

Міністерство освіти і науки України

Національний університет «Києво-Могилянська академія»

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь – бакалавр

на тему: **«РОЛЬ ФОНДОВОГО РИНКУ У ПОВОЄННІЙ ВІДБУДОВІ
УКРАЇНИ»**

Виконала: студентка 4-го року навчання,
спеціальність 072
«Фінанси, банківська справа та
страхування»

Куриляк Анна-Вікторія Максимівна

Керівник: Семко Р. Б.
кандидат економічних наук, доцент

Рецензент _____

Кваліфікаційна робота захищена
з оцінкою «_____»

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н. А.
«_____» _____ 2024 р.

Київ - 2024

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ	7
1.1. Історія розвитку фондового ринку України	7
1.2. Нормативно-правове регулювання фондового ринку України	12
1.3. Ключові проблеми розвитку фондового ринку України	16
РОЗДІЛ 2. СТАН ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ ТА ШЛЯХИ ЙОГО ПОКРАЩЕННЯ НА ПРИКЛАДІ ДОСВІДУ ЯПОНІЇ.....	20
2.1. Вплив воєнного стану на розвиток національного фондового ринку.....	20
2.2. Досвід Японії в контексті розвитку національного фондового ринку у повоєнний період	25
2.3. Рекомендації щодо покращення стану фондового ринку України, беручи до уваги досвід Японії.....	32
РОЗДІЛ 3. ПОБУДОВА ТА ВИКОРИСТАННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ БАГАТОФАКТОРНОЇ РЕГРЕСІЙНОЇ МОДЕЛІ ДЛЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ ФОНДОВОГО РИНКУ НА ПОВОЄННИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК.....	37
3.1. Опис даних та виклад основних гіпотез для дослідження взаємозв'язку між показниками фондового ринку Японії та ВВП країни.....	37
3.2. Побудова багатофакторної регресійної моделі та опис її результатів.....	43
3.3. Дослідження моделі на адекватність	49
3.4. Застосування результатів моделі для формування пропозицій та прогнозування розвитку економіки України після війни.....	53
ВИСНОВКИ	61

Список використаних джерел.....	64
Додаток А	68
Додаток Б	69
Додаток В	70
Додаток Г	71

ВСТУП

Російська агресія, яка перейшла в активну фазу з 24 лютого 2022 року, завдала чималих збитків українській інфраструктурі. Згідно із даними аналізу, який проводився аналітичним підрозділом Київської школи економіки спільно з Міністерством економіки України, загальні втрати економіки України внаслідок повномасштабної війни з урахуванням як прямих втрат (руйнування критичної інфраструктури, житлових помешкань, тощо), так і непрямих втрат (падіння ВВП, припинення інвестицій, відтік робочої сили, додаткові витрати на оборону та соціальну підтримку, тощо) лише за перший місяць повномасштабного вторгнення склали від USD 543 млрд до USD 600 млрд [1].

У повоєнній відбудові України необхідним буде знаходження шляхів для фінансування відновлення національного економічного потенціалу. Незважаючи на те, що з початком повномасштабного вторгнення Україна отримала багатомільярдну фінансову допомогу від закордонних країн-партнерів, міжнародних фінансових інституцій та донорських організацій, для ефективної подальшої співпраці та продовження надходження зовнішньої фінансової допомоги потрібно покращувати можливості для мобілізації необхідних фінансових ресурсів всередині країни. Національний фондовий ринок може стати одним із таких інструментів.

Станом на січень 2024 року, капіталізація ринку акцій на Українській біржі становить 79.174 млрд грн або 2.091 млрд дол. США [2]. Для порівняння, капіталізація Варшавської фондової біржі становить близько 355.324 млрд дол. США [3]. Виходячи з цього, можна дійти висновку, що в умовах повномасштабної війни національний фондовий ринок в країні практично відсутній. Це пояснюється в першу чергу несприятливим інвестиційним середовищем у країні, а також невизначеністю, яка супроводжується численними воєнними ризиками для безперервної операційної діяльності потенційних суб'єктів національного фондового ринку.

Отже, фондовий ринок в Україні під час гарячої фази російсько-української війни перебуває в стані занепаду. Через численні ризики, як воєнні, так і політичні, репутаційні та фінансові, говорити про його відновлення у короткостроковій перспективі не є раціональним. Проте, у період повоєнної відбудови національний фондовий ринок може стати корисним джерелом для акумуляції фінансових ресурсів. Ринки акцій та облігацій мають достатньо простору для вдосконалення, проте для того, щоб ефективно імплементувати можливі заходи для покращення в майбутньому, починати діяти необхідно якнайшвидше.

Актуальність теми. Актуальність теми дослідження зумовлена декількома факторами. По-перше, масштаби збитків, завданих російською агресією національній економіці, зумовлюють необхідність залучення значних фінансових ресурсів для відновлення. По-друге, зважаючи на те, що в період з листопада 2023 року по січень 2024 року в інфопросторі все частіше з'являються новини про затримку надходження фінансової допомоги Україні від іноземних партнерів, можливу відсутність "Плану Б" у випадку подальших затримок або повного припинення надходження такої допомоги, постає питання необхідності пошуку внутрішніх джерел фінансування. По-третє, європейський вектор розвитку України у довгостроковій перспективі зумовлює необхідність приведення національного фондового ринку до стандартів країн ЄС як на законодавчому рівні, так і на рівні розвитку його інфраструктури та інструментів. Питанню вивчення фондового ринку України та його ролі у економіці свої роботи присвятили такі вітчизняні дослідники, як Брус С. І., Краснова І. В., Мендрул О. Г., Павленко І. А., Бусарева Т. Г., Бороденко Т. М. та інші.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є формування висновків щодо потенціалу фондового ринку України в період повоєнної відбудови; надання рекомендацій щодо процесу імплементатії національного фондового ринку у повоєнну відбудову країни. Для досягнення поставленої мети дослідження, необхідним є виконання наступних завдань:

- надання характеристики сучасного стану фондового ринку України;

- визначення основних проблем та перспектив розвитку національного фондового ринку;
- дослідження впливу фондового ринку на економічне зростання Японії після Другої світової війни за допомогою проведення економетричного аналізу;
- на основі отриманих результатів, формування рекомендацій щодо можливостей вдосконалення фондового ринку України з метою акумулювання фінансових ресурсів для повоєнної відбудови економіки країни.

Об'єкт дослідження. Об'єктом даного дослідження виступає фондовий ринок України.

Предмет дослідження. Предметом даного дослідження є проблеми та перспективи розвитку фондового ринку України, а також його місце у повоєнній відбудові економіки країни.

Методи дослідження. Методологія дослідження побудована на використанні комплексного підходу, пов'язаного з поєднанням загальнотеоретичної інформаційної бази, статистичної та аналітичної інформації та інструментів економетричного аналізу, а саме багатофакторного регресійного аналізу.

Інформаційну базу дослідження становлять положення законодавчих та нормативно-правових актів України з питань формування та реалізації діяльності фондового ринку України, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства економіки України, Національного банку України та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, результати праць вітчизняних та зарубіжних дослідників фондового ринку України, електронні ресурси мережі Інтернет.

Практичне значення одержаних результатів. Практичне застосування результатів дослідження полягає у можливості надання рекомендацій щодо шляхів розвитку інфраструктури фондового ринку України, створення сприятливих умов для залучення інвестицій з національного фондового ринку та розробки ефективного механізму залучення капіталу з фондового ринку для повоєнної

відбудови України. Ці рекомендації можуть бути адресовані органам державної влади, фінансовим установам та інвесторам.

Наукова новизна одержаних результатів. Науковий результат базується на: конкретизації вже відомих положень про функціонування фондового ринку України; розширенні вже відомого ряду проблем та перспектив фондового ринку України, виходячи з факту його існування в умовах воєнної економіки; дослідженні впливу розвитку фондового ринку Японії після Другої світової війни на повоєнне економічне зростання країни та формування висновків щодо доцільності сприяння розвитку фондового ринку України для повоєнної відбудови.

Ключові слова: *фондовий ринок, ринок цінних паперів, повоєнна відбудова, економічне зростання, ОВДП, ринок акцій.*

Кваліфікаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел літератури та додатків.

У Першому розділі описуються історичні засади формування фондового ринку України, нормативно-правова база для його функціонування та його головні проблеми та перспективи для розвитку.

У Другому розділі надається статистична та аналітична інформація щодо впливу воєнного стану на діяльність фондового ринку України в умовах повномасштабної війни; описуються кроки, які були прийняті в Японії після Другої світової війни та які сприяли розвитку національного фондового ринку, а також економічні наслідки таких кроків для країни; надаються рекомендації щодо шляхів розвитку національного фондового ринку України.

У Третньому розділі досліджується вплив загальної вартості акцій в обігу в Японії протягом року на ВВП країни у повоєнні роки за допомогою використання інструментів регресійного аналізу; визначається статистична значущість вибраної незалежної змінної та ряду інших змінних у її впливі на економічне зростання країни; досліджується питання адекватності побудованої регресійної моделі; результати моделі використовуються для української економіки з метою формування висновків та рекомендацій.

РОЗДІЛ 1

ЗАГАЛЬНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

1.1 Історія розвитку фондового ринку України

Фондовий ринок (або ринок цінних паперів) – це частина фінансового ринку, де здійснюють емісію, андеррайтинг, зберігання, купівлю та продаж цінних паперів (акцій, облігацій, тощо). Фондовий ринок є головною майданчиком для ефективної акумуляції і розподілу фінансових ресурсів [4, с. 9].

Історія національного фондового ринку бере свій початок ще з 1796 року з моменту відкриття Одеської фондової біржі, на якій проходили торги цінними паперами місцевих банків та муніципальними облігаціями. Станом на початок ХХ століття, фондові біржі діяли в найбільших містах України – у Києві, Харкові, Одесі та Львові. Проте, у 30-х роках ХХ століття радянська влада заборонила діяльність усіх бірж, що поставило розвиток українського фондового ринку на паузу.

Фондовий ринок сучасної України бере свій початок із набуття незалежності у 1991 році. У період 1991-1992 років було прийнято низку законів, які розпочали процеси регулювання відносин на національному фондовому ринку. До цих законів можна віднести Закони України “Про власність” (1991 рік), “Про цінні папери і фондову біржу” (1991 рік), “Про господарські товариства” (1991 рік), “Про банки і банківську діяльність” (1991 рік), “Про заставу” (1992 рік), “Про приватизаційні цінні папери” (1992 рік). Дані закони вперше визначили цінні папери як об’єкти права власності, закріпили право суб’єктів підприємницької діяльності на емісію власних цінних паперів, право банківських інституцій на участь в операціях з цінними паперами, тощо [5, с. 6].

Закон України “Про цінні папери і фондову біржу”, прийнятий у червні 1991 року, став важливим кроком для відродження біржової торгівлі, адже ним

визначалися основні поняття, пов'язані із біржовою діяльністю, а також регулювалися правові відносини, пов'язані з емісією, обігом цінних паперів та провадженням професійної діяльності суб'єктів фондового ринку. Проте, слід зазначити, що даний Закон був прийнятий в період глобальної політичної та економічної перебудови України, коли національна економіка представляла собою комбінацію залишків соціалізму та новоствореного ринкового механізму [5, с. 6]. Якщо в країнах Заходу законодавче регулювання фондового ринку базувалося на багатовіковій історії його розвитку, то в Україні будувалася лише гіпотетична модель його регулювання. Про це свідчить факт того, що певні концепції розвитку ринку цінних паперів в Україні з'явилися лише у 1995 році, за 4 роки після прийняття Закону [5, с. 6]. Зважаючи на низку недосконалостей та законодавчих протиріч у Законі, серед яких можна виділити неповний перелік цінних паперів, які можуть випускатися в Україні, та слабку систему захисту прав інвесторів, у 2002 році Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" був замінений Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок".

