return on assets	20,31%	21,96%	34,47%	11,69%	1,75%	4,01%

Return on capital	22,30%	24,28%	38,32%	12,84%	1,98%	4,88%
EPS	0,69	1,08	1,79	0,66	0,08	-

Джерело: складено та розраховано автором на основі [35].

Ефективна податкова ставка компанії демонструвала нестабільність, особливо у 2023 році, коли її значення стало від’ємним (-23,91%). Кількість акцій у вільному обігу залишалася майже незмінною, зростаючи лише у 2022 році. Коефіцієнт P/B (ціна до балансової вартості) свідчить про поступове покращення ринкової оцінки компанії — після зниження до 0,27 у 2021 році він збільшився до 0,45 у 2024 році. Показники рентабельності активів (ROA) та капіталу (ROC) досягли максимуму у 2021 році, після чого значно знизилися, що відображає загальну тенденцію погіршення фінансової ефективності. Прибуток на акцію (EPS) також мав пікове значення у 2021 році (1,79 дол.), але у 2024 році дані за цим показником відсутні.

Наступною компанією є ІМК. Група працює в аграрному секторі України. Основними видами діяльності є вирощування зернових та олійних культур, а також їх зберігання та переробка. Компанія входить до числа провідних виробників сільськогосподарської продукції України. Група контролює 120 300 га високоякісних сільськогосподарських угідь (120 000 га в обробітку) у Сумській, Полтавській та Чернігівській областях північної та центральної України. Вироблені зернові та олійні культури реалізуються як на українському, так і на експортних ринках [37].

Агропромислова компанія ІМК демонструвала змінну динаміку фінансових показників у 2019–2024 роках. Виручка залишалася відносно стабільною, варіюючись у межах 116–175 млн дол., з помітним падінням у 2022 році та подальшим відновленням у 2023–2024 роках. Однак прибутковість компанії зазнала значних коливань. ЕБІТДА зросла з 8 млн дол. у 2019 році до рекордних 77 млн дол. у 2021 році, після чого в 2022–2023 роках компанія зафіксувала негативний показник, що свідчить про складні ринкові умови. У 2024 році (за 9 місяців) ЕБІТДА знову стала позитивною та склала 45,3 млн дол.

Чистий прибуток компанії повторював динаміку операційного результату. Після пікового значення у 2021 році (76,8 млн дол.) у 2022–2023 роках ІМК зазнала збитків, проте у 2024 році ситуація покращилася, і чистий прибуток склав 26,5 млн дол. Маржинальність компанії була найвищою у 2021 році (43,76%), тоді як у 2022–2023 роках вона впала до від’ємних значень. Станом на 2024 рік рентабельність відновилася до 15,81%, що свідчить про часткове повернення до стабільної фінансової діяльності.

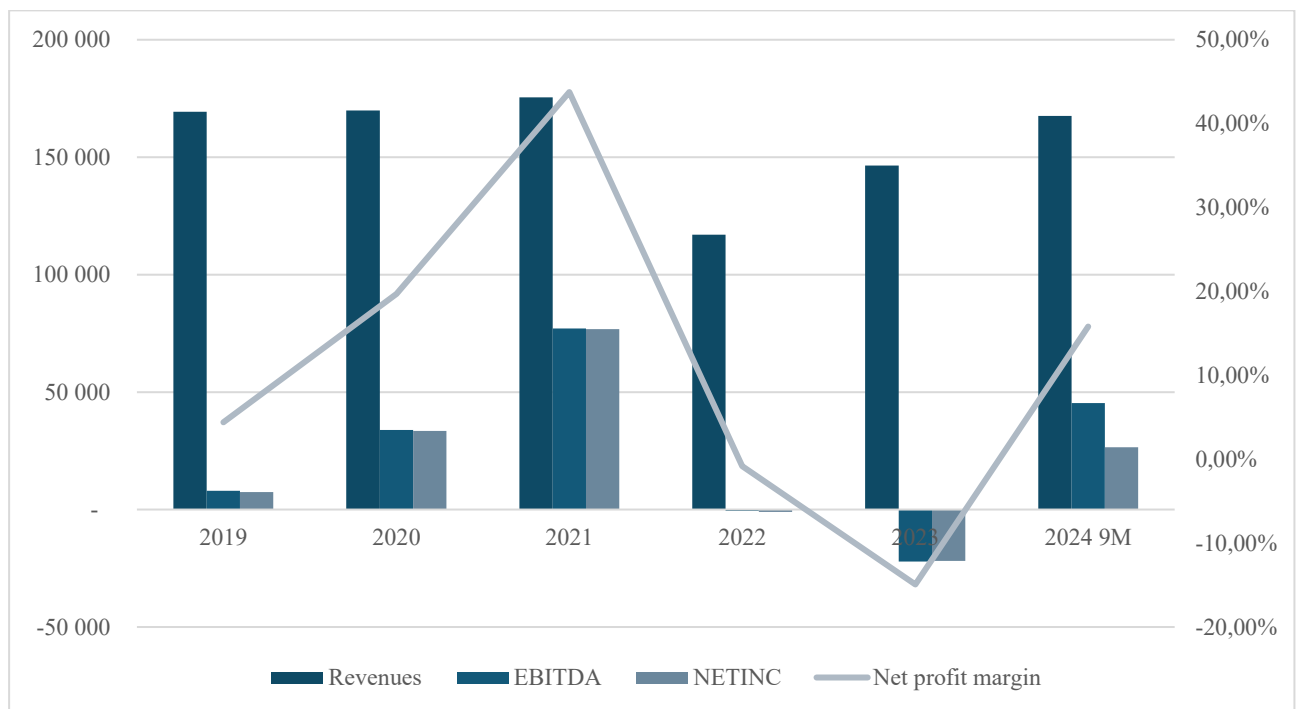


Рис. 2.6 Основні показники дохідності ІМК, тис. Дол. США

Джерело: складено та розраховано автором на основі [38].

Табл. 2.6 містить кількісні показники, що характеризують фінансовий стан компанії, такі як EPS (прибуток на акцію) з 2019 по 2024 рік. Перший рядок таблиці містить дані за три роки: 1,98, 2,5 та 3,11. Другий рядок містить дані прибутку на акцію (EPS) за кілька років, що показують значні коливання. У 2019 році EPS становив 7,24%, але згодом знизився до 1,24% у 2020 році, а потім до 0,39% у 2021 році. У 2022 році компанія зазнала значних втрат, що відобразилось у показнику -68,11%. Проте у наступні роки спостерігається відновлення: у 2023 році EPS становив 1,23%, а у першій половині 2024 року – значні 41,53%. Ці дані

свідчать про нестабільність фінансового стану компанії впродовж цього періоду, але також вказують на можливі позитивні зміни у 2024 році.

Таблиця 2.6

Фінансові коефіцієнти ІМК

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 6М
Effective tax rate	7,24%	1,24%	0,39%	-68,11%	1,23%	41,53%
Shares outstanding	35.50 М	35.50 М	35.50 М	35.50 М	35.50 М	35.50 М
Price to book	0.13	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
Return on assets	45,39%	46,04%	46,13%	49,42%	44,63%	60,88%
Return on capital	54,61%	53,96%	53,87%	50,58%	55,37%	39,12%
EPS	1,28	2,01	2,02	1,98	2,5	3,11

Джерело: складено та розраховано автором на основі [38].

Kernel – провідний світовий виробник та експортер соняшникової олії, найбільший в Україні виробник та експортер зернових, ключовий постачальник сільськогосподарської продукції з регіону Чорноморського басейну на світові ринки. На частку компанії припадає близько 8% світового експорту соняшникової олії. Свою продукцію Kernel постачає до понад 60 країн. З листопада 2007 року акції компанії торгуються на Варшавській фондовій біржі (WSE) [39].

Kernel, один із провідних агропромислових холдингів, демонстрував нестабільну фінансову динаміку у 2019–2024 роках, як можна бачити з рис. 2.7. Виручка компанії досягла пікового рівня у 2020 році (5,59 млрд дол.), після чого спостерігалось поступове зниження до 3,46 млрд дол. у 2022 році та незначне відновлення у 2023–2024 роках. EBITDA також коливалася: у 2020 році вона досягла 693 млн дол., після чого зменшилася до 389 млн дол. у 2021 році, але в наступні роки компанія змогла покращити операційний результат, перевищивши 500 млн дол. у 2023 та 2024 роках.

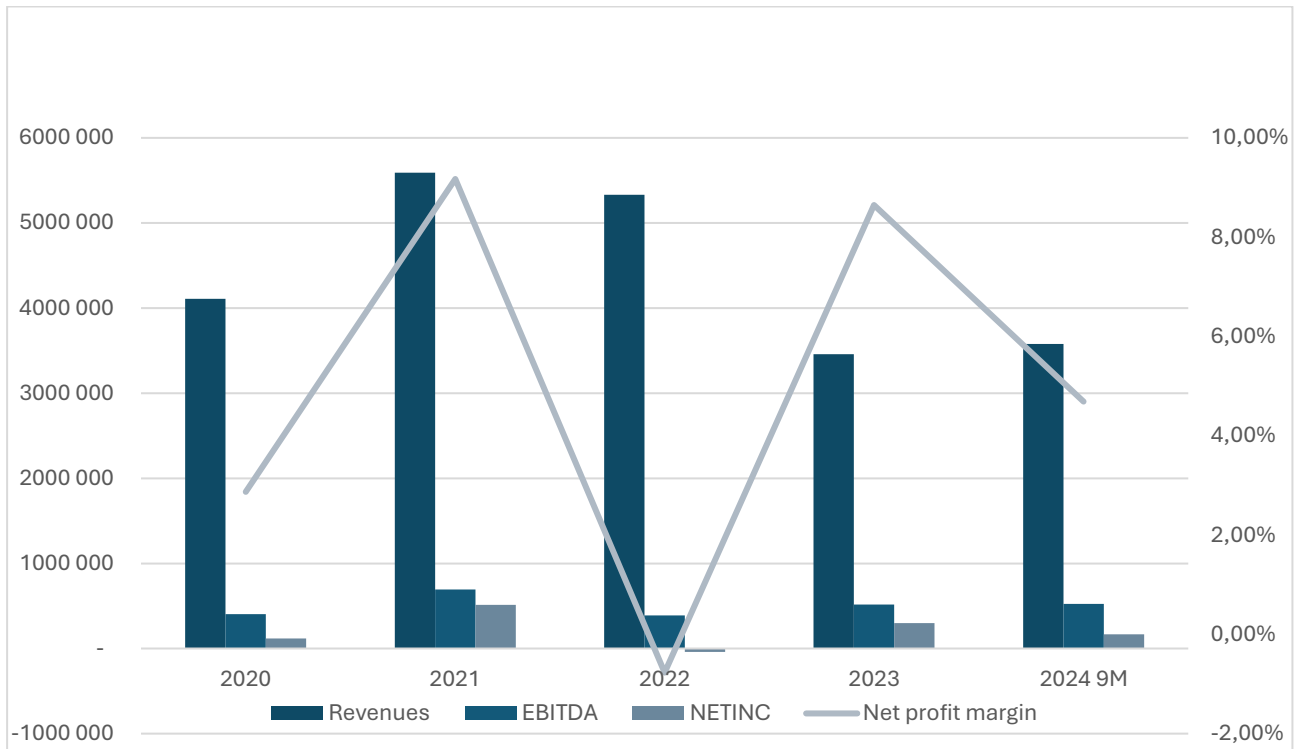


Рис. 2.7 Основні показники дохідності Kernel, тис. Дол. США

Джерело: складено та розраховано автором на основі [40].

Чистий прибуток Kernel мав суттєві зміни: у 2020 році він сягнув 512,7 млн дол., у 2021 році компанія зафіксувала збиток (-41,1 млн дол.), але вже у 2022 році повернулася до прибутковості (299,2 млн дол.). Проте у 2023 році чистий прибуток знизився до 167,9 млн дол., що позначилося на чистій маржі (4,69%). Податкове навантаження також змінювалося: у 2020–2021 роках ефективна податкова ставка була на рівні 6–6,4%, а у 2023–2024 роках вона зросла до понад 20%.

Таблиця 2.7

Фінансові коефіцієнти Kernel

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Net profit margin	2,87%	9,17%	-0,77%	8,65%	4,69%	2,87%
Effective tax rate	15,24%	6,00%	6,40%	18,77%	20,57%	15,24%
Shares outstanding	84,03M	84,03M	77,43M	77,43M	293,43M	84,03M
Price to book	1,17	0,9	0,96	0,92	3,28	1,17
Return on assets	0,08	10,77%	4,63%	6,81%	7,61%	0,08
Return on capital	0,09	12,51%	5,45%	7,82%	8,72%	0,09
EPS	1,41	6,13	1,43	-	-	1,41

Джерело: складено та розраховано автором на основі [40].

Компанія суттєво змінила структуру акціонерного капіталу — кількість акцій в обігу зросла з 77,43 млн у 2021 році до 293,43 млн у 2023 році, що могло вплинути на вартість акцій та показники прибутковості на акцію (EPS), які у 2023–2024 роках дорівнювали нулю. Коефіцієнт P/B (ціна до балансової вартості) був відносно стабільним до 2022 року (0,9–0,96), але у 2023 році зріс до 3,28, що свідчить про зміну ринкової оцінки активів компанії. Показники рентабельності активів (ROA) та капіталу (ROC) зросли після падіння у 2021 році, що може вказувати на поступове покращення ефективності діяльності.

МХП – одна з провідних агропромислових компаній України з штаб-квартирою в Києві та виробничими потужностями в Україні й на Балканах. Вона є великим експортером продукції, постачаючи понад 50% своїх товарів у більш ніж 70 країн світу. Компанія спеціалізується на виробництві курятини, входячи до топ-10 світових виробників за версією WattPoultry, а також займається виробництвом рослинних олій і кулінарної продукції під понад 15 брендами, серед яких «Наша Ряба», «Легко!», «Бацинський» та інші. МХП активно розвиває торговельні мережі та стрітфуд-концепції, впроваджує сучасні кулінарні технології та інвестує у якість продукції. З 2008 року компанія є публічною, залучивши міжнародний капітал через IPO на Лондонській фондовій біржі [42].

МХП продемонстрував нестабільну динаміку фінансових результатів у 2019–2024 роках, що значною мірою пояснюється зовнішніми економічними шоками, зокрема пандемією COVID-19 та війною в Україні. Після прибуткового 2019 року компанія зазнала збитків у 2020-му, що можна пов'язати з кризою у світовій економіці та зниженням споживчого попиту. У 2021 році прибутковість суттєво зросла, досягнувши рекордних 375,5 млн доларів, завдяки відновленню ринків і зростанню експортних можливостей. Однак у 2022 році через повномасштабне вторгнення РФ компанія знову зазнала значних втрат, отримавши чистий збиток у 231 млн доларів. Попри це, МХП продовжила діяльність, адаптуючи бізнес-модель до умов воєнного часу. У 2023 році прибутковість відновилася, хоча темпи зростання залишалися помірними. У 2024

році компанія демонструє поступове покращення результатів, зберігаючи позитивний тренд у прибутковості та операційній ефективності.

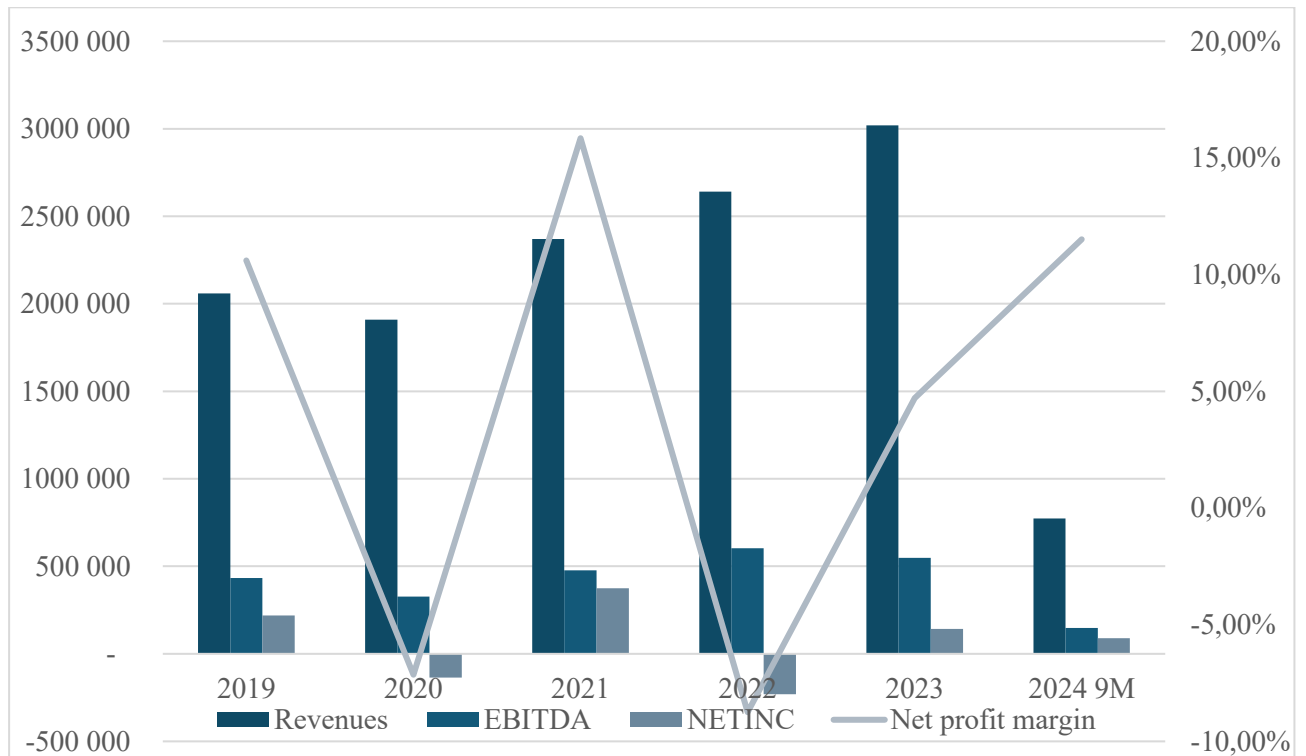


Рис. 2.8 Основні показники дохідності МХП, тис. Дол. США

Джерело: складено та розраховано автором на основі [42].

Чиста рентабельність коливалася від -8,75% у 2022 році до 15,84% у 2021-му, що відображає як періоди кризи, так і моменти відновлення. Ефективна податкова ставка також змінювалася, особливо зростаючи в 2023 році до 17,92%, що могло бути наслідком змін у податковому регулюванні або коригувань у фінансовій стратегії компанії. Водночас показники рентабельності активів і капіталу залишаються відносно стабільними, хоча й з незначним зниженням у 2023–2024 роках. Відношення ціни до балансової вартості акцій свідчить про те, що ринок оцінює компанію помірно, без суттєвих сплесків. Показник EPS зазнав суттєвих коливань, особливо в кризові роки, коли прибутковість компанії була під загрозою.

Таблиця 2.8

Фінансові коефіцієнти МХП

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Net profit margin	10,60%	-7,15%	15,84%	-8,75%	4,70%	11,51%

Effective tax rate	12,68%	3,75%	1,71%	10,81%	17,92%	5,88%
Shares outstanding	107,04М	107,04М	107,04М	107,04М	107,04М	107,04М
Price to book	0,47	0,6	0,42	0,52	0,48	0,46
Return on assets	5,12%	3,00%	5,56%	7,61%	6,81%	6,72%
Return on capital	5,70%	3,37%	6,22%	8,57%	7,71%	7,67%
EPS	2,10	-1,26	3,71	-	-	-

Джерело: складено та розраховано автором на основі [42].

Фінансові результати провідних українських компаній аграрного та сировинного сектору, які входять до індексу акцій KP-Dragon – ІМС, Kernel, МХП, Astarta та Ferrexpo – демонструють як періоди стабільного зростання, так і суттєві коливання, спричинені глобальними кризами, пандемією COVID-19 та війною в Україні. До 2021 року більшість компаній мали стабільне або зростаюче фінансове становище, проте 2022 рік став переломним через воєнні дії, руйнування логістики та скорочення експортних можливостей. ІМС та Kernel зіткнулися зі значними труднощами, що призвели до збитковості в окремі роки, але у 2024-му почали відновлення. МХП, незважаючи на коливання прибутковості, зміг утримати позиції завдяки експорту та диверсифікації продукції. Astarta, як один із ключових гравців у сфері цукрового виробництва та землеробства, також відчула тиск кризи, однак зберегла операційну ефективність. Ferrexpo, будучи експортно-орієнтованим виробником залізрудних окатків, відчув падіння цін на сировину, ускладнення логістики та перебої у виробництві, що суттєво вплинуло на фінансові показники. Всі компанії показали стійкість та адаптивність, оптимізуючи витрати, шукаючи нові ринки збуту та впроваджуючи антикризові заходи для подальшого розвитку.

2.3 Аналіз динаміки та оцінка факторів впливу на дохідність акцій в Україні.

Дохідність акцій є ключовим показником ефективності фондового ринку та привабливості інвестування в корпоративні цінні папери. Її зміна зумовлюється як внутрішніми характеристиками компаній-емітентів, так і зовнішніми

макроекономічними умовами, включаючи загальний економічний стан країни, регуляторну політику та динаміку глобальних ринків. Аналізуючи дохідність акцій українських компаній, важливо враховувати структурні особливості національного фондового ринку, його низьку ліквідність, обмежений перелік біржових інструментів та залежність від зовнішньоекономічних факторів.

Впродовж останніх років на дохідність акцій в Україні впливали значні економічні та політичні потрясіння, зокрема періоди рецесії, коливання валютного курсу та зміни в законодавчому регулюванні ринку цінних паперів. Водночас технологічний розвиток, фінансова глобалізація та зростання ролі інституційних інвесторів сприяли певній стабілізації та розвитку ринку. У межах цього дослідження передбачається оцінити ключові фактори, які визначали дохідність акцій українських компаній, а також простежити характер їхньої дії в різні періоди, враховуючи специфіку економічного середовища та ринкових механізмів.

Динаміка реального ВВП України протягом 1992–2024 років відображає як періоди економічного зростання, так і значні кризові спади, спричинені як внутрішніми, так і зовнішніми чинниками (рис.2.2).

У 1990-х роках спостерігалось суттєве падіння ВВП: після рівня 22,2 млрд дол. у 1992 році показник зріс до 51,9 млрд дол. у 1997 році, але внаслідок економічної кризи 1998 року ВВП скоротився до 32,7 млрд дол. у 1999 році. Починаючи з 2000-х років економіка почала стабільно зростати, досягнувши піку в 2008 році (181,3 млрд дол.), проте світова фінансова криза спричинила падіння ВВП до 117,1 млрд дол. у 2009 році.

Наступний період (2010–2013) характеризувався поступовим відновленням, проте події 2014–2015 років, зокрема війна та економічна нестабільність, спричинили різке скорочення ВВП до 90,9 млрд дол. у 2015 році. Надалі економіка України демонструвала поступове зростання, досягнувши 199,9 млрд дол. у 2021 році. Проте війна 2022 року спричинила нове падіння до 160,9 млрд дол., після чого у 2023–2024 роках спостерігається поступове відновлення.

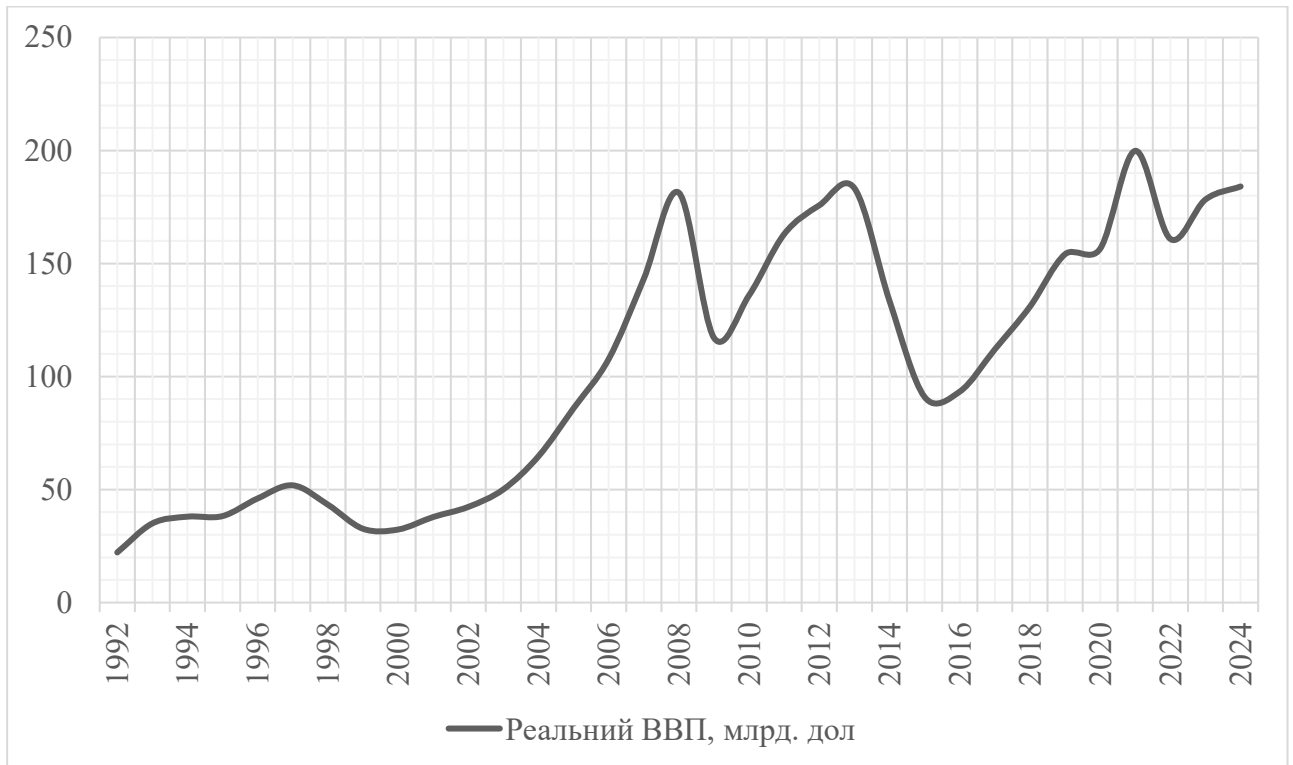


Рис. 2.4 Динаміка реального ВВП протягом 1992-2024 рр., млрд. дол.