У 1991 році Кабінет Міністрів України офіційно зареєстрував Українську фондову біржу (УФБ), зробивши її першою і єдиною визнаною біржою цінних паперів в Україні до середини 1995 року. Перші торги розпочалися в лютому 1992 року, коли було подано 23 заявки, серед них акції комерційних банків, таких як "Перкомбанк", "Градобанк" та "Інко", а також валютні та вітчизняні облігації. Результатами першого року функціонування УФБ стало проведення більше 30-ти торгів, загальна вартість яких складала 8,7 млрд карбованців. На кінець 1992 року було відкрито 22 філії УФБ та 18 брокерських компаній. До кінця 1993 року Міністерством фінансів України було зареєстровано 230 суб'єктів торгівлі цінними паперами, тоді як на початку року їх налічувалось лише 78 [5, с. 6-7].

Період становлення ринку цінних паперів в Україні співпадає з періодом активних приватизаційних процесів, тому початково основною функцією фондового ринку в Україні був перерозподіл прав власності, а не здійснення інвестиційної діяльності з метою отримання прибутків. Слід зазначити, що приватизація 1990-х років проводилася за допомогою використання тіньових та

неконкурентних методів, що спричинило появу специфічної акціонерної власності з домінуючим прошарком закритих акціонерних товариств [6, с. 356]. Даний факт зумовив те, що ще в період свого зародження у незалежній Україні, фондовий ринок не виконував свою основну функцію - трансформування тимчасово вільних грошових коштів у виробничі капіталовкладення, через що не набув інвестиційного характеру та не приваблював стратегічних інвесторів.

Зародженням ринку акцій в Україні вважається період 1993-1994 років, коли проводилися масові приватизаційні аукціони. Це спричинило появу на фінансовому ринку України цінних паперів приватизованих підприємств. Проте, міноритарні власники таких цінних паперів де-факто не розпоряджалися ними та не використовували більшості своїх корпоративних прав через концентрацію акціонерного капіталу в руках обмежених кіль великих акціонерів. Це спричинило суперечність між асоційованою природою акціонерної власності, яка виявляється у факті того, що акціонери, які володіють цінними паперами акціонерного товариства, не є його повноправними власниками і мають право на частку в майні товариства, пропорційну кількості їхніх акцій, та фактом її реалізації в умовах задоволення інтересів вузького прошарку фактичних власників [6, с. 356].

Отже, приватизаційні процеси на початку 90-х років хоч і створили передумови для формування інфраструктури фондового ринку в незалежній Україні, проте значно ускладнили і внесли масу неточностей у поняття акціонерної власності, дали поштовх для формування олігархії та спричинили появу потужного тандему у вигляді влади та великих фінансово-промислових груп. Ціль, з якою проводилася приватизація, а саме залучення інвестицій на приватизовані підприємства та поява ефективного власника – не була досягнута. Ефективного власника отримали лише 10% приватизованих підприємств [7, с. 22]. Формальне перетворення форми власності призвело до появи на ринку великої кількості неліквідних цінних паперів, що створило передумови для неефективного функціонування фондового ринку ще на самих витках його зародження у незалежній Україні [6, с. 359].

Період 1995-1999 років характеризується появою таких фінансових інструментів, як компенсаційні сертифікати та приватизаційні майнові сертифікати [5, с. 7].

Компенсаційні сертифікати – це спеціальні платіжні засоби, за допомогою яких можна було вільно купувати, продавати, закладати або ж залишати у спадок. Крім того, вони могли використовуватися для придбання акцій підприємств, що приватизуються. Назва “компенсаційні” пов’язана із тим, що у 1994 році український уряд провів індексацію грошових заощаджень громадян України в Ощадбанку та Укрдержстраху. В результаті індексації розмір заощаджень був збільшений у 2200 разів. Для компенсації громадянам їх втрачених заощаджень були випущені компенсаційні сертифікати. Строк дії компенсаційних сертифікатів закінчився 31 грудня 1997 року. За цей час громадянами України було отримано 30% від загальної кількості випущених сертифікатів [8, 9].

Приватизаційний майновий сертифікат - це особливий вид державного цінного папера, який засвідчує право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств [10, р. 1, п. 1.1].

Період 1995-1999 років можна охарактеризувати значним прискоренням розвитку фондового ринку України. В першу чергу, це було пов’язано із пошвидшенням темпів приватизації та створенням 12 червня 1995 року державного органу регулювання національного фондового ринку – Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) [5, с. 7]. 15 травня 1995 року створено ще одну біржу – Київську міжнародну фондову біржу, яка, починаючи з липня 1996 року, підтримувала процеси приватизації в Україні шляхом проведення щотижневих аукціонних торгів пакетами акцій приватизованих підприємств.

Станом на початок 1996 року, понад 15 мільйонів українців стали власниками акцій та часток майна в понад 65% приватизованих підприємств торгівлі, громадського харчування та побуту, 12% приватизованих підприємств промисловості та 10% приватизованих підприємств сільського господарства та будівництва [5, с. 7].

З точки зору обсягів емісії, найактивніше випускали акції промислові підприємства (47%), банки (44%), будівельні підприємства (2,4%), підприємства з торгівлі та громадського харчування (0,2%) [5, с. 7].

У 1995 році активно починає розвиватися ринок боргових цінних паперів. Розвитку сприяло створення “Українського вексельного центру” (Укрвексель), діяльність якого була спрямована на популяризацію операцій з купівлі-продажу вексельних та боргових зобов’язань на Українській фондовій біржі. До операцій з борговими цінними паперами у цей період долучилася також заснована у 1992 році Українська міжбанківська валютна біржа, а саме з організації вторинної торгівлі облігаціями внутрішньої державної позики її новоствореною фондовою секцією [5, с. 7].

До 1998 року безумовним лідером на фондовому ринку залишалася Українська фондова біржа. Проте, на біржі практично не існувало вторинної торгівлі. У лютому 1996 року було створено Позабіржову фондову торговельну систему (ПФТС) за сприяння Агентства США з міжнародного розвитку (USAID). У період з 1996 по 1999 рік, обсяг торгів на ПФТС зріс у понад 300 разів, з 3.1 млн грн у 1996 році до 988.4 млн грн у 1999 році. Таким чином, ПФТС стала єдиним майданчиком в Україні з налагодженим механізмом вторинної торгівлі цінними паперами з часткою ПФТС у загальному обсязі торгів на вторинному ринку у 87% у 1998 році [5, с. 8].

До 2005 року, в Україні діяло вже 7 біржових майданчиків та 2 торговельно-інформаційні системи (ТІС). Станом на початок 2005 року, загальний обсяг емісії цінних паперів становив 145 млрд грн. Найбільшими емітентами акцій були “Криворіжсталь”, “Нафтова холдингова компанія”, “Краснодонвугілля”, “Одеський припортовий завод”, “Кримський ТИТАН”, “Трубінвест”, із обсягом емісії понад 30% від загального обсягу [5, с. 9].

Отже, український фондовий ринок станом на 2005 рік можна було охарактеризувати як молодий та перспективний. Проте, 7 діючих бірж та 2 ТІС все ще відігравали мізерну роль в економіці країни у перехідний період. Сприяли цьому низька корпоративна культура підприємств, недостатня інформаційна

відкритість акціонерних товариств та недосконала система захисту прав інвесторів [5, с. 10].

1.2 Нормативно-правове регулювання фондового ринку України

Однією із найбільш суттєвих проблем фондового ринку України протягом всього періоду його існування є недосконале правове регулювання, яке містить численні суперечності та неточності. Тому, на шляху інтеграції України та національного фондового ринку до стандартів ЄС, огляд та розуміння сучасної нормативно-правової бази є необхідним для надання рекомендацій щодо її покращення.

Важливим законом, який забезпечує регулювання національного ринку цінних паперів, є Закон України “Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків”. Даним Законом затверджуються правові засади здійснення державного регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків, у тому числі фондового ринку, та державного контролю за емісією і обігом цінних паперів [11].

Основні положення Закону включають у себе визначення: основних понять та термінів, що використовуються на ринках капіталу та організованих товарних ринках; принципів державного регулювання цих ринків; повноважень НКЦПФР - органу, який здійснює державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків в Україні; вимог до учасників ринків капіталу та організованих товарних ринків; правил здійснення торгівлі на цих ринках; відповідальності за порушення законодавства.

Відповідно до Закону, НКЦПФР має право на здійснення ліцензування діяльності учасників ринків капіталу, проведення контролю та інспекцій діяльності учасників ринків капіталу, накладання санкцій за порушення відповідного законодавства, розробку та затвердження правил торгівлі на ринках капіталу, тощо. Окрім прав та обов'язків НКЦПФР, Законом також затверджено вимоги до учасників ринків капіталу, такі як: наявність відповідної ліценції, дотримання

правил торгівлі, забезпечення прозорості та інформаційної відкритості, дотримання правил корпоративного управління, бухгалтерського обліку та звітності [11, Стаття 2].

Закон України "Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків" є основоположним документом, який регулює діяльність національного фондового ринку. Він спрямований на те, щоб зробити цей ринок більш прозорими, ефективними та безпечними для інвесторів.

Одним із основних законів, який регулює діяльність на ринку цінних паперів України є Закон України "Про ринки капіталу та організовані товарні ринки" (далі Закон). Даний Закон був зареєстрований у Верховній Раді у 2006 році та був перейменований на його теперішню назву Законом України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів" від 19.06.2020. До прийняття цього документу, Закон був відомий під назвою "Про цінні папери та фондовий ринок".

Даний Закон регулює відносини, що виникають під час емісії, обігу, викупу цінних паперів та виконання зобов'язань за ними, укладання і виконання деривативних контрактів, заміни сторони деривативних контрактів та вчинення правочинів щодо фінансових інструментів на ринках капіталу, а також відносини, що виникають під час провадження професійної діяльності на ринках капіталу та організованих товарних ринках [12, Стаття 2, п. 1].

Прийняття Закону "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів" сприяло значному покращенню функціонування національних ринків капіталу, зокрема державного ринку цінних паперів, та наближенню нормативно-правової бази українського законодавства щодо регулювання фондового ринку до міжнародних стандартів, зокрема імплементації таких вимог законодавства ЄС, як:

- Директива MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive). Такі нововведені терміни, як "багатосторонній торговельний майданчик",

“організований торговельний майданчик”, “регульований ринок” та інші, запозичені саме з цієї директиви [13, с. 143].

- Регламент MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation). Даний Регламент встановлює вимоги щодо детального розкриття інформації про певну торгову операцію перед громадськістю з метою забезпечення максимальної прозорості такої операції. Аналогічна вимога простежується і у Законі у Розділі IX “Розкриття інформації на ринках капіталу та організованих товарних ринках” [11, Розділ IX].
- Регламент ЄС №2017/1129 від 14.06.2017. Даний Регламент затверджує вимоги щодо оформлення, прийняття та розповсюдження проспектів цінних паперів. Статтею 97 “Публічна пропозиція цінних паперів”, статтею 98 “Проспект цінних паперів”, статтею 99 “Затвердження проспекту цінних паперів” та іншими статтями прослідковується імплементація даних вимог в українському законодавстві [11, Розділ VII].

Новим Законом запроваджено низку нововведень, які покликані вдосконалити функціонування національного ринку цінних паперів.