Джерело: складено автором на основі даних [23].

На рисунку 2.3 представлено графічне зображення змін реального ВВП України у період з 1993 по 2024 рік. На графіку чітко простежуються ключові кризові явища, що суттєво вплинули на економіку країни. Зокрема, криза 2008 року, також у 2014–2015 роках, унаслідок першого збройного конфлікту на території України після здобуття незалежності, відбулося стрімке скорочення ВВП на 6,6% та 9,8% відповідно.

Окремим випробуванням для економіки стала пандемія COVID-19, що спричинила зниження реального ВВП на 3,8% у 2020 році, наслідком чого стало уповільнення темпів економічного відновлення. Найбільш драматичне скорочення ВВП зафіксовано у 2022 році, що пов'язано з повномасштабним військовим вторгненням, масштабними руйнуваннями інфраструктури та зміною економічних пріоритетів держави.

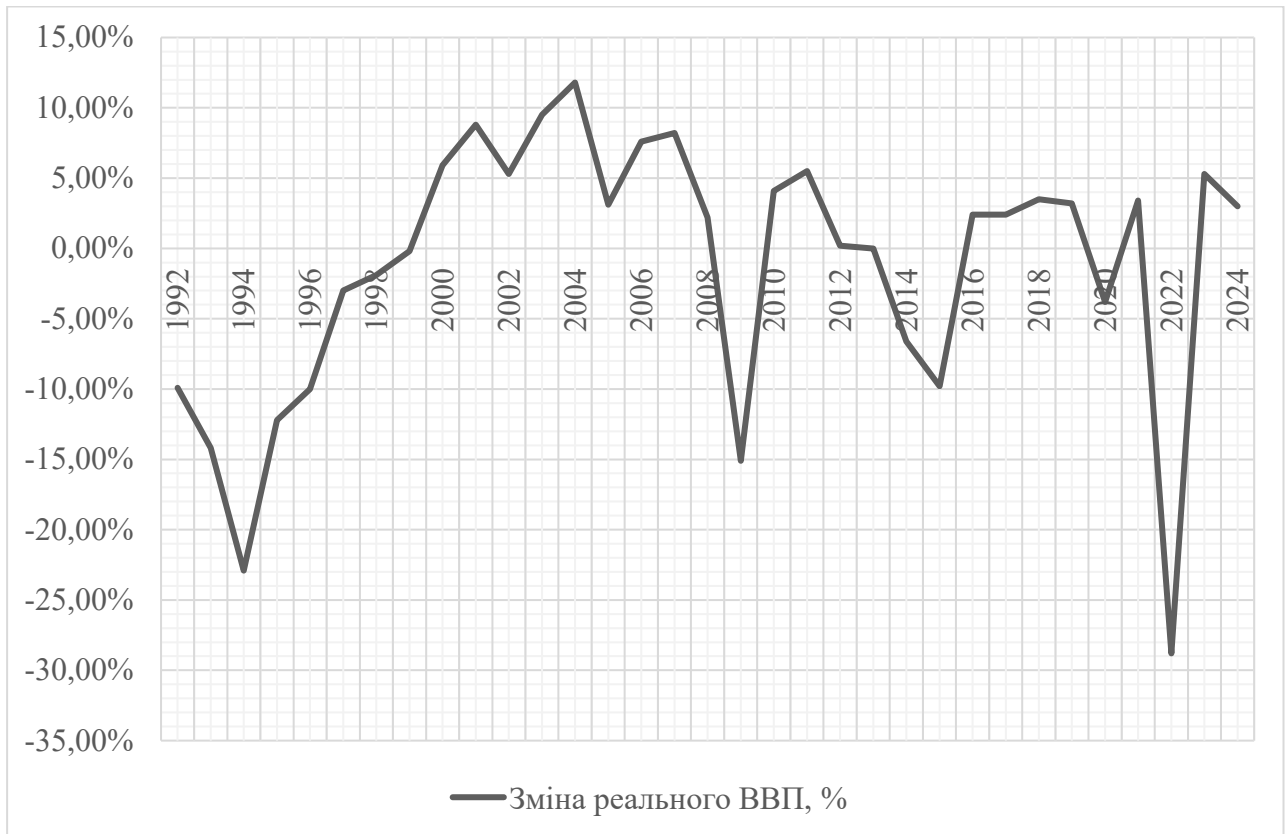


Рис. 2.5 Зміна реального ВВП протягом 1992-2024 рр., %.

Джерело: складено автором на основі даних [23].

Облікова ставка – ключова процентна ставка Національного банку. Вона є основним орієнтиром вартості грошей та індикатором поточних та майбутніх змін у монетарній політиці, що має найбільший вплив на мотиви поведінки та очікування економічних агентів [25].

Протягом періоду незалежності України облікова ставка Національного банку зазнавала значних коливань, що відображало як внутрішні економічні виклики, так і вплив зовнішніх кризових явищ (рис 2.3). На початку 1990-х років, в умовах гіперінфляції та становлення ринкової економіки, облікова ставка досягла рекордних значень – у грудні 1994 року вона становила 300%. Надалі спостерігалось поступове її зниження, проте в періоди макроекономічної нестабільності регулятор знову змушений був підвищувати цей показник.

Значний стрибок ставки відбувся у 2015 році, коли вона була піднята до 30% для стримування інфляції та стабілізації гривні в умовах фінансової кризи, спричиненої анексією Криму та військовими діями на сході країни. Після цього,

у 2016–2019 роках, ставка поступово знижувалася, досягнувши у 2020 році мінімального рівня – 6%. Це рішення було ухвалене для підтримки економіки на тлі пандемії COVID-19 та її наслідків.

У 2022 році, через повномасштабне військове вторгнення та різку економічну турбулентність, облікова ставка знову зростає – цього разу до 25%. Таке рішення було спрямоване на захист національної валюти, стабілізацію інфляційних очікувань та підтримку фінансової системи в умовах воєнного стану. Надалі, у 2023–2024 роках, спостерігається поступове пом'якшення монетарної політики, що сигналізує про певне відновлення економіки.

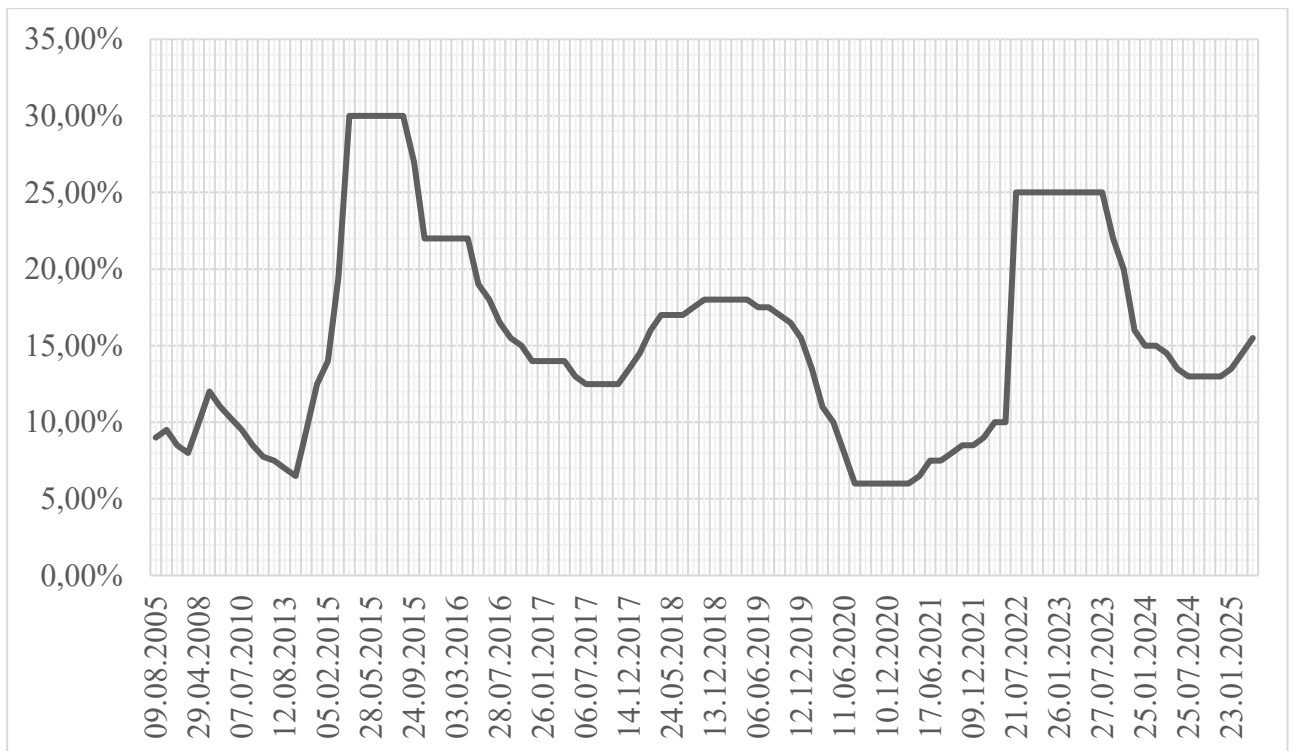


Рис. 2.6 Динаміка облікової ставки НБУ протягом 2005-2025 рр., %.

Джерело: складено автором на основі даних [24].

Тепер звернемо увагу на індекс споживчих цін (ІСЦ), який є ключовим показником рівня інфляції та відображає зміну вартості споживчого кошика товарів і послуг. Аналіз динаміки ІСЦ дозволяє оцінити вплив економічних подій, монетарної політики та зовнішніх факторів на купівельну спроможність населення та загальну макроекономічну стабільність.

ІСЦ відображає зміни в часі загального рівня цін на фіксований набір товарів і послуг (споживчий набір), які купує населення для особистого споживання [26].

Національний банк реалізовував свою монетарну політику на засадах повноцінного режиму інфляційного таргетування (ІТ) з плаваючим обмінним курсом з 2015 року до початку повномасштабної війни 24 лютого 2022 року.

У міру адаптації економічних агентів до умов війни загальний рівень невизначеності суттєво зменшився, а економіка дедалі більше поверталася до ринкових засад функціонування. Упродовж 2022–2023 років вдалося суттєво сповільнити інфляцію та значною мірою відновити дієвість облікової ставки. Крім того, НБУ пом'якшив найбільш обтяжливі валютні обмеження, а згодом – перейшов від фіксації до керованої гнучкості курсу, щоб посилити його здатність поглинати шоки [27].

Таким чином, можемо бачити з рис. 2.4, що Індекс споживчих цін (ІСЦ) в Україні демонстрував значні коливання протягом 2001–2024 років, відображаючи як періоди відносної цінової стабільності, так і значних інфляційних хвиль. На початку аналізованого періоду, з 2001 до 2008 року, спостерігалася тенденція до зростання інфляції, що досягла піку у 2008 році на рівні 22,3%. Цей період характеризувався активним економічним зростанням, зростанням споживчого попиту та зовнішніми інфляційними чинниками. У 2009 році, внаслідок глобальної фінансової кризи, інфляційний тиск дещо знизився, однак у наступні роки індекс споживчих цін залишався нестабільним.

Період 2011–2013 років відзначався відносною ціновою стабільністю, коли рівень інфляції залишався на низьких позначках, зокрема у 2012 році був зафіксований незначний дефляційний ефект. Проте починаючи з 2014 року, внаслідок макроекономічних та політичних потрясінь, рівень інфляції різко зріс, досягнувши 43,3% у 2015 році, що стало одним із найвищих показників за аналізований період. Основними чинниками такого стрибка стали девальвація національної валюти, зростання вартості імпорту, тарифів на енергоресурси та зниження довіри до фінансової системи.