По-перше, затверджено принцип ліквідаційного нетінгу – процедури, яка дозволяє сторонам деривативних контрактів завершити розрахунки між собою у разі настання певної заздалегідь визначеної події, такої як дефолт або неплатоспроможності однієї із сторін угоди [14, 15].

По-друге, Законом передбачено розширення переліку фінансових інструментів та затвердження таких нових для України цінних паперів, як:

- Депозитні сертифікати банків – цінні папери, які підтверджують суму вимоги до банку, що дорівнює номінальній вартості відповідного сертифіката, і права власника сертифіката на одержання після спливу встановленого строку номінальної вартості сертифіката та відсоткового доходу у банку, який здійснив його емісію [11, Стаття 27, п. 1];

- Зелені облигації - це боргові зобов'язання, перспект яких передбачає використання залучених коштів виключно на фінансування екологічного проекту або окремого його етапу [11, Стаття 11, п. 5];
- Опціонні сертифікати - це похідні цінні папери, що засвідчують право їх власника на придбання у їх емітентів або на продаж їх емітенту базового активу за ціною, у строк та на інших умовах, визначених проспектом опціонних сертифікатів. Опціонні сертифікати можуть передбачати розрахунки між сторонами залежно від ціни базового активу без його придбання або продажу [11, Стаття 22, п. 1];
- Фондові варанти - це похідні цінні папери, які надають їх власнику право на придбання у строк та за ціною, визначеними проспектом фондкових варантів, у емітента акцій або облигацій такого емітента, емісія яких буде здійснена у терміни, визначені проспектом фондкових варантів. Погашення фондкових варантів може відбуватися шляхом передачі власнику фондкового варанта права власності на акції та/або облигації емітента або шляхом сплати їх вартості, визначеної у встановленому сторонами порядку [11, Стаття 23, п. 1].

По-третє, законом затверджуються такі нововведені поняття, як: оператор регульованого ринку, центральний контрагент, товарний репозитарій та інші.

Отже, чинне законодавство України поступово наближається до відповідності основним положенням законодавства ЄС у сфері регулювання ринку цінних паперів. Прийняття Закону посприяло зміні характеру національного фондкового ринку, умовно розділяючи його на строго регульовані ринки, на яких діють професійні учасники ринку, та багатосторонні торгові платформи, розроблені для задоволення потреб малих та середніх учасників ринку. Таке розділення спрямоване на те, щоб зробити ринок цінних паперів більш доступними та привабливими для широкого кола інвесторів. Воно також має на меті захистити менших учасників від ризиків, пов'язаних з інвестиціями на фондковому ринку [14].

1.3 Ключові проблеми розвитку фондового ринку України

На шляху інтеграції України до ЄС і, відповідно, до європейських ринків капіталів у майбутньому, ключовим постає питання виконання вимог іноземних партнерів та міжнародних організацій щодо вдосконалення законодавства про регулювання національного фондового ринку. Окрім важливих змін, які були прийняті у Законі України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів”, про які було згадано у п. 1.2, починаючи з 2019 року були прийняті такі кроки у законодавчому регулюванні фондового ринку:

- У 2019 році НБУ було підписано угоду про співпрацю з міжнародним депозитарієм цінних паперів Clearstream, що зробило вітчизняний ринок ОВДП доступним для іноземних інвесторів;
- 28 травня 2019 р. підписано Меморандум про взаєморозуміння та співробітництво між Національним банком України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Фондом гарантування вкладів фізичних осіб та Міністерством фінансів України з питань підготовки та впровадження стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року. Стратегія затверджена 26 грудня 2019 року рішенням Правління Національного банку України № 1010-рш. Стратегія втратила чинність в зв'язку з затвердженням нової Стратегії розвитку фінансового сектору України, сфокусованої на супротив російській агресії та відновленні країни [16].

Проте, попри певні успіхи в просуванні в процесі розвитку національного законодавства з питань регулювання фондового ринку України, на порядку денному залишається низка проблемних моментів:

- Залишається непідписаним Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва та обміну

інформацією (IOSCO MMoU), незважаючи на те, що членом IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) Україна стала ще в 1996 році. Меморандум має на меті налагодження процесу обміну міжнародним досвідом з метою запобігання недобросовісної поведінки учасників ринку.

- Незважаючи на те, що на законодавчому рівні затверджено відповідні покарання за виявлені порушення на фондовому ринку, в реальності ситуація показує, що більшість зловживань чи правопорушень не призводять до накладення відповідних санкцій. Наприклад, відповідно до Річного звіту НКЦПФР за 2022 рік, уповноваженими особами НКЦПФР протягом 2022 року було розглянуто 381 справу про правопорушення на ринках капіталу та організованих товарних ринках, за результатами яких було накладено 53 фінансові санкції на суму 1,20 млн грн, з яких сплачено лише 20 фінансових санкцій на суму 0,17 млн грн. та несплачено 33 фінансові санкції на суму 1,03 млн грн. Найбільш типовими правопорушеннями на ринках капіталу та організованих товарних ринках залишаються неподання, подання не в повному обсязі інформації або ж подання недостовірної інформації про діяльність суб'єкта ринку; нерозміщення, розміщення не в повному обсязі інформації або ж розміщення недостовірної інформації суб'єкта ринку; недотримання пруденційних показників [17, с. 40-42].
- Правове поле України неефективно захищає права міноритарних акціонерів. Показник free float (кількість акцій компанії, які доступні для публічної торгівлі) для більшості великих емітентів становить не більше 10%, а в реальності взагалі буває нульовим. Відтак на ринку складається ситуація, коли власники малого і середнього бізнесу вкладають вільні кошти у валюту, нерухомість, дорогоцінні метали, тощо, а інститути спільного інвестування не мають у що інвестувати кошти [18, с. 293].

Таким чином, низка невирішених важливих питань у законодавчій базі України з регулювання діяльності фондового ринку виступає першою проблемою, яка ускладнює інтеграцію українського ринку цінних паперів у європейський, та

гальмує процес залучення іноземних інвесторів на український фондовий ринок [19, с. 115].

Наступною не менш важливою проблемою функціонування ринку цінних паперів в Україні є значна частка тіньового сектору економіки в країні. Згідно з останньою доступною інформацією, оприлюдненою у аналітичній записці Міністерства економіки України, у 2021 році рівень тіньової економіки становив 32% від ВВП [20, с. 2]. Високий рівень тінізації економіки має негативний вплив на розвиток фондового ринку, оскільки через приховування реальних доходів компаній, їх вартість залишається недооціненою, що робить їх менш привабливими для інвесторів; тіньова економіка веде до недоотримання податків, що призводить до зменшення ресурсів, які могли б бути інвестовані у розвиток фондового ринку; тіньова економіка веде до зростання ризиків для інвесторів, пов'язаних з шахрайством та недобросовісною конкуренцією.

Не менш значущою проблемою національного фондового ринку є практично повна відсутність операцій з пайовими цінними паперами та низький рівень диверсифікації наявних фінансових інструментів, які торгуються на біржах. Так, сума угод з операцій з державними облігаціями у 2022 році становила 95% від загальної суми угод на національному фондовому ринку. На акції та інвестиційні сертифікати припадає лише решта 5% загальної суми угод. Такі дані свідчать про фактичну підміну класичної діяльності фондового ринку в Україні операціями з державними цінними паперами, які зараз виступають головним інструментом «латання дірок» у державному бюджеті України. Беручи до уваги сучасні реалії, це загалом відповідає потребам військового часу, але є абсолютно неприйнятним сценарієм для повоєнного розвитку української економіки [19, с. 114].

Окрім вищезазначених проблем, ще однією перешкодою для розвитку вітчизняного фондового ринку є слабка системи захисту прав інвесторів. Низький рівень розкриття інформації про емітентів цінних паперів, недостатня активність правоохоронних органів у розслідуванні порушень прав інвесторів, а також тривалість та бюрократизованість судових процедур призводять до незахищеності вітчизняних інвесторів. Окрім цього, наявність політичних та воєнних ризиків

зменшують інвестиційну привабливість вітчизняних цінних паперів внаслідок невизначеності, яка панує серед. Сучасним законодавством не передбачено існування гарантійно-компенсаційних схем з метою захисту інвесторів від втрат власних коштів.

Таким чином, вищезазначені проблеми є ключовими перешкодами на шляху розвитку національного фондового ринку. Для їх подолання необхідно підходити комплексно, починаючи із вдосконалення законодавчої бази і закінчуючи викоріненням корупції та реформуванням судової системи в Україні.

РОЗДІЛ 2

СТАН ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ ТА ШЛЯХИ ЙОГО ПОКРАЩЕННЯ НА ПРИКЛАДІ ДОСВІДУ ЯПОНІЇ

2.1 Вплив воєнного стану на розвиток національного фондового ринку

Повномасштабне вторгнення рф на територію України 24 лютого 2022 року спричинило шок для національної економіки, для національного фондового ринку у тому числі. До повномасштабного вторгнення, в Україні існувало 11 фондових бірж, проте 99,9% обсягу усіх угод відбувалися лише на 3-ох із них: на “Українській біржі”, на фондовій біржі “ПФТС” та на фондовій біржі “Перспектива” [19, ст. 111].

На Рис. 2.1 можна чітко простежити падіння обсягу випуску акцій з початком повномасштабного вторгнення практично до нуля. Якщо порівнювати із довоєнним 2021 роком, то у 2022 році обсяг емісії акцій скоротився на 7,836 млн грн, або на 18%, у 2023 році - ще на 25,897 млн грн, або на 74% порівняно з минулим роком. Станом на кінець 2023 року, обсяг випуску акцій на національному фондовому ринку скоротився до історичного мінімуму за період з 2020 по 2023 рік.

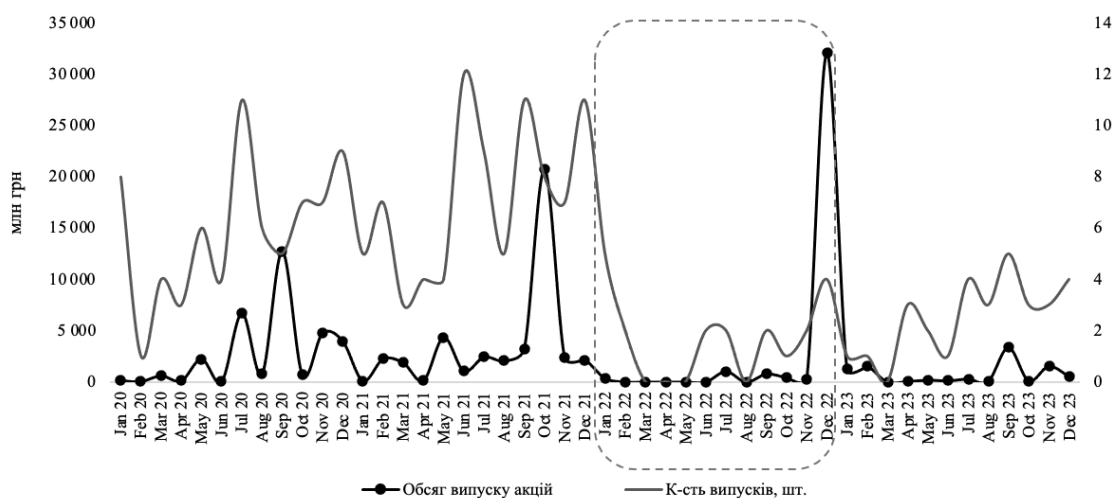


Рисунок 2.1 – Динаміка обсягу випуску акцій, 2020 – 2023

Джерело: складено автором на основі [21,22,23,24]

З Рис. 2.2 можна побачити, що обсяг випуску облігацій підприємств у воєнному 2022 році був практично відсутнім. Порівняно із 2021 роком, обсяг випуску облігацій підприємств скоротився на 7,953 млн грн, або на 80%. Протягом 2023 року бачимо, що значних нових випусків облігацій підприємств, за винятком січня 2023 року, не фіксувалось. Різке зростання обсягу випуску у січні 2023 року пов'язане із випуском корпоративних облігацій Приватного акціонерного товариства “ДТЕК ПАВЛОГРАДВУГІЛЛЯ” на суму 10 млрд грн та ТОВ “НОВА ПОШТА” на суму 800 млн грн.

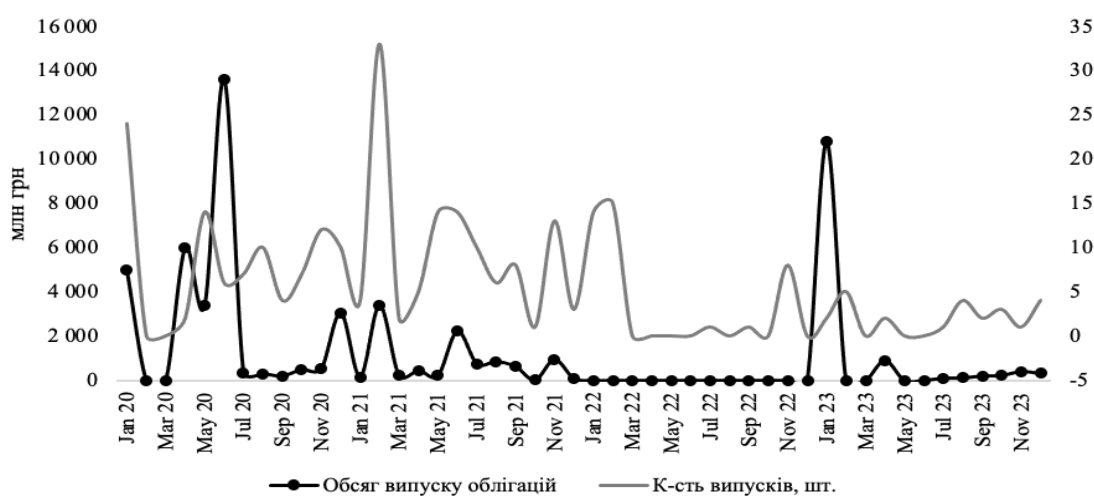


Рисунок 2.2 – Динаміка обсягу випуску облігацій підприємств, 2020 – 2023
Джерело: складено автором на основі [21,22,23,24]

З Рис. 2.3 стає зрозуміло, що основним інструментом на фондовому ринку України як були, так і залишаються надалі після початку повномасштабного вторгнення ОВДП. Незважаючи на те, що з кожним роком їхня частка у структурі біржових інструментів зменшується, вона все ще залишається домінуючою на національному фондовому ринку на рівні > 90%.

Це свідчить про те, що культура інвестування у пайові цінні папери в країні залишається на низькому рівні. Попит сконцентрований виключно на боргових цінних паперах, таких як ОВДП, які характеризуються своїм низьким рівнем ризику та високою дохідністю.

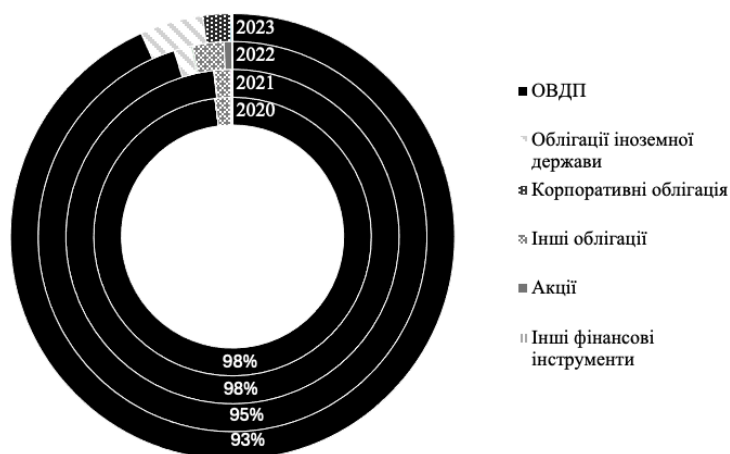


Рисунок 2.3 – Обсяг біржових контрактів за видом фінансового інструменту, 2020 – 2023

Джерело: складено автором на основі [21,22,23,24]

Державні запозичення в Україні, як і в багатьох інших країнах, проводяться для фінансування бюджетного дефіциту та для рефінансування існуючого державного боргу. Згідно з українським законодавством, право на залучення державних коштів відповідно до встановлених лімітів належить державі, в особі Міністра фінансів України [25, с. 19].

До причин такої популярності державних боргових цінних паперів можна віднести багато факторів. По-перше, ОВДП сприймаються як відносно безпечний інвестиційний інструмент, особливо в умовах економічної та політичної нестабільності, яка знаходиться на своєму піку в світі та в Україні у тому числі ще з початку пандемії Covid-19. Державні гарантії повернення коштів роблять їх привабливими для консервативних інвесторів. По-друге, з Рис. 2.3 видно, що Україна має обмежений сегмент корпоративних облігацій та акцій. Це значно обмежує варіанти вибору для інвесторів, тому спостерігається концентрація інтересу на державних інструментах через відсутність глибокого та різноманітного національного ринку цінних паперів. По-третє, високі процентні ставки за ОВДП у порівнянні з іншими інвестиційними можливостями також спонукають інвесторів до вкладання своїх коштів у державні облігації.

Таким чином, зважаючи на середньозважену дохідність гривневих ОВДП у 2023 році (Табл. 2.1) можна зробити висновок, що вони є надійним інструментом для захисту грошових коштів вкладників від знецінення.

Таблиця 2.1 Середньозважена дохідність ОВДП за видом та валютою випуску, 2023

Довгострокові ОВДП	
UAH	20%
USD	-
EUR	-
Середньострокові ОВДП	
UAH	18%
USD	2%
EUR	-
Короткострокові дисконтні ОВДП	
UAH	16%
USD	4%
EUR	3%
Короткострокові купонні ОВДП	
UAH	-
USD	2%
EUR	3%

Джерело: складено автором на основі [26]

Станом на 26 грудня 2023 року, з початку повномасштабного вторгнення урядом на первинних аукціонах з продажу ОВДП до держбюджету було залучено 554.2 млрд грн, 5.6 млрд дол. США та 1,7 млрд євро [26]. Відповідно, обсяг внутрішнього державного боргу України зріс на цю ж суму. Національний банк

разом із урядом продовжують докладати зусиль для активізації гривневого сегмента внутрішнього боргового ринку. Зокрема, з цією метою НБУ надав можливість банкам покривати до 50% обсягу обов'язкових резервів за рахунок ОВДП [25, с. 20].

У аналізі сучасного стану фондового ринку також необхідно зрозуміти, хто є його головним учасником. Для цього пропонується подивитись на структуру тримачів ОВДП як найпоширенішого фінансового інструменту на національному фондовому ринку.

Як можна побачити з Рис. 2.4, основними тримачами державних цінних паперів є НБУ та комерційні банки, тоді як частка фізичних та юридичних осіб-інвесторів у ОВДП залишається незначною, на рівні 3 % та 4%, відповідно. З цього можна зробити висновок, що населення та бізнес не готові вкладати свої кошти у національні фінансові інструменти, навіть у такі низькоризикові та високодохідні, як ОВДП.

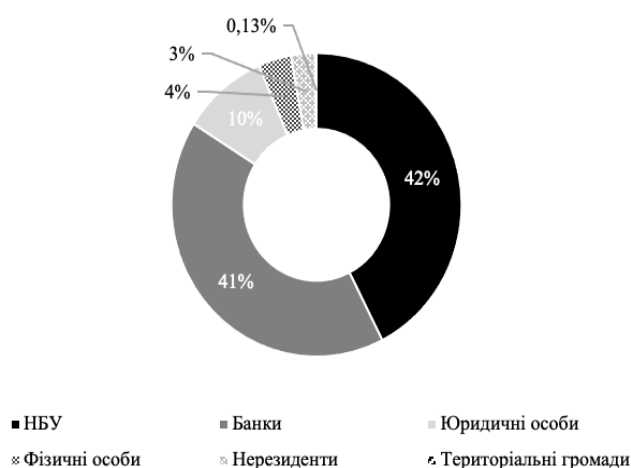


Рисунок 2.4 – ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю в розрізі інвесторів, станом на 13.03.2024

Джерело: складено автором на основі [26]

Усі вищезгадані факти свідчать про те, що фондовий ринок в Україні існує лише де-юре. Національний фондовий ринок не виконує своєї основної функції - трансформування тимчасово вільних грошових коштів у виробничі

капіталовкладення, через що не має інвестиційного характеру та не приваблює стратегічних інвесторів. Натомість, сучасний фондовий ринок України слугує надійним інструментом для держави для перекривання “бюджетних дір”. Зважаючи на те, що національна економіка перебуває в умовах воєнного стану – таку сучасну роль фондового ринку можна виправдати. Можна впевнено сказати, що така тенденція продовжуватиметься до тих пір, поки на території України триватимуть активні воєнні дії. Проте, для повоєнної відбудови необхідним буде прийняття кардинально нових та нестандартних підходів до регулювання національного ринку цінних паперів, щоб він почав виконувати свої основні завдання та приваблював широке коло різних типів інвесторів.

2.2 Досвід Японії в контексті розвитку національного фондового ринку у повоєнний період

У реформуванні національного фондового ринку України з метою поживлення економічного розвитку країни в період повоєнної відбудови важливим є орієнтація на провідний міжнародний досвід у цій сфері.

Після Другої світової війни, Японія зіткнулася із вщент розгромленою національною економікою, яка потребувала значного відновлення та реформування.

По-перше, воєнні дії призвели до значних втрат серед працездатного населення. Постраждалих у боях, від хвороб, підхоплених на фронті, від повітряних атак на міста, тощо, оцінюють у понад 2.5 мільйона осіб, включно із загиблими, пораненими і зниклими безвісти [27, с. 15].

По-друге, Друга світова війна завдала економіці Японії значних капітальних збитків.

На Табл. 2.2 можна побачити, що загальні збитки національних активів внаслідок війни становили 64.3 млрд єн і складали лише 25% від довоєнного рівня національного багатства.

Таблиця 2.2 Завдані збитки національному багатству Японії під час Другої світової війни

¥100 млн	Завдані збитки	Загальна вартість національного багатства до завданих збитків	Загальна вартість національного багатства після завданих збитків	Завдано збитків національному багатству
Споруди	222	904	682	25%
Промислове обладнання	80	233	154	34%
Кораблі	74	91	18	81%
Електроенергетика та газопостачання	16	149	133	11%
Меблі та інші блага домогосподарств	96	464	369	21%
Продукти	79	330	251	24%
Інші активи	76	360	282	21%
Загальні активи	643	2,531	1,889	25%

Джерело: складено автором на основі [27, с. 16]

Якщо ж говорити про ключові індустрії у воєнний період, то у цьому контексті варто виділити хімічну та важку промисловість. Основні виробничі потужності Японії під час Другої світової війни спрямовувались саме у ці галузі. Разом із цим, спостерігалось значне скорочення виробничих потужностей у галузях легкої промисловості. Це було пов'язано із переорієнтацією національної

економіки на воєнні рейки. Така диверсифікація виробничих потужностей поклала основу для індустріалізації економіки у повоєнний період [27, с. 18].