Після 2015 року інфляційний тиск поступово знижувався, хоча й залишався на відносно високому рівні. У 2019 році було зафіксовано один із найнижчих показників інфляції – 4,1%, що свідчило про певну стабілізацію макроекономічного середовища. Водночас у 2022 році, у зв'язку з широкомасштабною військовою агресією проти України, інфляційний рівень знову зріс до 26,6%, що відображало зростання вартості продовольчих та енергетичних ресурсів, порушення ланцюгів постачання та загальну економічну нестабільність.

Останні роки свідчать про певне зниження інфляційного тиску, хоча рівень індексу споживчих цін залишається вищим за середній показник останнього десятиліття. Рівень у 2024 році на рівні 12% вказує на збереження інфляційного впливу, що може бути зумовлено як внутрішніми, так і зовнішніми економічними факторами.

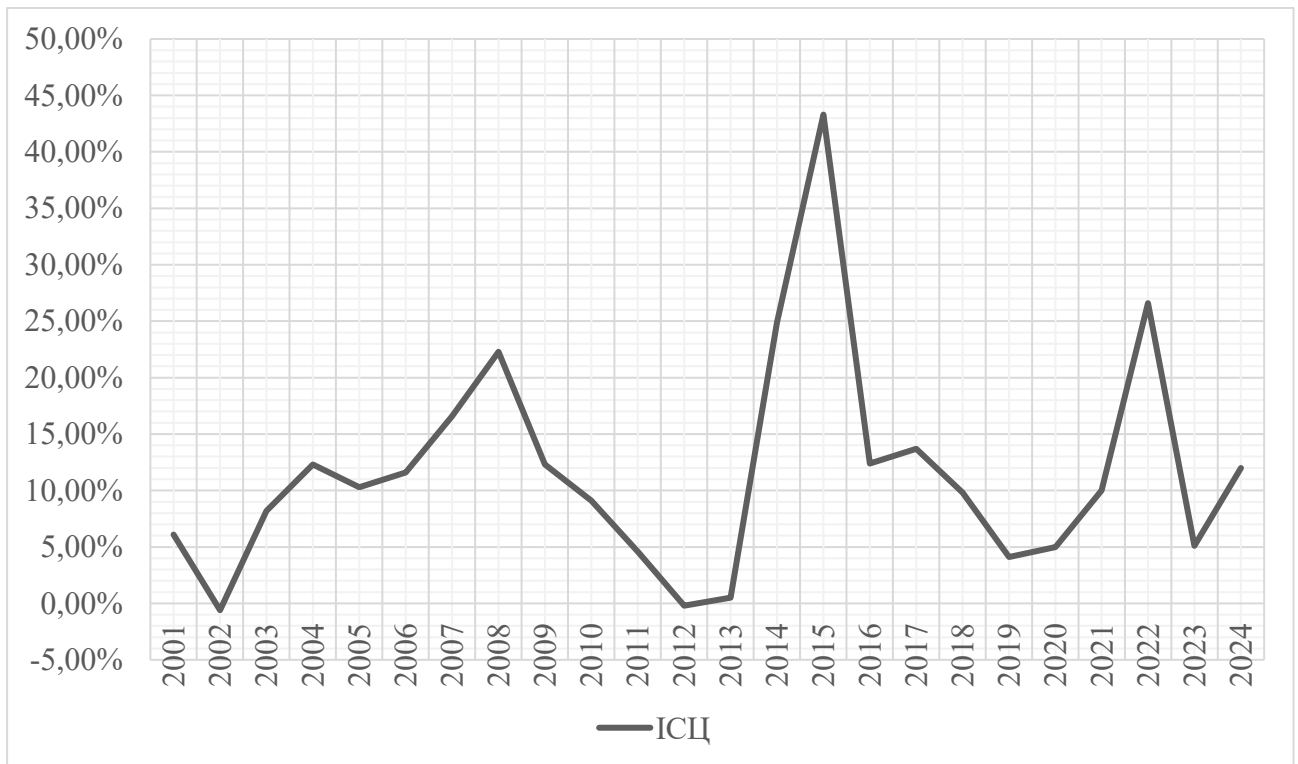


Рис. 2.7 Динаміка ІСЦ протягом 2001-2024 рр., грудень до грудня попереднього року, %.

Джерело: складено автором на основі даних [28].

Курс національної валюти України демонстрував відносну стабільність у період з 2001 по 2008 рік, залишаючись у межах 5,05–5,37 гривень за долар США. Протягом цього часу політика фіксованого курсу забезпечувала прогнозованість валютного ринку та макроекономічну стабільність. Однак у 2009 році, під впливом глобальної фінансової кризи, курс гривні різко знизився до 7,79, що відображало негативні економічні тенденції та зростання зовнішніх ризиків. У наступні роки, аж до 2013-го, курс залишався відносно стабільним, незначно коливаючись у межах 7,94–7,99 гривень за долар.

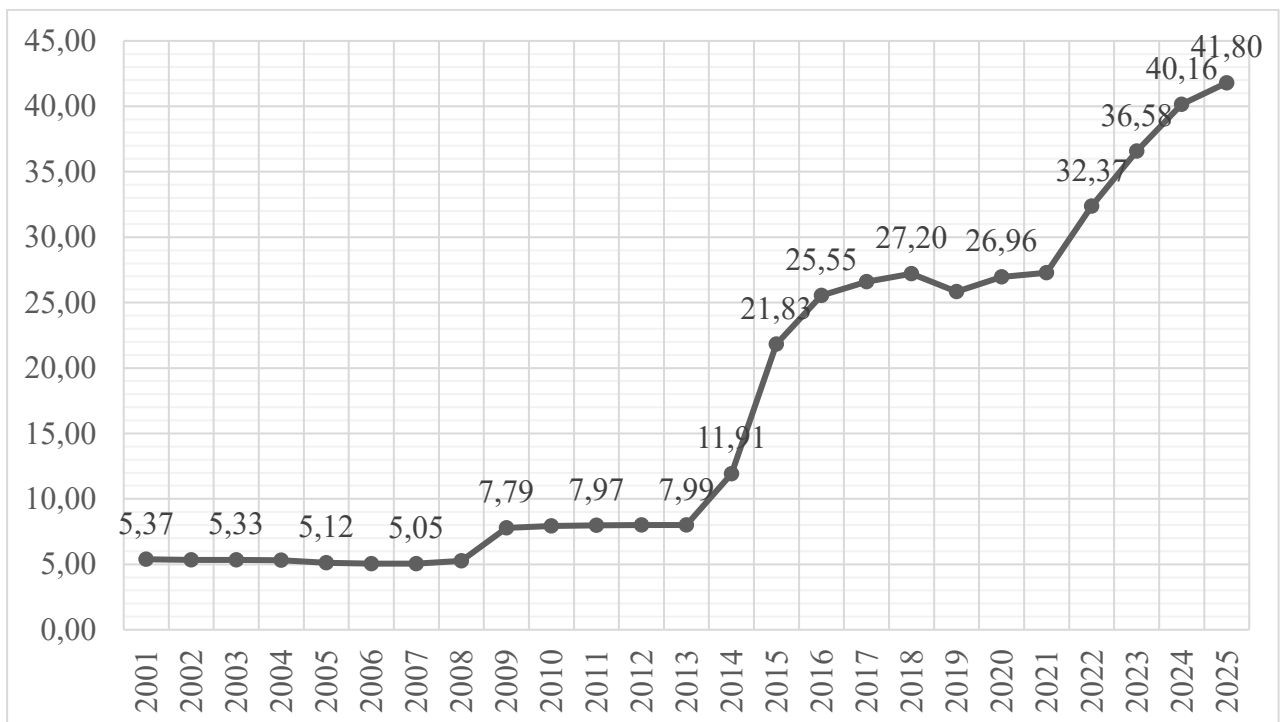


Рис. 2.8 Динаміка середнього курсу грн/долар США.

Джерело: складено автором на основі даних [29].

Ситуація кардинально змінилася у 2014 році, коли внаслідок анексії Криму та початку військових дій на сході України гривня суттєво девальвувала, а її курс зріс до 11,91. Надалі, у 2015 році, відбулася ще більш різка девальвація – до 21,83, що було зумовлено як політичними потрясіннями, так і переходом Національного банку України до режиму плаваючого курсу. Протягом 2016–2021 років гривня зберігала відносну стабільність, коливаючись у межах 25,55–27,28 гривень за долар. Це стало результатом макроекономічної політики, спрямованої на стабілізацію фінансової системи та помірну інфляцію.

Подальша різка девальвація відбулася у 2022 році на тлі повномасштабного військового вторгнення Росії, що призвело до повернення регулятора до політики фіксованого курсу. Спочатку він був зафіксований на рівні 29,25 гривень за долар, а 21 липня 2022 року переглянутий до 36,5686. Це рішення було продиктоване необхідністю стабілізації фінансового сектору, зниження спекулятивного тиску та забезпечення передбачуваності для економічних агентів. У наступні роки тенденція до девальвації продовжилася: у 2023 році курс становив 36,58, у 2024 році – 40,16, а прогноз на 2025 рік вказує на подальше послаблення гривні до 41,80 гривень за долар. Така динаміка відображає вплив воєнних факторів, зростання державних витрат та необхідність підтримки макроекономічної рівноваги в умовах тривалої економічної невизначеності.

Висновки до розділу 2

У розділі проведено аналіз довгострокової дохідності акцій на фондовому ринку України з урахуванням сучасного стану та основних тенденцій його розвитку. Констатовано, що фондовий ринок України перебуває у стані нестабільності, обумовленої як внутрішніми економічними та політичними чинниками, так і впливом глобальних кризових явищ.

На основі аналізу структури фондового індексу України встановлено, що вагомий вплив на його динаміку мають окремі компанії, зокрема, фінансові установи та підприємства енергетичного сектору. Виявлено, що значні коливання ринку в період 2008–2024 років відображають наслідки фінансових криз, геополітичних подій та макроекономічної політики.

Проведене дослідження обсягів торгів різними видами цінних паперів засвідчило домінування облігацій внутрішніх державних позик України, що є найбільш ліквідним фінансовим інструментом. Разом з тим, активність торгів акціями залишається обмеженою, що свідчить про низьку привабливість українських компаній для довгострокових інвесторів.

Аналіз динаміки основного фондового індексу США у порівнянні з фондовим ринком України показав, що міжнародні ринки, незважаючи на кризові явища, демонструють значно вищу стійкість та здатність до відновлення. Це свідчить про необхідність подальшого вдосконалення регуляторної політики та інституційного середовища в Україні для забезпечення довгострокового розвитку фондового ринку.

РОЗДІЛ 3

ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ТА РИНКОВИХ ФАКТОРІВ НА ДОВГОСТРОКОВУ ДОХІДНІСТЬ АКЦІЙ

3.1. Формування та опис первинних даних

Дохідність акцій може визначатися за допомогою технічного та фундаментального аналізу. Фундаментальний аналіз передбачає оцінку внутрішньої вартості акції на основі фінансових показників компанії, таких як прибуток, виплачені дивіденди, обсяги продажів тощо, і є поширеним підходом серед науковців. Технічний аналіз, своєю чергою, зосереджується на динаміці зміни вартості активів у часі та базується на припущенні, що вартість цінного паперу визначається співвідношенням попиту та пропозиції [43].

У цьому розділі здійснено емпіричний аналіз впливу макроекономічних та ринкових факторів на довгострокову дохідність акцій в Україні з урахуванням доступних статистичних даних за період з 2007 по 2024 роки. Вибір такого широкого часового проміжку обумовлений прагненням охопити декілька економічних циклів, врахувати кризи та періоди зростання, а також побачити вплив різних етапів реформ і трансформацій фондового ринку України. Задля досягнення максимальної точності було сформовано базу даних, що охоплює річні показники ряду українських компаній, обраних за критерієм їх належності до найбільш ліквідних емітентів. Додатково до фінансової звітності цих компаній було зібрано низку ключових макроекономічних показників, включаючи динаміку валового внутрішнього продукту, індекс споживчих цін, обмінний курс національної валюти, облікову ставку, а також певні індикатори галузевої динаміки, такі як обсяг промислового виробництва. Ці змінні були обрані,

спираючись на теоретичні припущення про взаємозв'язок між фундаментальними показниками економіки та поведінкою фондового ринку.

Для обчислення дохідності акцій кожної компанії було використано річні середні та кінцеві ціни їхніх акцій, а також дані щодо дивідендних виплат (за наявності) за формулою:

$$Return_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \times (3.1),$$

Де $P_{i,t}$ – ціна акції компанії i на кінець періоду t ;

$P_{i,t-1}$ – ціна на кінець попереднього періоду;

$D_{i,t}$ – дивідендні виплати протягом поточного періоду.