Після підписання Японією Акту про капітуляцію 2 вересня 1945 року на борту американського лінкора "USS Missouri", країна була окупована силами Сполучених Штатів Америки на чолі з генералом Дугласом Макартуром, який очолював Верховне командування союзних сил (SCAP). Під наглядом окупаційних сил у Японії були проведені значні реформи, спрямовані на демілітаризацію, демократизацію та економічне відновлення країни після Другої світової війни.

Окупаційні сили вважали, що концентрація багатства в руках кількох корпорацій, банків і землевласників сприяла японському мілітаризму. Щоб вирішити цю проблему, вони надали пріоритет реформам, що просували "економічну демократизацію". Серед найважливіших реформ можна виділити розпуск дзайбацу (1945 рік).

Дзайбацу (zaibatsu) – термін, яким описують потужні японські конгломерати, які об'єднували великі компанії та банки під управлінням певної холдингової компанії від періоду Мейдзі до завершення Другої світової війни. Серед найвідоміших та найбільших дзайбацу були Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Yasuda та інші. Ці структури фактично контролювали значну частину японської економіки. Величезні фінансові ресурси, що перебували під їх контролем, дозволяли їм підтримувати та фінансувати військові дії [27, с. 25].

Внаслідок впровадження реформи, холдингові компанії, які керували дзайбацу, були розпущені. Це призвело до відокремлення окремих компаній та банків, що раніше входили до складу конгломератів [27, с. 26].

У 1947 році було впроваджено Антимонопольний закон та Закон про усунення надмірної концентрації економічної влади. Ці закони мали на меті запобігти повторному виникненню структур, подібних до дзайбацу, та сприяти розвитку конкуренції в японській економіці. Відповідно до нового впровадженого законодавства, усі компанії, які мали домінуючу частку на ринку, мали бути розділені на менші компанії. Внаслідок цього, 325 компаній було визначено для поділу у 1948 році, але на практиці цей закон застосовувався дуже м'яко і лише 18

компаній було розділено [27, с. 26-27]. Зміну в частці концентрації контролю ринку найбільших фірм у розрізі різних галузей наведено у Додатку А.

Розпуск дзайбацу вважається важливим кроком у розвитку японського фондового ринку. По-перше, це сприяло збільшенню конкуренції в економіці країни, адже появилася велика кількість нових, незалежних компаній. Це сприяло посиленню ринкових механізмів і стимулювало економічне зростання. По-друге, новостворені компанії отримали ширший доступ до ринків капіталів внаслідок зменшення контролю над значними фінансовими потоками країни з боку великих холдингів. По-третє, розформування дзайбацу призвело до зміни в структурі власності, оскільки акції компаній, що раніше належали дзайбацу, були розпродані. Таким чином, до 1951 року 165 мільйонів акцій загальною вартістю в понад 7.5 млрд єн (40% від загальної капіталізації національного ринку акцій) були розпродані, що сприяло значному розширенню кола інвесторів [27, с. 26].

Наступним важливим кроком, який вплинув на повоєнне економічне зростання Японії та його фондовий ринок, стала лібералізація торгівлі.

Друга половина 50-их років ХХ століття стала періодом активної лібералізації торгівлі у світі. Повоєнні європейські економіки взяли вектор на скасування будь-яких обмежень на імпорт. Японія, яка з кожним роком покращувала свої позиції як експортера промислових товарів, також зіткнулася зі зростаючими вимогами щодо лібералізації торгівлі зі сторони бізнесу.

У 1960 році японським урядом було прийняте рішення щодо переходу до лібералізації торгівлі. Проте, така лібералізація не була повною. Попри те, що урядом було підтримано відмову від попередньої політики застосування загальних обмежень на імпорт, натомість було оголошено певну групу товарів, які підпадали під режим "нелібералізації". Як наслідок такої зміни в імпортній політиці країни, до 1962 року 90% імпорту було лібералізовано. До продукції, яка підпала під політику "нелібералізації" належала, наприклад, сільськогосподарська продукція та продукція деяких стратегічних галузей (здебільшого галузі важкої та хімічної промисловості). Таким чином, імпорт легкових автомобілів перебував під обмеженнями до 1965 року, а імпорт електронних калькуляторів - до 1973 року [27,

с. 89]. Такими способами уряд країни докладав зусиль для збереження та захисту ключових вітчизняних галузей промисловості, а також розвитку внутрішньодержавної конкуренції серед вітчизняних виробників.

Про те, що керівництво країни поставило в пріоритет захист найбільш перспективних вітчизняних галузей, свідчить низка законів, прийнятих для досягнення цієї мети. Серед таких можна виділити “Закон про тимчасові заходи щодо сприяння розвитку електронної промисловості” (1957 рік). Його основними цілями було визначити типи машин, які б сприяли дослідженням та розробкам (R&D) та типи машин, які б пришвидшували промислове виробництво. Результатами стали встановлення єдиних державних та приватних цілей досліджень та розробок щодо наукового обладнання, надання грантів на дослідження та розробки (загалом з 1957 по 1968 року таких грантів було надано на суму понад 3.5 млрд єн), надання довгострокових кредитів від Японського банку розвитку на розробку машин для раціоналізації виробництва (загалом з 1957 по 1968 року таких кредитів було надано на суму понад 7 млрд єн), тощо [27, с. 90].

Отже, з вищенаведених фактів можна сформулювати висновок, що після Другої світової війни кінцева відповідальність за планування промисловості, визначення ключових галузей для розвитку національної економіки та захист бізнесу під час руху по закладеному вектору лежала саме на уряді країни. Наслідки такої стратегії для японського фондового ринку виявились позитивними: лібералізація економіки у 1960 роках спричинила зростання іноземних інвестицій на японському фондовому ринку та стимулювання конкуренції та інновацій у японських компаніях; заходи щодо захисту та розвитку стратегічних галузей (1957 – 1970 роки) спричинили зростання капіталізації та обсягів торгівлі на фондовому ринку в цих галузях, створення нових робочих місць та збільшення конкурентоспроможності японських компаній на глобальному ринку.

Врешті решт, визначним моментом, який заклав подальшу долю економічного розвитку Японії та її фондового ринку у тому числі, стало підписання у 1984 році угоди між США та Японією (US-Japan accord) щодо лібералізації

японських фінансових ринків. Серед ключових аспектів цієї угоди варто виділити наступні:

- Лібералізація міжнародного банківського бізнесу в Японії. Було прийнято рішення про запровадження заходів для інтернаціоналізації єни та розширення ринків Євро-єни, що, згідно з очікуваннями США, мало б сприяти зміцненню національної валюти. Ці заходи мали на меті зменшити обмеження і відкрити японські фінансові ринки для міжнародних операцій. Для досягнення цієї мети було прийнято рішення про введення Євро-єни у вигляді депозитних сертифікатів у грудні 1984 року (емітентами цих фінансових інструментів були іноземні банки, а також філії японських фінансових установ та закордонні відділення японських банків) та запровадження ринку Євро-єни у вигляді комерційних паперів у листопаді 1987 року (емітентами могли бути тільки нерезиденти) [28, с. 10]. У контексті впливу на фондовий ринок, процес лібералізації сприяв зміцненню єни в на міжнародному валютному ринку, що значно підвищило інвестиційну привабливість японських фінансових інструментів для міжнародних інвесторів.
- Лібералізація емісії облігацій Євро-єни. Спочатку японські фінансові органи були стурбовані тим, що дозвіл на випуск облігацій Євро-єни місцевими резидентами без забезпечення міг підірвати принцип застави, що застосовувався на внутрішньому ринку. Незважаючи на це, у квітні 1984 року Міністерство фінансів скасувало заборону на випуск таких фінансових інструментів. Однак справжнє відродження ринку облігацій Євро-єни, випущених японськими резидентами, почалося лише у квітні 1985 року, після скасування податку на утримання з доходів нерезидентів від відсотків за облігаціями Євро-єни [28, с. 11-12]. Лібералізація ринку сприяла збільшенню різноманітності фінансових інструментів та надала японським корпораціям більше можливостей для залучення капіталу. Ця лібералізація також відкрила двері для іноземних інвесторів і уповноважених, зміцнюючи глобальні

зв'язки та забезпечуючи більшу інтеграцію японського ринку цінних паперів у світову фінансову систему.

- Розширення доступу іноземних фінансових інституцій до японського фінансового ринку. Одним із важливих кроків лібералізації японських фінансових ринків став дозвіл іноземним банкам займатися довірчим бізнесом (trust business) у Японії та операціями з урядовими цінними паперами. Окрім цього, розпочалось вивчення можливостей розширення Токійської фондової біржі для іноземних компаній. У червні 1985 року Міністерство фінансів Японії оголосило, що іноземним банкам буде надано дозвіл на створення дочірніх довірчих банківських компаній у Японії. Таким чином, представництво у Японії було надано таким всесвітньо відомим банкам, як UBS, Credit Suisse, Barclays Bank та інші. Ширший список наведено у Додатку Б. Крім цього, унаслідок розширення членства на Токійській фондовій біржі, кількість компаній-членів була збільшена з 83 до 93 у лютому 1986 року (серед яких нових 6 членів – іноземні компанії). У травні 1988 року кількість членів знову збільшилася, цього разу до 115 (серед яких нових 16 членів – іноземні компанії). Такі заходи з лібералізації сприяли не тільки розширенню доступу іноземних фінансових установ до японського ринку, але й змінили саму структуру ключових інвесторів. Збільшення кількості іноземних учасників на ринку підвищило конкуренцію, розширило діапазон доступних фінансових інструментів та сприяло більшій інтеграції Японії у світову фінансову систему [28, с. 22-24].

Отже, як можна побачити з Рис. 2.5, активний розвиток фондового ринку Японії припадає саме на період проведення заходів з лібералізації її фінансового ринку. Проте, слід зазначити, що покрокові дії уряду, які беруть початок ще із моменту завершення Другої світової війни, створили усі необхідні умови для того, щоб така лібералізація пройшла максимально ефективно.

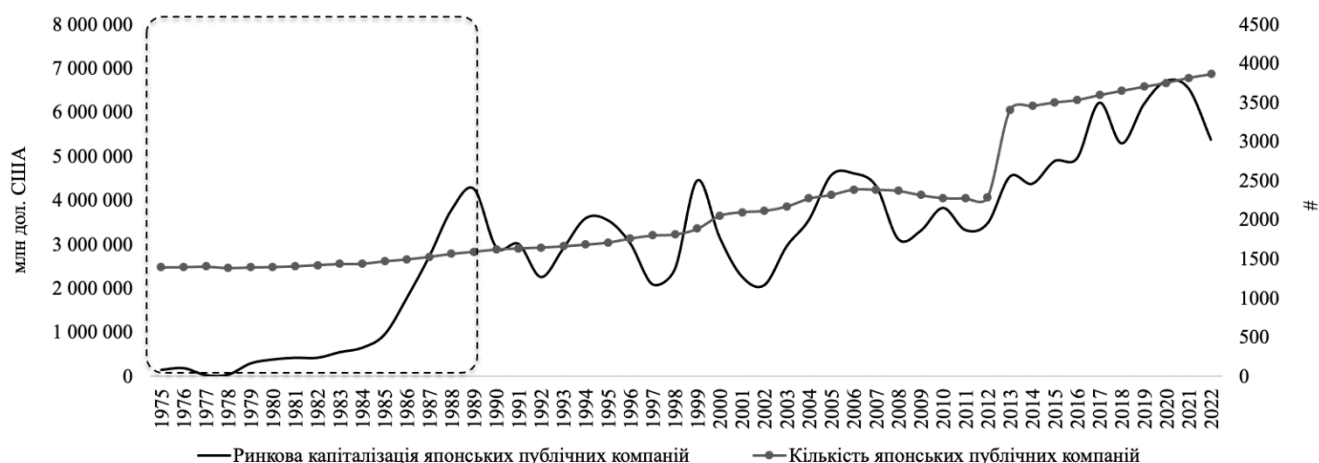


Рисунок 2.5 – Динаміка показників фондового ринку Японії, 1975-2022

Джерело: складено автором на основі [29]

Реформи уряду, спрямовані на стимулювання внутрішньої ділової активності у ключових для країни галузях, створення конкурентного середовища для вітчизняних виробників та фінансова підтримка важливих галузей створили передумови для інтеграції вже на той момент потужної японської економіки у глобальну фінансову систему, що у результаті зробило її одним із провідних фінансових центрів світу.