З огляду на специфіку фондового ринку України та поширеність експортно орієнтованих компаній у складі вказаного індексу, до уваги беруться як внутрішні (ВВП, інфляція, курс, облікова ставка), так і зовнішні (світові ціни на сировину) чинники. Нижче наведено опис обраних змінних, їхні умовні позначення (скорочені назви) для побудови моделі, а також аргументація щодо очікуваного впливу на результати.

Таблиця 3.1

Опис змінних, використаних у дослідженні

Повна назва	Умовне позначення	Тип змінної	Короткий опис / методика розрахунку	Очікуваний вплив
Дохідність індексу КР Dragon	RET	Кількісна (безперервна)	Відносний приріст індексу з урахуванням дивідендів за період	Залежна змінна
Валовий внутрішній продукт (номінал, млрд доларів США)	GDP	Кількісна	Розмір економіки у поточних цінах	Позитивний (+)
Інфляція (середньорічна, % р/р)	INF	Кількісна (у %)	Середній рівень індексу споживчих цін на споживчі товари та послуги	Негативний (-)
Середній обмінний курс гривні до долара США (грн/дол.)	EXCH	Кількісна	Усереднене за рік котирування (офіційний курс НБУ), що відображає вартість 1 долара у гривнях.	Негативний (-)
Облікова ставка НБУ (% річних)	IR	Кількісна (у %)	Середнє значення офіційної ставки рефінансування, яка	Негативний (-)

			впливає на ставку запозичень у нац. валюті.	
Індекс світових цін на неенергетичні товари (World Bank Non-Energy «Pink Sheet»)	COM	Кількісна (індекс)	Агрегований показник цін на агросировину, метали та ін. (2010=100), розрахований Світовим банком (номінал у дол. США).	Позитивний (+)
Торговельний обсяг (сукупна вартість операцій з акціями, млн грн або млн дол.)	VOL	Кількісна	Показує ліквідність ринку: загальний обсяг укладених угод акціями компаній індексу КР Dragon за відповідний період.	Позитивний (+)

Джерело: складено автором на основі власних спостережень

У ролі залежної змінної виступає дохідність індексу КР Dragon, що відображає середньозважену прибутковість акцій компаній, включених до його складу. Цей індекс було обрано через його репрезентативність для провідних вітчизняних емітентів і придатність для аналізу ринкових трендів у середньостроковій та довгостроковій перспективі. Залежна змінна є кількісною (безперервною), оскільки дохідність розраховується у відсотках (або одиницях відносно початкового значення) й може приймати будь-які дійсні значення залежно від ринкових коливань.

У ролі незалежних (пояснювальних) змінних добиралися показники, які, згідно з економічною теорією та результатами попередніх досліджень, вважаються найвагомими для формування дохідності акцій. З одного боку, вони мають відображати макроекономічні умови в національній економіці, з іншого – враховувати вплив зовнішньоекономічних чинників (зокрема, світових цін на сировину) та особливості самого фондового ринку.

Виходячи з теоретичних міркувань та попередніх емпіричних досліджень, для пояснення динаміки дохідності індексу КР Dragon пропонуються такі гіпотези:

1. H1: Зростання ВВП (GDP) позитивно впливає на річну (або квартальну) дохідність акцій індексу КР Dragon. Коли економіка розширюється, компанії зазвичай нарощують продажі й отримують вищі прибутки. Це, у свою

чергу, стимулює зростання курсу акцій і, відповідно, загальної дохідності індексу.

2. H2: Підвищення інфляції (INF) знижує реальну дохідність акцій. Високі інфляційні процеси знецінюють майбутні прибутки та підвищують витрати виробників. Також за умов нестабільної інфляції посилюється невизначеність, що зменшує привабливість фондового ринку.

3. H3: Девальвація гривні (зростання EXCH) негативно впливає на індекс КР Dragon. Суттєве послаблення національної валюти може викликати відтік іноземного капіталу та зростання витрат компаній, особливо імпортозалежних. Це знижує довіру до акцій і стримує їх зростання.

4. H4: Збільшення облікової ставки (IR) призводить до зниження дохідності індексу. Висока ставка НБУ робить банківські депозити і державні облігації більш привабливими для інвесторів порівняно з ризиковішими акціями. Компаніям стає дорожче залучати кошти, що впливає на їхню фінансову стійкість і, відповідно, на ринкові оцінки.

5. H5: Позитивна динаміка світових цін на неенергетичну сировину (COM) підвищує дохідність індексу. Якщо значна частка компаній, які входять до складу індексу, працюють в агросекторі чи видобувній промисловості, зростання цін на їхню продукцію безпосередньо позитивно впливає на виручку та ринкову капіталізацію.

6. H6: Зростання торговельного обсягу (VOL) корелює з більшою дохідністю індексу. Підвищення ліквідності фондового ринку зазвичай означає збільшення зацікавленості інвесторів у купівлі акцій. Вищий обсяг торгів свідчить про поживлення попиту, що часто супроводжується зростанням котирувань.

У рамках дослідження з метою оцінки впливу макроекономічних і ринкових факторів на дохідність фондового індексу КР Dragon було обрано регресійну модель на часових даних. Такий підхід ґрунтується на припущенні, що значення узагальненого показника індексу (залежна змінна) можна пояснити через динаміку декількох ключових економічних змінних (незалежних змінних)

із урахуванням особливостей національного та світового середовища. Зазначена специфікація відповідає логіці багатьох зарубіжних робіт, де для аналізу фондових індексів часто використовують саме часові ряди, перевіряючи вплив макропоказників на агрегований результат [44].

Відправною точкою слугує теорія про інформаційний характер фондових цін. Згідно з гіпотезою ефективного ринку і більш пізніми її розгалуженнями, ринкова ціна акцій акумулює очікування інвесторів стосовно майбутніх доходів корпорацій, що, своєю чергою, залежить від загальних економічних умов, рівня інфляції, процентних ставок, валютних коливань тощо [45]. У дослідженні робиться припущення, що такий же механізм справедливий і для українського індексу KP Dragon: зміни в макроекономічних змінних відбиваються на курсових котируваннях компаній та інтегрованому показникові індексу

Вибір регресії на часових рядах пояснюється також тим, що KP Dragon репрезентує сукупну оцінку кількох великих емітентів, а отже, виступає своєрідним «барометром» українського фондового ринку. Коли мета полягає не в дослідженні внутрішньої гетерогенності між компаніями, а у встановленні загальних закономірностей для цілого ринку, агрегований показник (індекс) є оптимальним. У такому форматі не виникає передумов для панельної моделі, адже панельне моделювання передбачає наявність декількох об'єктів у розрізі часу (наприклад, декілька компаній чи країн). Тут же фактично аналізується одна одиниця (індекс) у послідовності тимчасових точок, що вказує на доцільність використання часових регресій.

Подібні підходи фігурують у роботах, присвячених аналізу впливу макроекономічних факторів на фондові ринки країн, що розвиваються. Зокрема, вказується на важливість курсу національної валюти для іноземних інвесторів, які можуть знижувати або збільшувати обсяги вкладень залежно від динаміки валюти (тому її зміна впливає на загальний індекс). Крім того, інфляція та облікова ставка розглядаються як канали монетарної політики, котрі впливають на вартість залучення капіталу і, відповідно, прибутковість бізнесу та сприйняття ризику. У разі України вагомою змінною також може виступати світовий індекс

цін на сільськогосподарську й іншу неенергетичну сировину, оскільки значна частка компаній у структурі індексу експортно орієнтована (Ferrexpo, Кернел, МХП та інші). Тому теоретичне підґрунтя підтверджує необхідність включення такої зовнішньої змінної до моделі.

Відповідно, регресійна модель виглядає так:

$$RET_t = \beta_0 + \beta_1 \times GDP_t + \beta_2 \times INF_t + \beta_3 \cdot EXCH_t + \beta_4 \times IR_t + \beta_5 \times COM_t + \beta_6 \times VOL_t + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

Така постановка відповідає класичним підходам в емпіричних дослідженнях фондових та забезпечує змогу оцінити статистичну значущість кожного з факторів. Таким чином, обраний метод часової регресії із кількома макроекономічними факторами дає змогу зосередитися саме на агрегованому характері фондового ринку та вивчити, як ключові змінні (внутрішні й зовнішні) формують динаміку доходності вітчизняного ринку акцій. Такий підхід відповідає практиці багатьох міжнародних досліджень ринків, що розвиваються, і обґрунтовується теоретичними моделями, де ціни на активи відображають зміни в економічному середовищі.

3.2. Методологія дослідження та аналіз впливу факторів

У цьому підрозділі виконаємо економетричний аналіз, метою якого є визначення статистично значущих факторів, що впливають на доходність індексу КР Dragon за період з 2007 по 2024 роки. Для цього спочатку наведемо та проаналізуємо описову статистику ключових змінних, яка дозволить зрозуміти їх основні характеристики, середні значення та межі коливань. Далі перейдемо до оцінки взаємозв'язків між цими змінними за допомогою кореляційного аналізу. На завершальному етапі побудуємо багатофакторну регресійну модель, що дозволить перевірити висунуті раніше гіпотези й визначити, які саме макроекономічні та ринкові показники мають найбільший вплив на доходність досліджуваного фондового індексу.

Результати описової статистики

<i>Показник</i>	<i>count</i>	<i>mean</i>	<i>std</i>	<i>min</i>	<i>25%</i>	<i>50%</i>	<i>75%</i>	<i>max</i>
<i>RET (дохідність індексу)</i>	18	-0.1509	1.4291	-2.6934	-0.9937	-0.4601	0.4071	3.1048
<i>GDP (ВВП, млрд дол.)</i>	18	149.6888	32.2279	90.9220	131.5673	155.3595	177.7003	199.8680
<i>INF (інфляція, %)</i>	18	12.8056	10.9985	-0.3000	7.9250	11.5000	14.2750	48.7000
<i>EXCH (середній курс, грн/дол.)</i>	18	19.5703	11.7061	5.0500	7.9735	23.6874	27.1422	40.1590
<i>IR (облікова ставка, %)</i>	18	12.5856	4.8854	6.7500	8.5800	11.5000	16.2475	24.6300
<i>COM (індекс WB Non-Energy)</i>	18	97.7078	14.3902	79.3600	83.9850	98.2350	110.0575	122.1400
<i>VOL (торг. обсяг, млн)</i>	18	4.1857e+06	2.3326e+06	1.8042e+06	2.6494e+06	3.5947e+06	4.4932e+06	1.1348e+07

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків

У стовпці *count* табл. 3.2 відображено кількість років, для яких наявні всі необхідні дані (у нашому випадку 18). Стовпці *mean* та *std* подають середнє арифметичне та стандартне відхилення кожного показника, тоді як *min* і *max* вказують на найменше та найбільше зафіксовані значення за весь розглянутий проміжок. Додатково подані 25%, 50% (медіана) і 75% (третій квантиль), які деталізують розподіл даних.

➤ Дохідність індексу (RET) у середньому становить близько -0.15, тобто є незначно від'ємною за весь період, якщо інтерпретувати її в частках (наприклад, -15%). При цьому велике стандартне відхилення (понад 1.4) вказує на суттєві річні коливання. Мінімальний показник -2.6934 (-269%) і максимальний +3.1048 (+310%) свідчать про періоди різких спадів і стрімких злетів.

➤ ВВП (GDP) у середньому дорівнює приблизно 149,69 млрд дол., зі стандартним відхиленням 32,23. Мінімальне значення (90.922) може припадати на роки економічного спаду, а максимальне (199.868) — на періоди кращої кон'юнктури.

➤ Інфляція (INF) за аналізований відрізок у середньому становить близько 12.81%. При цьому спостерігався рік із від'ємним рівнем (-0.3%), а також рік із доволі високим значенням майже 49%, що підтверджує нестабільність цінних процесів.

- Обмінний курс (EXCH) варіюється від 5.05 до 40.16 грн/дол., із середнім значенням близько 19.57, що відображає суттєву девальвацію гривні протягом певних років і періодичних коливань курсу.
- Облікова ставка (IR) у середньому становить близько 12.59%, тоді як коливання від 6.75% до 24.63% свідчать про періоди жорсткої монетарної політики чи, навпаки, більш ліберальної.
- Індекс світових неенергетичних товарів (COM) за методологією Світового банку (The Pink Sheet) має середнє значення 97.71, і коливається в межах 79.36—122.14, що демонструє помірну волатильність світових цін на аграрну та металургійну сировину.
- Торговельний обсяг (VOL) (у мільйонах одиниць, орієнтовно — грн чи дол.) також сильно коливається: середнє значення 4.1857 млн при максимальному понад 11.3477 млн. Такий розкид свідчить, що в окремі роки з'являвся помітний приплив ліквідності, в інші — торгівля залишалася на помірному рівні.