2.3 Рекомендації щодо покращення стану фондового ринку України, беручи до уваги досвід Японії

Зважаючи на свою малу капіталізацію, низький рівень диверсифікації фінансових інструментів, які використовуються інвесторами, а також незначну частку фізичних та юридичних осіб серед учасників національного ринку цінних паперів, можна зробити висновок, що фондовий ринок України значно програє провідним європейським ринкам і потребує модернізації та реформування.

Із вищезгаданого аналізу обсягу біржових контрактів за видом фінансового інструменту було видно, що у 2023 році 95% біржових контрактів склали операції з ОВДП. Така структура фінансових інструментів значно відрізняється від провідних європейських бірж.

З Рис. 2.6 видно, що в наближеній до української економіки Польщі структура торгів у розрізі фінансових інструментів значно відрізняється від тої, яка наявна в Україні. Найбільшу частку торгів складають деривативи, а саме ф'ючерсні контракти, а також акції публічних компаній. Облігації складають лише незначну частку серед загально обсягу біржових торгів.

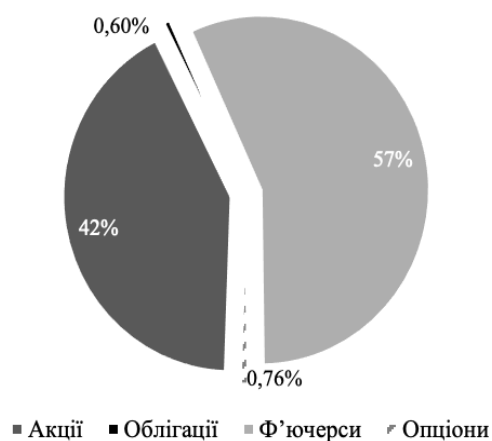


Рисунок 2.6 – Структура торгів на Варшавській фондовій біржі у 2023 році в розрізі фінансових інструментів

Джерело: складено автором на основі [30]

Таким чином, Україні необхідно робити кроки для популяризації інших фінансових інструментів, окрім ОВДП, та диверсифікації доступних фінансових інструментів на вітчизняному фондовому ринку. Шляхом до цього може стати впровадження абсолютно нових фінансових інструментів, основною метою яких буде підвищення інвестиційної привабливості підприємств, визначених як критично важливих для повоєнної відбудови України. Для цього варто пригадати досвід Японії після Другої світової війни. Перед тим, як відкрити свої фінансові ринки для іноземних інвесторів у 1984 році, уряд країни докладав зусиль для збереження та захисту ключових вітчизняних галузей промисловості, а також розвитку внутрішньодержавної конкуренції серед вітчизняних виробників.

Повертаючись до українських реалій, як і до повномасштабного вторгнення, так і під час нього, досить стрімко на українському ринку розвиваються такі галузі,

як інформаційні технології та венчурне інвестування. Так, щодо галузі ІТ, у 2023 році частка ІТ-послуг становила приблизно 40% від експорту всіх українських послуг. Хоча частка у 2023 році скоротилася порівняно із 2022 роком (~ 45%), вона все ще вища за частку в довоєнному 2021 році (~ 37%) [31]. За 2023 рік українська ІТ-галузь забезпечила надходження до бюджету на суму 20.8 млрд грн, що на 17,4% більше, ніж у 2022 році [32].

Щодо галузі венчурного інвестування, тут варто сконцентруватися на більш вузькій галузі, а саме сфері оборонних стартапів. 26 квітня 2023 року було ініційовано кластер підтримки Brave1. Станом на 20 жовтня 2023 року, проектом було фінансовано 68 проектів на загальну суму в 1.22 млн грн. Станом на грудень 2023 року кількість зареєстрованих розробок на проекті Brave1 зросла до 820, з яких 446 пройшли військову експертизу, 390 отримали статус BRV1, і приблизно 80 проектів отримали грантів на суму близько 1,5 млн грн. Величина грантів, які надаються, коливається між 5,000 дол. США та 25,000 дол. США [33].

Таким чином, уряду країни слід продовжувати тримати фокус на розвитку стрімко зростаючих галузей вже сьогодні, щоб у довгостроковій перспективі мати підґрунтя для залучення цими галузями необхідного капіталу для післявоєнного економічного розвитку України. Одним із варіантів, як цього досягти, може стати запровадження “стартап-акцій”. Такі інструменти можуть стати механізмом для залучення венчурного капіталу, дозволяючи молодим технологічним компаніям залучати інвестиції через фондовий ринок. Стартап-акції можуть бути привабливим інструментом для інвесторів, які шукають високо ризикові, але потенційно високодохідні інвестиції. Окрім цього, зважаючи на те, що через свою природу акції молодих компаній матимуть відносно низьку ринкову вартість, порівняно із акціями зрілих компаній, вони можуть слугувати як інструмент, який поживить культуру інвестування в Україні, залучаючи вітчизняних прогресивних інвесторів. Це може слугувати тригером для поживлення національного класичного ринку акцій, який на даний момент є практично відсутнім в Україні.

Одним із ключових факторів зростання фондового ринку Японії у повоєнному періоді стало її відкриття до зовнішніх ринків та активна інтеграція у

світову економіку. Цей досвід може стати цінним уроком для України на шляху до структурної перебудови її фондового ринку.

Першим кроком такої перебудови має стати створення надійної та прозорої законодавчої та регуляторної бази. Це потребуватиме реформування існуючих законодавчих рамок з метою забезпечення прозорості та відповідності міжнародним стандартам. Наприклад, підписання Багатостороннього меморандуму про взаєморозуміння щодо консультивання та співробітництва та обміну інформацією (IOSCO ММoU) дозволить Україні налагодити співпрацю з міжнародними регуляторами, обмінюватися інформацією та досвідом, а також вивчати кращі практики в сфері регулювання фондового ринку. Це сприятиме створенню більш прозорого та ефективного регуляторного середовища, яке може залучати іноземні інвестиції, тим самим підвищуючи інвестиційну привабливість українських компаній.

Важливо також покращити систему гарантій для іноземних інвесторів, щоб створити фундамент для залучення зовнішнього капіталу. Наприклад, у Японії існує ряд гарантій для іноземних інвесторів, які забезпечують захист їхніх інвестицій. До них належать низка чітко визначених законодавчих та регуляторних рамок, серед яких механізми відшкодування та страхування інвестицій.

Окрім законодавчих аспектів, над покращенням системи гарантій для іноземних інвесторів мають працювати і самі ж представники українського бізнес-середовища. Наприклад, у 2023 році промисловий парк М10 у Львові, розвитком якого займається компанія “Dragon Capital”, отримав гарантії від Міжнародного агентства з гарантування інвестицій (MIGA), яке є частиною групи Світового банку. Цей проект у Львові є значущим, оскільки він представляє один з перших випадків страхування від воєнних ризиків в Україні.

Цільовим призначенням цього страхування на суму приблизно 9.1 млн дол. США було покриття воєнних ризиків на період 10 років. Ця ініціатива спрямована на стимулювання створення нової промислової та логістичної інфраструктури, з метою сприяння економічному розвитку регіону, особливо під час воєнного стану та у період повоєнної відбудови країни.

Сам же “Dragon Capital” розглядає це страхування як позитивний сигнал для потенційних інвесторів, які цікавляться можливостями для інвестування в Україні, особливо в умовах нинішніх викликів. Окрім того, ця гарантія страхування ймовірно сприятиме заохоченню подальших прямих іноземних інвестицій в Україну, демонструючи дієвий спосіб для бізнесу зменшити ризики, пов'язані з російською збройною агресією [34].

Таким чином, беручи до уваги досвід Японії після Другої світової війни, можна зробити висновок, що для того, аби використати національний фондовий ринок як інструмент післявоєнної відбудови країни, необхідно вже сьогодні, під час дії воєнного стану, докладати зусиль для його структурної перебудови. Зважаючи на те, що з самого початку свого існування український ринок цінних паперів не виконував свою ключову функцію і слугував лише інструментом для формального перетворення власності, можна стверджувати, що легшим шляхом для українського уряду буде не точкове реформування наявної законодавчої бази та інфраструктури, а комплексний підхід із фокусом на створенням привабливого середовища для розвитку національних компаній. Як і у Японії після Другої світової війни, українському уряду першочергово необхідно сфокусуватися на підтримці перспективних для національної економіки галузей, що у свою чергу стимулюватиме внутрішню конкуренцію та знижуватиме ризик передислокації провідних компаній в інші країни. Побудувавши надійне підґрунтя та необхідні умови для ефективного функціонування фондового ринку, у якому будуть зацікавлені у першу чергу самі представники вітчизняних бізнесів, необхідним буде розвивати шляхи для інтеграції вітчизняного фондового ринку в ринки ЄС та світу.

РОЗДІЛ 3

ПОБУДОВА ТА ВИКОРИСТАННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ БАГАТОФАКТОРНОЇ РЕГРЕСІЙНОЇ МОДЕЛІ ДЛЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ВПЛИВУ ФОНДОВОГО РИНКУ НА ПОВОЄННИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК

3.1 Опис даних та виклад основних гіпотез для дослідження взаємозв'язку між показниками фондового ринку Японії та ВВП країни

Повоєнна трансформація японської економіки, яка за короткий час здобула світове визнання, є унікальним прикладом стрімкого економічного розвитку. Важливу роль у цьому процесі відігравав фондовий ринок, який функціонував не лише як платформа для торгівлі цінними паперами, але й як барометр економічної стабільності та зростання.

Вплив фондового ринку на японську економіку повоєнного періоду можна охарактеризувати наступними ключовими моментами:

- Надання доступу до капіталу. Фондовий ринок слугував джерелом фінансування для компаній, стимулюючи їх розширення та впровадження інновацій. Це сприяло загальному економічному зростанню та створенню нових робочих місць.
- Індикатор економічної стабільності. Котирування акцій на фондовому ринку відображали очікування інвесторів щодо майбутніх економічних перспектив. Це робило фондовий ринок цінним інструментом для оцінки загального стану економіки та прийняття інвестиційних рішень.
- Стимулювання заощаджень. Розвиток фондового ринку заохочував населення до заощаджень та інвестування, що сприяло мобілізації вільних коштів та їх спрямуванню в продуктивні галузі економіки.
- Підвищення ефективності ресурсів. Завдяки фондовому ринку відбувся перерозподіл капіталу від неефективних до більш продуктивних компаній,

що сприяло загальному зростанню продуктивності та ефективності економіки.

Таким чином, використання багатофакторного регресійного аналізу надає необхідний інструментарій для кількісного аналізу та підтвердження теоретичних концепцій, закладених у класичних економічних теоріях, на прикладі японської економіки.