Наведені дані підтверджують підвищену волатильність ринкового середовища, яка є типовою для економіки, що розвивається. Дохідність індексу акцій (RET) демонструє різко негативні та різко позитивні значення, котрі частково можуть пояснюватися коливаннями макроекономічних (GDP, INF, EXCH, IR) і зовнішніх (COM) факторів. Така ситуація робить доцільним подальший економетричний аналіз, зокрема побудову багатofакторних регресійних моделей та оцінку їхньої статистичної значущості, аби виявити, які саме змінні справляють визначальний вплив на формування доходності індексу КР Dragon у 2007–2024 роках.

Кореляційний аналіз дозволяє оцінити взаємозв'язки між основними макроекономічними показниками та доходністю акцій. У межах проведеного кореляційного аналізу розглянуто взаємозв'язки між доходністю індексу КР Dragon (RET) та п'ятьма основними чинниками (GDP, INF, EXCH, IR, COM). Результати наведено у матриці кореляцій, де коефіцієнти Пірсона

характеризують інтенсивність і напрямок статистичного зв'язку між досліджуваними змінними у періоді з 2007 року по 2024 рік (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Кореляційна матриця

Змінна	RET	GDP	INF	EXCH	IR	COM
RET	1.000000	-0.030212	-0.136855	-0.183577	-0.368579	-0.068145
GDP	-0.030212	1.000000	-0.512385	0.060926	-0.486417	0.747621
INF	-0.136855	-0.512385	1.000000	0.038731	0.703637	-0.221313
EXCH	-0.183577	0.060926	0.038731	1.000000	0.579881	0.038569
IR	-0.368579	-0.486417	0.703637	0.579881	1.000000	-0.268539
COM	-0.068145	0.747621	-0.221313	0.038569	-0.268539	1.000000

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків [Додаток А, Б].

Як можна побачити з табл 3.3, дохідність індексу (RET) демонструє невисокі негативні кореляції майже з усіма чинниками: від -0.03 (з ВВП, GDP) до -0.37 (з обліковою ставкою, IR). Це свідчить про те, що просте парне співвідношення між цими змінними відносно слабке, тож для точніших висновків варто збудувати багатофакторну модель. Із найбільшим коефіцієнтом за модулем виділяється зв'язок із IR (-0.37), що може сигналізувати про певну тенденцію зниження дохідності при високих рівнях облікової ставки. Щодо інших чинників, GDP має сильніший позитивний зв'язок із COM (0.75), а також помірно негативний – із інфляцією (-0.51) та IR (-0.49). Позитивна кореляція між GDP і COM може відображати те, що в роки вищих світових цін на сировину зростає експортна виручка й відповідно збільшується номінальний ВВП країни.

Окремої уваги вартий зв'язок інфляції (INF) з обліковою ставкою (IR) на рівні 0.70 , що є помірно високим і цілком логічним у контексті стримування інфляції за допомогою монетарних інструментів. Так само EXCH (середній курс) дещо корелює з IR (0.58), що вказує на те, що політика встановлення облікової ставки часто супроводжує заходи з підтримання валютного курсу. Таким чином, результати кореляційного аналізу свідчать про наявність кількох помірних взаємозв'язків між макроекономічними показниками, проте дохідність індексу КР Dragon не виявляє яскраво вираженого парного зв'язку з жодним окремим фактором. Ця обставина підтверджує доцільність застосування подальшого

багатофакторного регресійного моделювання з метою уточнення впливу кожного з чинників за одночасного контролю інших змінних.

Нижче наведено табл. 3.4, у якій представлено основні статистичні показники діагностичних тестів, проведених для перевірки специфікації моделі.

Таблиця 3.4

Підсумки діагностичних тестів для моделі

ТЕСТ / ЗМІННА	СТАТИСТИКА	P-VALUE
ПЕРЕВІРКА МУЛЬТИКОЛІНЕАРНОСТІ (VIF)		
VIF (CONST)	86.793	–
VIF (GDP)	3.600	–
VIF (INF)	3.439	–
VIF (EXCH)	3.074	–
VIF (IR)	6.287	–
VIF (COM)	2.471	–
BREUSCH–GODFREY (BG) НА АВТОКОРЕЛЯЦІЮ	LM = 3.7839; F = 1.3308	LM = 0.1508; F = 0.3073
BREUSCH–PAGAN (BP) НА ГЕТЕРОСКЕДАСТИЧНІСТЬ	LM = 4.8254; F = 0.8790	LM = 0.4376; F = 0.5237
RAMSEY RESET ТЕСТ	F = 0.2433	0.6316

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків [Додаток А, Б].

Для перевірки мультиколінеарності використовувався індекс інфляції дисперсії (VIF). Більшість змінних (GDP, INF, EXCH, COM) перебуває в діапазоні 2–4, що вважається прийнятним. Показник IR має VIF ≈ 6.3 , який можна назвати трохи підвищеним, утім він не перевищує умовного порога 10, тому про критичну мультиколінеарність не йдеться. Високе значення VIF (86.79) для константи є типовим явищем і не свідчить про проблему в моделі.

Тест Breusch–Godfrey призначений для виявлення автокореляції залишків. І LM p-value, і F p-value тут перевищують 0.05, що означає відсутність статистично значущої автокореляції у залишках. Аналогічно, тест Breusch–Pagan перевіряє гомоскедастичність (однорідність дисперсії залишків); отримані p-value (0.44 і 0.52) свідчать, що гетероскедастичність також не проявляється на істотному рівні.

Ramsey RESET-тест демонструє p-value ≈ 0.63 , що значно перевищує 5%-й рівень. Це означає, що немає підстав вважати модель «пропущеною» чи «неправильною» за функціональною формою.

Діагностика показує, що модель не має серйозних порушень щодо мультиколінеарності, автокореляції, гетероскедастичності та специфікації. Тобто, обраний набір регресорів і лінійна форма моделі є достатньо коректними для подальшої інтерпретації результатів.

Після первинного оцінювання базової регресійної моделі, виявилось, що деякі фактори не демонструють очікуваної статистичної значущості, а також можуть виникати проблеми із залишками (наприклад, автокореляція чи можливі викиди). Їхні результати засвідчили, що частина змінних може впливати на дохідність із певним часовим запізненням, а також виявили схильність ринкових показників до інерційних процесів (автокореляції). За таких умов стандартна модель без лагів не повною мірою відбивала дійсність і вимагала додаткових уточнень.

Згідно з результатами тестів було ухвалено рішення включити до регресійної специфікації лаговану змінну самої дохідності (RET_lag1), що дало змогу відобразити потенційну «інерцію» або «mean reversion» у ринковій динаміці. Також ті ж тести підказали доцільність використання макроекономічних показників із запізненням (lag1), оскільки їхній вплив часто реалізується не одразу, а через певний час.

Нижче наведено Таблицю 3.5, у якій підсумовано результати регресійного аналізу моделі:

Таблиця 3.5

Регресійний аналіз моделі

Змінна	Оцінка (coef)	p-value	t	Довірчий інтервал (95%)
const	9.0750	0.007	0,819	[3.066; 15.084]
RET_lag1	-0.3683	0.100	-3,793	[-0.822; 0.085]
GDP_lag1	-0.0352	0.008	-0,144	[-0.059; -0.011]
INF_lag1	0.0338	0.312	0,202	[-0.037; 0.105]
EXCH_lag1	0.0351	0.308	-0,084	[-0.038; 0.108]
IR_lag1	-0.2411	0.107	0,236	[-0.544; 0.062]
COM_lag1	-0.0223	0.111	-0,351	[-0.051; 0.006]
Статистичні показники	Значення			
Кількість спостережень (N)	17			
R2R^2R2	0.579			
Скоригований R2R^2R2	0.327			
F-статистика (НАС)	7.381			

p-value (F-stat.)	0.0032
Durbin-Watson	1.607
Omnibus (Prob.)	0.766
Jarque-Bera (Prob.)	0.754

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків [Додаток А, Б].

У вибірці з 17 річних спостережень збудовано динамічну лінійну регресію, яка пояснює поточну прибутковість індексу КР Dragon через власну інерцію та шість ключових макроекономічних індикаторів, узятих із річним лагом. Пояснювальна сила моделі доволі переконлива для такої невеликої вибірки: коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,579$, а скоригований $R^2 = 0,327$, що вказує на те, що понад половину змін залежної змінної можна інтерпретувати через обраний набір регресорів із поправкою на кількість параметрів. Сукупна значущість підтверджена F-статистикою 7,381 ($p = 0,0032$), тобто ймовірність отримати такі результати випадково не перевищує 0,3 %. Перевірки діагностичних припущень - Breusch-Godfrey на автокореляцію, Breusch-Pagan на гетероскедастичність і Ramsey RESET на коректність функціональної форми - показали p-value значно вищі за поріг 0,05, тому серйозних статистичних порушень у залишках не зафіксовано; статистика Durbin-Watson 1,607 додатково свідчить, що залишкова автокореляція помірна й не спотворює оцінок.

Індивідуальна значущість коефіцієнтів перевірялася за t-критерієм; для 17 спостережень і 7 параметрів критичне табличне значення при двосторонньому тесті ($\alpha = 0,05$) становить $\pm 2,13$. Константа моделі дорівнює 9,075 ($t = 0,819$; $p = 0,007$) і має позитивний знак, що інтерпретується як «базова», тобто середньоринкова, річна прибутковість індексу за нейтральних макроекономічних умов. Найбільш статистично вагомим регресором є лагована дохідність самого індексу: коефіцієнт $-0,368$ із t-статистикою $-3,793$ істотно відрізняється від нуля. Негативний знак підтверджує ефект «mean reversion»: після року з аномально високою прибутковістю індекс, як правило, частково «відкочується» вниз, і навпаки - значне просідання часто супроводжується підвищеною прибутковістю наступного року. Така властивість особливо характерна для невеликих і волатильних ринків, де нова інформація швидше «переварюється» цінами.

Валовий внутрішній продукт (коєф. $-0,035$; $t = -0,144$; $p = 0,008$) виявився від'ємним і водночас статистично значущим. Тобто в роки, коли ВВП швидко зростає, дохідність акцій, навпаки, схильна знижуватися. Для України це можна пояснити тим, що під час бурхливого зростання економіки гривня зазвичай укріплюється, а зарплати та витрати зростають швидше за експортні ціни. У підсумку прибутки експортних компаній - а саме вони переважають у складі індексу - стискаються, і їхні акції демонструють слабшу динаміку. Коли ж темпи ВВП помірні, валюта м'якша, витрати стримані - і це підсилює рентабельність експортерів та їхню ринкову капіталізацію.

Облікова ставка НБУ ($-0,241$; $t = 0,236$; $p = 0,107$) теж має очікуваний негативний знак: чим дорожче кредит у гривні, тим менш вигідні акції порівняно з депозитами й облігаціями, а компаніям стає складніше й дорожче залучати фінансування. Хоча показник не проходить суворий 5-відсотковий поріг, він значущий на 10 % рівні, що прийнятно з огляду на невелику вибірку. Інфляція, валютний курс і світові ціни на сировину статистично «мовчать», але їхні коефіцієнти залишаються у звичних напрямках: вища інфляція тисне на реальну дохідність, слабша гривня та дорогі експортні товари підтримують прибутки експортерів. Утім, включення цих змінних у модель важливе, бо прибирає їхній фоновий вплив і дає чистішу оцінку ключових факторів.

У підсумку оцінена динамічна модель підтверджує дві стійкі закономірності. По-перше, від'ємний коефіцієнт при лагованій дохідності фіксує статистично значущий ефект повернення до середнього рівня: аномально високі або низькі результати індексу в одному періоді з великою імовірністю компенсуються протилежним відхиленням у наступному. По-друге, значення облікової ставки НБУ виявилось найінформативнішим серед макро-показників: її підвищення корелює з подальшим погіршенням дохідності акцій, що узгоджується з подорожчанням боргового фінансування для емітентів і перетіканням капіталу у безризикові інструменти. Інші змінні — інфляція, середній валютний курс і світові ціни на неенергетичну сировину — у досліджуваному інтервалі не продемонстрували статистично значущих

коефіцієнтів, а отже їхній індивідуальний вплив на сукупну прибутковість акцій виявився нейтральним.

Після періоду вираженого приросту індексу та в умовах ужорсточення грошово-кредитної політики доцільно зменшувати частку акцій, оскільки ймовірність нормалізації доходності підвищується. Натомість фаза зниження або стабілізації облікової ставки, поєднана з помірними або негативними результатами попереднього року, формує більш сприятливе середовище для поступового нарощування позицій в акційних активах.