Серед змінних, які використовуватимуться для побудови багатофакторної регресійної моделі, використано наступні історичні показники для Японії протягом періоду 1975-2022 років:

1. GPD (ВВП) - макроекономічний показник, який відображає ринкову вартість усіх кінцевих товарів та послуг, вироблених на території Японії протягом року. Він є одним з найважливіших показників економічного розвитку, адже дає змогу оцінити загальний стан економіки, порівняти економіки різних країн, прогнозувати майбутнє економіки країни, а також його дослідження допомагає у розробці економічної політики.
2. Gross capital formation (валове нагромадження капіталу) – показник, який визначається як сума витрат на нагромадження основного капіталу в економіці Японії, а також чисті зміни в рівні запасів матеріальних оборотних коштів. Основні фонди включають землю, будівлі та їх елементи, заводи, машин та обладнання, а також дороги, залізниці та інші об'єкти інфраструктури, включаючи школи, офіси, лікарні, приватні житлові будинки, комерційні та виробничі будівлі [35]. Це ще один важливий показник для дослідження рівня економічного зростання в Японії, оскільки його високий рівень сьогодні означає, що в майбутньому країна матиме більшу виробничу базу. До того ж, це дозволяє їй виробляти більше товарів і послуг, що сприяє підвищенню рівня виробництва і, як наслідок, економічного зростання.
3. Labor force (робоча сила) – показник, який зазначає кількість у Японії осіб у віці 15 років і старше, які протягом певного періоду пропонують свою робочу

силу для виробництва товарів і послуг. Показник включає людей, які в даний час працюють, людей, які є безробітними, але шукають роботу, і людей, які шукають роботу вперше [35]. Кількість робочої сили є важливим показником економічного зростання, оскільки він впливає на пропозицію праці, споживчий попит, державні доходи та людський капітал.

4. Stocks traded, total value (current US\$) (вартість акцій в обігу) – це показник, який дорівнює загальній кількості акцій, що перебувають в обігу, як вітчизняних, так і іноземних, помноженій на їх відповідні ціни. Дані є вартісними показниками на кінець року, перерахованими в долари США за відповідним обмінним курсом на кінець року [35]. Зростання даного показника може свідчити про те, що інвестори оптимістично налаштовані щодо розвитку економіки країни, і це може спричинити притік інвестицій в країну.

Серед контрольних змінних до регресійного рівняння будуть включені такі змінні, як:

5. Historical TOPIX index value (історичне значення індексу TOPIX) – це один з ключових фондових індексів на японському фондовому ринку, який показує міру поточної ринкової капіталізації, припускаючи, що ринкова капіталізація на базову дату (4 січня 1968 року) становить 100 пунктів. TOPIX – це індекс, скоригований на ринкову капіталізацію акцій, які до нього входять, зважений на акції, що перебувають у вільному обігу. Це показник загальної тенденції на японському фондовому ринку, який використовується як орієнтир для інвестицій в японські акції [36].
6. Industrial production index (індекс промислового виробництва) - це економічний показник, який використовується для відстеження динаміки розвитку промислового сектору країни. Він відображає зміни в обсязі продукції, що випускається підприємствами обробної промисловості, гірничодобувної промисловості та комунального сектору (енергетика та водопостачання) за певний період часу [37]. Індекс використовується

урядами, центральними банками, інвесторами та аналітиками для оцінки стану економіки та прогнозування її майбутнього розвитку.

7. Foreign direct investment, net inflows (прямі іноземні інвестиції) – це показник, який вимірює розмір прямих інвестицій акціонерного капіталу в економіку Японії. Це включає акціонерний капітал, реінвестиції прибутків та інші форми капіталу. Прямі інвестиції - це категорія інвестицій, пов'язана з тим, що резидент однієї країни контролює або має значний ступінь впливу на управління підприємством, яке є резидентом іншої країни. Дані зазначено в поточних доларах США [35]. Прямі іноземні інвестиції вносять додатковий капітал в економіку країни, що може використовуватися для фінансування нових проектів, розширення існуючих підприємств та покращення інфраструктури.

Отже, за такого набору змінних було сформовано наступну ключову гіпотезу для дослідження: припускається, що між загальною вартістю акцій в обігу в Японії та між ВВП Японії існує позитивний зв'язок.

З Рис. 3.1 можна побачити, що динаміка обох показників є достатньо схожою на більшості часових проміжків з 1975 по 2022 рік. ВВП Японії зростає з 1970 року з певними коливаннями. Є видимі піки та спади, що відповідають рецесіям та економічним бумам. Вартість акцій в обігу зростала значно швидше від початку 1980-х до початку 1990-х років, що відображає бульбашку на ринку нерухомості та акцій в Японії, яка луснула на початку 1990-х. З рисунку також видно, що є певний зв'язок між ВВП та вартістю акцій в обігу, особливо з того часу, як обидва показники показали загальний тренд на зростання, проте є періоди, де ринок акцій володіє більшою волатильністю. Під час світових економічних криз, таких як Азійська фінансова криза в кінці 90-х років і глобальна фінансова криза 2008 року, видно різкі спади у вартості проданих акцій. У цей час, ВВП також зазнавав спаду, але не такого різкого, як ринок акцій. Схожість історичної динаміки для обох серій на графіку може вказувати на існування певного взаємозв'язку між вартістю акцій в обігу та економічним розвитком Японії.



Рисунок 3.1 – Динаміка ВВП Японії та загальної вартості акцій в обігу в Японії, 1970-2022

Джерело: складено автором на основі [29]

Дані висновки також може підтвердити низка економічних теорій, наприклад модель економічного зростання Солоу-Свона (Solow-Swan growth model), яка пояснює економічний ріст через кілька основних змінних: накопичення капіталу, робочу силу та технологічний прогрес. За цією моделлю, довгострокове економічне зростання є результатом не лише збільшення капіталу та робочої сили, але й зростання продуктивності завдяки технологічним інноваціям. Загальна вартість акцій в обігу може слугувати як індикатор загального обсягу капіталу, доступного компаніям для інвестицій. Високий рівень цього показника може свідчити, що компанії мають більше ресурсів для інвестицій у виробничі активи, дослідження і розробки та інші капітальні витрати, що може підтримувати економічне зростання.

Включення до регресійного рівняння показників валового нагромадження капіталу та робочої сили пояснюється класичною моделлю Кобба-Дугласа. Це математична модель, яка використовується для опису зв'язку між обсягом

виробництва (ВВП) та двома або більше факторами виробництва, такими як праця та капітал. Класична функція набуває наступного вигляду:

$$Q = A * L^{\alpha} * K^{\beta}, \quad (3.1)$$

де Q – обсяг виробництва,

A – технологічний параметр, що відображає продуктивність технологій,

L – обсяг праці,

K – обсяг капіталу,

α та β - показники еластичності, які показують відсоткову зміну обсягу виробництва (ВВП) у відповідь на 1% зміну відповідного фактора виробництва, при фіксованому значенні іншого фактора.

Для побудови багатофакторної регресійної моделі пропонується розглядати загальну вартість акцій в обігу як третій фактор у класичній функції Кобба-Дугласа. Традиційно капіталом у моделі Кобба-Дугласа вважається фізичний капітал, такий як обладнання, будівлі, машини та інші необоротні фізичні активи. Однак фінансовий капітал, який може бути представлений загальною вартістю акцій в обігу, також є важливим ресурсом, що впливає на здатність компанії інвестувати та розширюватися. Включення цього показника може допомогти краще оцінити вплив фінансових ресурсів на результати діяльності національних компаній. Крім того, вартість акцій відображає погляд ринку на перспективи компанії і тому може слугувати індикатором майбутнього економічного зростання. Цей фактор забезпечує зв'язок між фінансовим станом компаній та її виробничою діяльністю, що може бути корисним при прогнозуванні змін у виробництві. Додавання вартості акцій в обігу як змінної дозволяє проаналізувати, як зміни на фінансових ринках (наприклад, зростання або падіння цін на акції) впливають на виробничі показники. Це може бути особливо корисно в періоди фінансової нестабільності або бумів на фондовому ринку.

Детальний опис специфікації моделі, результати регресійного аналізу та їх інтерпретація представлені у п. 3.2.

3.2 Побудова багатофакторної регресійної моделі та опис її результатів

Як було зазначено у п. 3.1, за основу багатофакторної регресійної моделі, яка досліджуватиме взаємозв'язок між показниками фондового ринку Японії та ВВП Японії, буде використано класичну функцію Кобба-Дугласа із розширенням поняття капіталу із лише фізичного до сукупності фізичного і фінансового. Таким чином, модифікована функція Кобба-Дугласа набуде наступного вигляду:

$$Q = A * L^{\alpha} * K^{\beta} * V^{\gamma}, \quad (3.2)$$

де Q – обсяг виробництва,

A – технологічний параметр, що відображає продуктивність технологій,

L – обсяг праці,

K – обсяг фізичного капіталу,

V – обсяг фінансового капіталу

α , β , γ - показники еластичності, які показують відсоткову зміну обсягу виробництва (ВВП) у відповідь на 1% зміну відповідного фактора виробництва, при фіксованому значенні іншого фактора.

Для простішої інтерпретації результатів регресійного аналізу пропонується логарифмувати ліву і праву частини Рівняння 3.2. Таким чином, логарифмоване рівняння набуде наступного вигляду:

$$\ln(Q) = \ln(A) + \alpha * \ln(L) + \beta * \ln(K) + \gamma * \ln(V) \quad (3.3)$$

Підставивши у Рівняння 3.3 замість відповідних факторів виробництва наявні незалежні змінні, описані у п. 3.1, отримано наступну функцію:

$$\ln(gdp) = c(1) + c(2) * \ln(lf) + c(3) * \ln(gcf) + c(4) * \ln(vol), \quad (3.4)$$

де $\ln(gdp)$ – логарифм розміру ВВП Японії,

$\ln(lf)$ – логарифм розміру робочої сили Японії,

$\ln(gcf)$ – логарифм розміру валового нагромадження капіталу у Японії,

$\ln(vol)$ – логарифм загальної вартості акцій в обігу в Японії,

$c(1)$ – технологічний параметр, що відображає продуктивність технологій,

$c(2), c(3), \dots, c(n)$ - показники еластичності, які показують відсоткову зміну обсягу виробництва (ВВП) у відповідь на 1% зміну відповідного фактора виробництва, при фіксованому значенні іншого фактора.

Також, з метою розширення моделі та більш глибокого дослідження впливу ключового визначеного показника активності на японському фондовому ринку – загальної вартості акцій в обігу, до рівняння пропонується включити низку контрольних змінних, таких як:

- $topix_s$ – історичне значення фондового індексу TOPIX,
- ip_s – значення індексу промислового виробництва для Японії,
- fdi_s – значення прямих іноземних інвестицій у економіку Японії.

Перед включенням вищезазначених контрольних змінних у модель, вони були стандартизовані за z-правилом.

Кінцеве рівняння набуває наступного вигляду:

$$\ln(gdp) = c(1) + c(2) * \ln(lf) + c(3) * \ln(gcf) + c(4) * \ln(vol) + c(5) * topix_s + c(6) * ip_s + c(7) * fdi_s \quad (3.5)$$

Для оцінки коефіцієнтів моделі було використано статистичний пакет EViews. Багатофакторну регресійну модель побудовано методом найменших квадратів.