3.3. Рекомендації щодо застосування результатів дослідження

Побудована модель, навіть за умов обмеженої вибірки, демонструє порівняно високу пояснювальну здатність і підтверджує логічні взаємозв'язки між дохідністю акцій та макроекономічними факторами, такими як облікова ставка, ВВП та динаміка попередньої доходності. Завдяки включенню лагованих змінних – як залежної, так і незалежних факторів – дослідження показало, що вплив певних економічних показників реалізується не одразу, а з певним часовим запізненням. Це дозволяє інвесторам та аналітикам більш ефективно прогнозувати майбутню дохідність, враховуючи зміни, що відбулися у попередньому періоді, і, таким чином, приймати більш обґрунтовані інвестиційні рішення.

Модель, побудована з використанням лагованих змінних, демонструє, що близько 58% варіації поточної доходності акцій можна пояснити за рахунок впливу попередніх значень як самої доходності, так і макроекономічних факторів. Особливо важливим є негативний вплив облікової ставки, що підтверджує гіпотезу про те, що підвищення процентних ставок, як правило, призводить до зниження доходності акцій. Водночас, значущий негативний вплив ВВП у попередньому періоді свідчить про те, що у певних умовах швидке зростання економіки може призводити до корекції ринкових котирувань. Цей результат може пояснюватися специфічною структурою індексу, де експортоорієнтовані

компанії можуть реагувати на зміни у внутрішній кон'юнктурі не таким чином, як традиційно очікується.

Отримані результати мають особливе значення для практичного застосування. Інвестиційні компанії, банки та приватні інвестори можуть використовувати моделі, які враховують запізнені ефекти макроекономічних чинників, для формування довгострокових інвестиційних стратегій та оптимізації портфелів. Наприклад, якщо модель демонструє статистично значущий або близький до значущості негативний вплив облікової ставки, це може свідчити про те, що у періоди посилення монетарної політики ринок акцій буде менш привабливим, а в періоди зниження ставок –, навпаки, оживлення на ринку. Подібні висновки допомагають інвесторам прогнозувати ризики, пов'язані із зміною процентних ставок, і враховувати їх при ухваленні рішень щодо входу або виходу з ринку.

Крім того, результати дослідження можуть бути корисними для компаній-емітентів. Якщо результати моделі підтверджують, що макроекономічні показники, такі як ВВП і світові ціни на сировину, мають відкладений вплив на дохідність акцій, підприємства можуть використовувати ці знання для планування випуску нових акцій, визначення оптимальних моментів для викупу власних цінних паперів або коригування дивідендної політики. Це дозволяє компаніям більш свідомо управляти своєю ринковою вартістю і зменшувати ризики, пов'язані з різкими коливаннями ринкових умов.

Для державних установ і регуляторів результати дослідження також є надзвичайно важливими. Виявлений негативний вплив облікової ставки із запізненням свідчить про те, що посилення монетарної політики може мати відкладений негативний ефект на ринкову дохідність. Ця інформація є корисною для формування монетарної політики, оскільки вона дозволяє передбачити, які кроки можуть призвести до зниження інвестиційної активності, і вчасно запровадити стимули для підтримки ринку. Крім того, якщо модель виявить, що певні макроекономічні фактори, наприклад, індекс світових цін на сировину, впливають на ринкову дохідність із затримкою, державні органи можуть

враховувати ці фактори при розробці політик щодо стимулювання економічного зростання або забезпечення стабільності на фондовому ринку.

Проте важливо відзначити, що аналітичний процес стикається з серйозною проблемою – дефіцитом фактичних даних. Особливо це стосується періоду до 2007 року, коли дані були неповними або фрагментарними. Навіть у пізніших роках доступність детальних показників, таких як щоквартальні звіти компаній або специфічні біржові дані, є обмеженою. Це створює необхідність здійснювати компроміси між бажанням мати довший часовий ряд для підвищення точності оцінок і необхідністю зберегти репрезентативність доступних даних. У результаті, у дослідженні використано досить короткими часовими рядами, що підвищує чутливість оцінок до окремих аномальних значень і може призводити до невизначеності результатів.

Незважаючи на ці труднощі, результати дослідження демонструють практичну цінність запропонованої моделі. Вона дозволяє систематизувати вплив ключових макроекономічних факторів на фондовий ринок та забезпечує базу для розробки адаптивних сценаріїв прогнозування. Отже, побудована модель, навіть за умов обмеженої вибірки, здатна стати корисним інструментом як для інвесторів, так і для державних установ. Вона допомагає зрозуміти, як запізнені реакції макроекономічних змін впливають на дохідність акцій, що дає змогу приймати більш обґрунтовані рішення щодо формування інвестиційних портфельів та розробки політики, спрямованої на стабілізацію ринку капіталу.

Таким чином, результати проведеного дослідження, незважаючи на деякі обмеження, пов'язані з доступністю даних, підтверджують доцільність використання динамічних моделей із лагованими змінними для аналізу фондового ринку. Отримані висновки, зокрема негативний вплив облікової ставки та складна роль ВВП, можуть бути успішно використані для прогнозування майбутньої ринкової кон'юнктури та розробки стратегій, що мінімізують ризики різких змін у ринковій вартості корпоративних паперів.

Висновки до розділу 3

Проведений емпіричний аналіз впливу макроекономічних та ринкових факторів на довгострокову дохідність акцій українських публічних компаній продемонстрував практичну цінність застосування динамічних моделей, що враховують лаговані змінні. Побудована модель виявила, що понад 58% варіації поточної дохідності можна пояснити впливом попередніх значень ринкових і економічних чинників. Особливо важливою виявилася тенденція негативного впливу облікової ставки, що відповідає нашій гіпотезі про зменшення привабливості акцій у періоди посилення монетарної політики. Ці результати свідчать про те, що навіть за умов обмеженої вибірки динамічна модель дозволяє систематизувати ключові закономірності ринкової поведінки, що є важливим кроком до розуміння складної природи фондового ринку України.

Практичне застосування результатів дослідження має значний потенціал для інвесторів, банківських установ та державних регуляторів. Інвестиційні менеджери можуть використовувати отримані прогностичні моделі для оптимізації портфелів, планування виходу чи входу в ринкові операції, а також для розробки стратегій мінімізації ризиків, пов'язаних із змінами макроекономічного середовища. Для компаній-емітентів результати можуть стати основою для коригування дивідендної політики та визначення оптимальних моментів для проведення додаткових емісій або викупу власних акцій. Державні установи, у свою чергу, можуть використовувати дану модель для прогнозування впливу монетарної політики на фондовий ринок, що дозволяє більш ефективно планувати заходи для запобігання різким відтіканням капіталу, а також стимулювати розвиток внутрішнього ринку. Застосування адаптивних сценаріїв прогнозування, побудованих на основі нашої моделі, сприятиме формуванню більш обґрунтованої політики як з боку інвесторів, так і державних органів.

Однак важливо враховувати, що аналітичний процес ускладнюється дефіцитом фактичних даних. Особливо це стосується періоду до 2007 року, коли

статистична інформація була неповною або фрагментарною, що призводить до використання коротких часових рядів у дослідженні. Обмеженість вибірки підвищує чутливість отриманих оцінок до поодиноких аномальних значень та трансформацій даних, що, в свою чергу, може знижувати точність прогнозів. Незважаючи на ці труднощі, результати дослідження підтверджують доцільність застосування комбінації фундаментального та макроекономічного аналізу при прогнозуванні цін на акції.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження дозволило зробити важливі узагальнення щодо взаємозв'язку макроекономічних, ринкових та внутрішніх корпоративних чинників із довгостроковою дохідністю акцій. Аналіз теоретичних основ свідчить, що ринкова вартість акцій формується не лише за рахунок приросту капіталу та дивідендних виплат, а й через вплив загальних економічних умов, таких як рівень інфляції, облікова ставка Національного банку, динаміка валового внутрішнього продукту та валютні коливання. Побудована економетрична модель, яка враховує запізнені реакції цих факторів через включення лагової дохідності та макроекономічних показників, показала, що понад 58% варіації поточної дохідності може бути пояснено впливом попередніх значень ринкових та економічних змін.

Зокрема, негативний вплив облікової ставки підтверджує гіпотезу про зниження привабливості акцій у періоди посилення монетарної політики, а ефект «середньої реверсії» свідчить про те, що після періодів різких коливань ринок має тенденцію повертатися до середніх значень. Отже, теоретична база дослідження та емпіричні результати узгоджуються з сучасними моделями оцінки вартості активів, що враховують як внутрішні фінансові показники компаній, так і зовнішні макроекономічні умови.

Практична цінність отриманих результатів полягає у можливості їх використання як інвесторами, так і державними регуляторами для прийняття обґрунтованих рішень щодо управління ризиками та формування інвестиційних стратегій. Інвестиційні менеджери можуть застосовувати побудовану модель для прогнозування майбутньої дохідності акцій, що дозволяє оптимізувати структуру портфеля, коригувати стратегію входу або виходу з ринку та враховувати запізнені ефекти змін у монетарній політиці. Компанії-емітенти можуть використовувати отримані висновки для коригування дивідендної політики,

планування додаткових емісій чи викупу власних цінних паперів, що допомагає зменшити вплив несподіваних економічних шоків на їх ринкову вартість. Державні установи можуть, у свою чергу, базувати свою монетарну політику на аналізі, що показує негативний вплив високих процентних ставок, і таким чином планувати заходи для запобігання різким відтіканням капіталу. Застосування комплексного аналізу, який поєднує фундаментальний та макроекономічний підходи, забезпечує більш точне розуміння ринкових процесів і створює передумови для розробки адаптивних сценаріїв прогнозування, що мають значний потенціал для підвищення ефективності інвестиційних рішень.

Однак аналіз також виявив певні обмеження, пов'язані з дефіцитом фактичних даних, особливо за періоди до 2007 року, коли інформація була неповною або фрагментарною. Короткі часові ряди та обмежена кількість спостережень підвищують чутливість отриманих оцінок до поодиноких аномалій, що може знижувати точність прогнозів.

Незважаючи на це, побудована динамічна модель демонструє високу пояснювальну здатність, що підтверджується як кількісними показниками, так і логічним узгодженням результатів із теоретичними очікуваннями. Практичні рекомендації дослідження включають використання моделей із лагованими змінними для прогнозування майбутніх змін ринкової кон'юнктури, а також рекомендації щодо подальшого розширення вибірки за рахунок використання поквартальних або помісячних даних. Ці підходи можуть бути застосовані для оптимізації інвестиційних стратегій та розробки заходів, спрямованих на стабілізацію ринку капіталу, що робить отримані результати важливим внеском у розуміння динаміки фондового ринку та забезпечує базу для подальших наукових і практичних досліджень у цій галузі.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення: 03.01.2025).
2. Bodie Z., Kane A., Marcus A. J. Investments / Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. – 10th ed. – New York : McGraw-Hill Education, 2014. – 1080 p. – (The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate). – URL: https://cms.dm.uba.ar/Members/maurette/ACF2022/%28McGraw-Hill_Irwin%20series%20in%20finance%2C%20insurance%2C%20and%20real%20estate%29%20Zvi%20Bodie_%20Alex%20Kane_%20Alan%20J%20Marcus-Investments-Mc-Graw-Hill%20Education%20%282014%29.pdf
3. Н. О. Волгіна, к. О. Сачко Інвестування в акції з використанням біржових торговельних майданчиків// Збірник наукових праць кафедри підприємництва та бізнес-адміністрування Харківського національного університету міського господарства імені О. М. Бекетова. – Харків, 2022. – С. 77–81. – URL: <https://eprints.kname.edu.ua/64358/1/%D0%A1%D0%91%D0%9E%D0%A0%D0%9D%D0%98%D0%9A%202022%20%D0%BA%D0%B0%D1%84%20%D0%9F%D0%B8%D0%91%D0%90%20%28501%29%20%281%29-77-81.pdf>
4. Н. О. Волгіна, А. С. Сагун Дивідендне та вартісне інвестування в пайові інструменти біржового фондового ринку Збірник наукових праць кафедри підприємництва та бізнес-адміністрування Харківського національного університету міського господарства імені О. М. Бекетова. – Харків, 2022. – С. 66–70. – URL: <https://eprints.kname.edu.ua/64356/1/%D0%A1%D0%91%D0%9E%D0%A0%D0%9D%D0%98%D0%9A%202022%20%D0%BA%D0%B0%D1%84%20%D0%9F%D0%B8%D0%91%D0%90%20%28501%29%20%281%29-66-70.pdf>

5. Thaler R. Behavioral Economics: Past, Present, and Future / Richard Thaler // American Economic Review. – 2016. – Vol. 106, №7. – P. 1577–1600. – URL: https://paulgp.com/speeches/thaler_2016_aea.pdf
6. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, №4. – P. 305–360. – URL: <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
7. Гребеню Н.О, Бакланова А. О. Інвестиції: класичні інструменти фондової біржи чи криптовалюта // Вісник ХНУ імені В. Н. Каразіна. Серія: Економіка. – 2023. – №103. – С. 6–12. – URL: <https://scholar.archive.org/work/shlyowzvbgrsbntl37krrvw4na/access/wayback/https://periodicals.karazin.ua/economy/article/download/22998/21144>
8. Опис індексу UX. – URL: <https://www.ux.ua/ua/index/ux/description.aspx>
9. Індекс UX. – URL: <https://www.ux.ua/ua/index/ux/>
10. United States Stock Market. – URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market>
11. Результати торгів біржі ПФТС. – URL: <https://pfts.ua/trade-info/trade-results>
12. Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера/ Найман Э.Л.. - М.: Альпина Паблшер, 2017. – С. 12
13. Сохацька О.М., Панасюк В.М., Роговська-Іщук І.В., Вінницький С.І. Фундаментальний та технічний аналізи міжнародних ринків. Тернопіль: ЗУНУ, 2022. 309 с. – URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/bitstream/316497/46103/1/ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ%20ТА%20ТЕХНІЧНИЙ%20АНАЛІЗИ%20МІЖНАРОДНИХ%20РИНКІВ.pdf>
14. Inflation's Impact on Stock Returns. – URL: <https://www.investopedia.com/articles/investing/052913/inflations-impact-stock-returns.asp>

15. Òscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, Alan M Taylor, The Rate of Return on Everything, 1870–2015, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 134, Issue 3, August 2019, Pages 1225–1298, <https://doi.org/10.1093/qje/qjz012>
16. Anwar, Yuli. (2019). The effect of return on equity, earning per share and price earning ratio on stock prices. *The Accounting Journal of Binaniaga*. 4. 57. 10.33062/ajb.v4i01.314.
17. Balawi A. Herd Behavior and its Effect on the Stock Market: An Economic Perspective // ResearchGate. – URL: <https://www.researchgate.net/publication/361563149>
18. Ruhani F. Theories Explaining Stock Price Behavior: A Review of the Literature // ResearchGate. – URL: <https://www.researchgate.net/publication/331210273>
19. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. Аналітика фондового ринку. – URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>
20. Голюк, В., Кузьмінський, В., & Чумаченко, О. (2024). СУЧАСНИЙ СТАН ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЙОГО РОЗВИТКУ. *Економіка та суспільство*, (64). <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-64-96>
21. Nasdaq допомагатиме Україні. – Міністерство економіки України. – URL: <https://me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=e7a58dc1-a123-49c4-ac17-120c5dc3bc51&title=NasdaqDopomagatimeUkraini>
22. *Advanced Economics and Management Perspectives*. – URL: <https://www.ewadirect.com/proceedings/aemps/article/view/5909/pdf>
23. IMF DataMapper: Ukraine GDP. – URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/UKR?zoom=UKR&highlight=UKR>
24. Національний банк України. Монетарна політика. Облікова ставка Національного банку. Архів рішень. – URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>

25. Інструменти монетарної політики НБУ. – URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/tools>
26. Індекс споживчих цін. – Державна служба статистики України. – URL: https://ukrstat.gov.ua/operativ/pro_stat/pererahunki/ind_cin/isc.pdf
27. Монетарна політика Національного банку України. – URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about>
28. Державна служба статистики України. – URL: https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/cit.htm
29. Курс гривні до іноземних валют. – URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/exchangerate-chart?cn%5B%5D=USD&startDate=01.01.2001&endDate=23.03.2025>
30. Аналітика акцій Dragon Capital. ІНДЕКС KP-DRAGON – URL: <https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/equities/>
31. KP-Dragon Capital Index Historical Data. – URL: <https://ru.investing.com/indices/kp---dragon-capital-historical-data>
32. Компанія Astarta Holding. – URL: <https://astartaholding.com/about/>
33. MarketWatch – AST Financials. – URL: https://www.marketwatch.com/investing/stock/ast/financials?countrycode=pl&mod=mw_quote_tab
34. Google Finance – AST. – URL: <https://www.google.com/finance/quote/AST:WSE>
35. Google Finance – FXPO. – URL: <https://www.google.com/finance/quote/FXPO:LON>
36. Ferrexpo PLC. – URL: <https://www.investing.com/equities/ferrexpo>
37. IMC – про компанію. – URL: <https://imcagro.com.ua/ua/pro-kompaniyu/khto-mi>
38. GPW Company Factsheet IMC S.A. – URL: <https://www.gpw.pl/company-factsheet?isin=LU0607203980>
39. Kernel – про компанію. – URL: <https://www.kernel.ua/ua/about/>

40. Google Finance – Kernel Holding S.A. – URL: <https://www.google.com/finance/quote/KER:WSE>
41. МХП – про компанію. – URL: <https://mhp.com.ua/uk/pro-kompaniiu>
42. Google Finance – MHP SE. – URL: <https://www.google.com/finance/quote/MHPSY:OTCMKTS>
43. Abbas, Dirvi & Zulaecha, Hesty & Rachmania, Dewi & Hakim, Mohamad Zulman & Rachmi, Danty. (2022). Analysis of determinant factors in influencing stock return: Panel data analysis approach. Daengku: Journal of Humanities and Social Sciences Innovation. 2. 645-655. 10.35877/454RI.daengku1205.
44. Fama E., French K. Common risk factors in returns on stocks and bonds // Journal of Financial Economics. – 1993. – Vol. 33, №1. – P. 3–56. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X93900235>
45. ActEd CM2 Course Notes. – URL: <https://www.acted.co.uk/asset/Docs/Samples/CM2%20Course%20Notes%20-%20Sample%20Chapter.pdf>
46. Лук'яненко І. Г., Краснікова Л. І. Л 84 Економетрика: Підручник. — К.: Товариство "Знання", КОО, 1998
47. Blitz, David and Hanauer, Matthias Xaver and Vidojevic, Milan and van Vliet, Pim, Five Concerns with the Five-Factor Model (November 1, 2016). URL: <https://ssrn.com/abstract=2862317> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2862317>
48. Fama E., Schwert G. (1977) Asset Returns and Inflation. – Journal of Financial Economics URL: <https://finance.martinsewell.com/stylized-facts/dependence/FamaSchwert1977.pdf>
49. Bernanke B., Kuttner K. (2005) What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? – Journal of Finance. – URL: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200416/200416pap.pdf>
50. Jay R. Ritter, Economic growth and equity returns, Pacific-Basin Finance Journal, Volume 13, Issue 5, 2005, Pages 489-503 – URL: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2005.07.001>.

51. Rapach, D.E., Wohar, M.E. and Rangvid, J. (2005) Macro Variables and International Stock Return Predictability. *International Journal of Forecasting*, 21, 137-166. – URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijforecast.2004.05.004>

ДОДАТКИ

Додаток А

Вихідні статистичні дані для аналізу динаміки фондового індексу КР Dragon та економічних показників України (1991–2024 рр.)

Рік	Returns Index stock КР dragon	GDP, current prices (Billions of U.S. dollars)	Inflation rate, average consumer prices (Annual percent change)	Середній курс гривні за 1 долар	Облікова ставка	World Bank Commodity Price Data у категорії Non-Energy	Торговельний обсяг
1992	-	22,193	1210	-	-	-	-
1993	-	35,025	4734,9	-	-	-	-
1994	-	38,012	891,2	-	-	-	-
1995	-	38,275	376,7	-	-	-	-
1996	-	46,083	80,2	122297,551	63,83%	58,49	-
1997	-	51,867	15,9	1,861865254	24,00%	57,12	-
1998	-	43,315	10,6	2,452187397	53,83%	49,03	-
1999	-	32,661	22,7	4,134638082	50,67%	44,56	-
2000	-	32,331	28,2	5,43973306	30,75%	45,05	-
2001	-	37,863	12	5,371791507	18,25%	42,63	-
2002	-	42,339	0,8	5,326644658	9,13%	44,52	-
2003	-	50,096	5,2	5,332675068	9,13%	48,76	-
2004	-	64,747	9	5,319147541	8,17%	56,60	-
2005	-	85,996	13,5	5,123705205	9,50%	61,29	-
2006	-	107,767	9,1	5,05	8,50%	75,56	-
2007	0,023291	143,26	12,8	5,05	8,00%	89,82	2008730
2008	0,350196	181,313	25,2	5,269254918	11,00%	105,72	4485370
2009	-1,04122	117,079	15,9	7,791592877	10,63%	83,94	4049650
2010	3,104752	136,011	9,4	7,935283014	8,58%	100,00	4404699
2011	0,426051	163,059	8	7,967715068	8,58%	119,56	3941532
2012	-0,96653	175,781	0,6	7,991040437	7,50%	109,51	5253550
2013	-0,22947	183,31	-0,3	7,993	6,75%	101,29	2904410
2014	-1,73578	133,392	12,1	11,90953827	12,00%	96,47	2564340
2015	-0,99027	90,922	48,7	21,82900075	24,63%	81,62	3247888
2016	0,817813	93,349	13,9	25,54588153	16,33%	79,36	3151319
2017	1,8625	112,064	14,4	26,59472523	13,38%	83,73	1804181
2018	-0,4991	130,959	10,9	27,20162008	17,13%	85,21	2352482
2019	-0,79675	154,14	7,9	25,83733792	16,00%	81,56	3006240
2020	-0,99486	156,579	2,7	26,96389945	8,75%	84,12	2470560
2021	2,131892	199,868	9,4	27,28346466	7,90%	112,09	6480309
2022	-2,69337	160,874	20,2	32,36835123	17,50%	122,14	7373762
2023	-1,06347	178,34	12,9	36,57504	18,25%	110,24	11347718
2024	-0,42107	184,099	5,8	40,15899809	13,63%	112,36	4495838

Джерело: складено автором на основі [19,23,24,26,28,29,31].

Додаток Б

Розраховані значення динамічної регресійної моделі довгострокової дохідності акцій

Показник	count	mean	std	min	25 %	50 %	75 %	max
RET - дохідність індексу KP Dragon	18	-0.1509	1.4291	-2.6934	-0.9937	-0.4601	0.4071	3.1048
GDP - ВВП, млрд дол. США	18	149.6888	32.2279	90.9220	131.5673	155.3595	177.7003	199.8680
INF - інфляція, % р/р	18	12.8056	10.9985	-0.3000	7.9250	11.5000	14.2750	48.7000
EXCH - середній курс, грн/дол.	18	19.5703	11.7061	5.0500	7.9735	23.6874	27.1422	40.1590
IR - облікова ставка НБУ, %	18	12.5856	4.8854	6.7500	8.5800	11.5000	16.2475	24.6300
COM - індекс WB Non-Energy	18	97.7078	14.3902	79.3600	83.9850	98.2350	110.0575	122.1400
VOL - торговий обсяг, млн грн	18	4 185 700	2 332 600	1 804 200	2 649 400	3 594 700	4 493 200	11 348 000

Змінна	RET	GDP	INF	EXCH	IR	COM
RET	1.000000	-0.030212	-0.136855	-0.183577	-0.368579	-0.068145
GDP	-0.030212	1.000000	-0.512385	0.060926	-0.486417	0.747621
INF	-0.136855	-0.512385	1.000000	0.038731	0.703637	-0.221313
EXCH	-0.183577	0.060926	0.038731	1.000000	0.579881	0.038569
IR	-0.368579	-0.486417	0.703637	0.579881	1.000000	-0.268539
COM	-0.068145	0.747621	-0.221313	0.038569	-0.268539	1.000000

OLS Regression Results

```

=====
Dep. Variable:          RET      R-squared:                0.579
Model:                  OLS      Adj. R-squared:           0.327
Method:                 Least Squares      F-statistic (HAC):       7.381
Date:                   Prob (F-statistic):      0.0032
No. Observations:      17      HAC covariance lag:      1
Df Residuals:          10
Df Model:               6
=====

```

	coef	std err	t	P> t	[0.025	0.975]
const	9.0750	3.564	0.819	0.007	3.066	15.084
RET_lag1	-0.3683	0.097	-3.793	0.000	-0.822	0.085
GDP_lag1	-0.0352	0.244	-0.144	0.008	-0.059	-0.011
INF_lag1	0.0338	0.167	0.202	0.312	-0.037	0.105
EXCH_lag1	0.0351	0.418	-0.084	0.308	-0.038	0.108
IR_lag1	-0.2411	1.022	0.236	0.107	-0.544	0.062
COM_lag1	-0.0223	0.063	-0.351	0.111	-0.051	0.006

```

=====
Omnibus:                0.543      Durbin-Watson:           1.607
Prob(Omnibus):          0.766      Jarque-Bera (JB):        0.557
Skew:                   0.309      Prob(JB):                0.754
Kurtosis:               2.219      Cond. No.                1.25e+04
=====

```

Джерело: складено автором на основі власних розрахунків в середовищі Python.