Після завантаження даних у пакет та вибору часового проміжку з 1975 по 2022 роки, було отримано наступні результати (Рис. 3.2):

$$\text{LNGDP} = C(1) + C(2) * \text{LNLF} + C(3) * \text{LNGCF} + C(4) * \text{LNVOL} + C(5) * \text{TOPIX_S} \\ + C(6) * \text{IP_S} + C(7) * \text{FDI_S}$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-6.235974	0.908288	-6.865632	0.0000
C(2)	1.620138	0.353247	4.586415	0.0001
C(3)	0.881507	0.042566	20.70895	0.0000
C(4)	0.142162	0.009769	14.55282	0.0000
C(5)	-0.074844	0.007844	-9.542066	0.0000
C(6)	-0.049587	0.010927	-4.537874	0.0001
C(7)	-0.028459	0.009821	-2.897668	0.0064
R-squared	0.995275	Mean dependent var	28.95379	
Adjusted R-squared	0.994488	S.D. dependent var	0.493165	
S.E. of regression	0.036614	Akaike info criterion	-3.628869	
Sum squared resid	0.048261	Schwarz criterion	-3.342162	
Log likelihood	85.02068	Hannan-Quinn criter.	-3.523140	
F-statistic	1263.953	Durbin-Watson stat	1.966805	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Рисунок 3.2 – Результати регресійного аналізу для дослідження факторів впливу на ВВП Японії

Джерело: дослідження автора

Результати регресії (Рис. 3.2) вказують на наступне:

- Значення P-value для коефіцієнтів $c(1)$, $c(2)$, ..., $c(7)$ менші за критично допустиме значення 0.05, що вказує на їх статистичну значущість у зазначеній моделі на рівні значущості 95%.
- Значення ймовірності помилки при відхиленні нульової гіпотези для критерію Фішера нижче за критично допустиме значення 0.05, що вказує на те, що згенерована модель є статистично значущою.
- Коефіцієнт детермінації R-squared становить ~ 0.9953, що свідчить про те, що згенерована модель на ~99.53% пояснюється вибраними незалежними змінними. Зважений коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared становить 0.9945, або 99.45%, що також свідчить про хорошу пояснювальну здатність моделі.
- Коефіцієнт Дарбіна-Ватсона (Durbin-Watson stat) наближений до 2-ох, що свідчить про потенційну відсутність автокореляції 1-ого порядку і, відповідно, автокореляції вищих порядків. Перевірка наявності автокореляції за допомогою LM-тесту буде проведена у п. 3.3.

На Рис. 3.3 зображено графічну інтерпретацію результатів моделі. З рисунка видно, що побудоване регресійне рівняння практично повністю «накладається» на реальні історичні дані, що також вказує на хорошу пояснювальну здатність моделі.

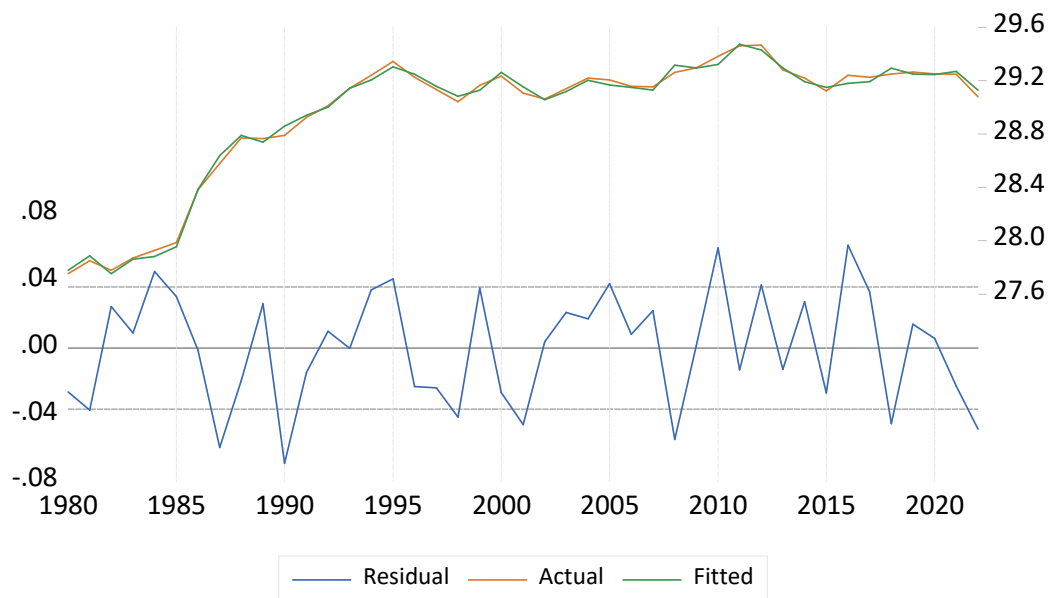


Рисунок 3.3 – Пояснювальна здатність моделі

Джерело: дослідження автора

Високе значення $R\text{-squared} \sim 0.9953$ може вказувати на наявність unit root у моделі часових рядів. Це несе за собою ризик нестационарності часового ряду, що спотворює результати статистичних тестів, призводить до наявності хибної кореляції (spurious correlation) та погіршує прогностичні властивості моделі.

Для перевірки наявності unit root у побудованій моделі використано Augmented Dickey-Fuller test для досліджуваної залежної змінної. Результати тесту наведені на Рис. 3.4. На їх основі можна зробити наступні висновки щодо стаціонарності змінних: значення p-value становить 0.0026, що менше за критично допустиме значення 0.05 при рівні значущості 95%. Це свідчить про те, що існують підстави відкинути нульову гіпотезу тесту про наявність unit root для заданої змінної. Отже, дані можна вважати стаціонарними.

Null Hypothesis: LNGDP has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.057655	0.0026
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LNGDP)
 Method: Least Squares
 Date: 05/12/24 Time: 18:19
 Sample (adjusted): 1976 2022
 Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNGDP(-1)	-0.086587	0.021339	-4.057655	0.0002
C	2.536351	0.614355	4.128480	0.0002

Рисунок 3.4 – Результати Augmented Dickey-Fuller test

Джерело: дослідження автора

Отже, з проведеного аналізу можна зробити висновок, що побудована модель є якісною і характеризується високою пояснювальною здатністю. Щодо інтерпретації коефіцієнтів біля незалежних змінних, можна зробити такі висновки:

1. $s(2)$ ($\ln l_f$ - розмір робочої сили в Японії): коефіцієнт 1.620138 означає, що 1% збільшення розміру робочої сили пов'язано зі збільшенням ВВП на приблизно 1.62%.
2. $s(3)$ ($\ln g_{cf}$ – розмір валового нагромадження капіталу в Японії): коефіцієнт 0.881507 вказує на те, що збільшення валового нагромадження капіталу на 1% пов'язане зі збільшенням ВВП на 0.88%.
3. $s(4)$ ($\ln v_{ol}$ - загальна вартість акцій в обігу в Японії): коефіцієнт 0.142162 свідчить про те, що 1% збільшення загальної вартості акцій в обігу пов'язане зі зростанням ВВП на 0.14%.
4. $s(5)$ ($topix_s$ - історичне значення фондового індексу TOPIX): коефіцієнт - 0.074844 вказує, що збільшення індексу TOPIX на одне стандартне відхилення призводить до зменшення ВВП на 0.07 одиниць.

5. $c(6)$ (ip_s - значення індексу промислового виробництва для Японії): коефіцієнт -0.049587 означає, що збільшення індексу промислового виробництва на одне стандартне відхилення призводить до зменшення ВВП на 0.05 одиниць.
6. $c(7)$ (fdi_s - значення прямих іноземних інвестицій у економіку Японії): коефіцієнт -0.028459 свідчить, що збільшення прямих іноземних інвестицій на одне стандартне відхилення призводить до зменшення ВВП на 0.03 одиниць.

Значення та інтерпретація коефіцієнтів поряд із контрольними змінними потребує подальшого аналізу, проте потенційним поясненням негативних взаємозв'язків між даними контрольними змінними та ВВП Японії можна наступним чином:

- Індекс TOPIX. Негативний коефіцієнт може вказувати на те, що коли ринок акцій високо оцінений, економіка може бути перегріта або інвестиції можуть бути перенаправлені з виробництва в фінансові активи, що не завжди ефективно відображає реальну економічну активність. До того ж, будь-які фондові індекси є відображенням очікувань інвесторів щодо майбутньої поведінки компанії / індустрії / економіки, тощо. Це призводить до високої волатильності даного показника, набагато більш чутливого до очікувань інвесторів, ніж ВВП.
- Індекс промислового виробництва. Негативний взаємозв'язок цього показника із ВВП Японії може вказувати на те, що у повоєнному періоді ключовими галузями для Японії стали важка та хімічна промисловість, тоді як для оцінки індексу промислового виробництва беруться до уваги також показники таких галузей, як гірничодобувна та галузь комунальних послуг.
- Прямі іноземні інвестиції. Хоча даний показник загалом вважається позитивним фактором для економічного зростання, негативний зв'язок може бути поясненим тим, що великі обсяги прямих іноземних інвестицій можуть

призвести до знецінення національної валюти, що робить експорт товарів з країни дорожчим та може негативно вплинути на економічне зростання.

Щодо визначеної ключової незалежної змінної у дослідженні, можна побачити, що запропонована гіпотеза про прямий позитивний зв'язок між загальною вартістю акцій в обігу та ВВП Японії справджується. Справді, із моделі видно, що 1% збільшення загальної вартості акцій в обігу призводить до зростання ВВП на 0.14%.

3.3 Дослідження моделі на адекватність

З метою подальшого використання запропонованої моделі, або ж її удосконалення, необхідно провести серію тестів, які вказуватимуть, чи є побудована модель та її результати адекватними. До таких тестів належать:

- Перевірка на наявність автокореляції;
- Перевірка на наявність проблеми гетероскедастичності;
- Перевірка на наявність проблеми мультиколінеарності;
- Перевірка на нормальність розподілу залишків.

Для перевірки моделі на наявність автокореляції залишків використовується LM-тест (Рис. 3.5).

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 4 lags

F-statistic	0.278419	Prob. F(4,32)	0.8898
Obs*R-squared	1.446174	Prob. Chi-Square(4)	0.8361

Рисунок 3.5 – Результати LM-тесту

Джерело: дослідження автора

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID
 Method: Least Squares
 Date: 04/22/24 Time: 00:00
 Sample: 1980 2022
 Included observations: 43
 Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.090857	0.955124	0.095125	0.9248
C(2)	-0.063592	0.374687	-0.169722	0.8663
C(3)	0.001749	0.045158	0.038734	0.9693
C(4)	0.004482	0.011503	0.389631	0.6994
C(5)	-0.000898	0.008334	-0.107803	0.9148
C(6)	-0.000173	0.011579	-0.014972	0.9881
C(7)	0.000588	0.010497	0.055982	0.9557
RESID(-1)	-0.049287	0.195263	-0.252415	0.8023
RESID(-2)	-0.175395	0.190796	-0.919277	0.3648
RESID(-3)	-0.056440	0.192010	-0.293940	0.7707
RESID(-4)	-0.133861	0.201042	-0.665838	0.5103
R-squared	0.033632	Mean dependent var	3.28E-16	
Adjusted R-squared	-0.268358	S.D. dependent var	0.033898	
S.E. of regression	0.038176	Akaike info criterion	-3.477033	
Sum squared resid	0.046638	Schwarz criterion	-3.026493	
Log likelihood	85.75621	Hannan-Quinn criter.	-3.310888	
F-statistic	0.111368	Durbin-Watson stat	1.963036	
Prob(F-statistic)	0.999563			

Рисунок 3.5, аркуш 49

Джерело: дослідження автора

Значення Prob. F(4,32) та Chi-Square (4) більші за критично допустиме значення 0.05, і вказують на те, що немає підстав відхилити нульову гіпотезу тесту про відсутність автокореляції 1-ого порядку, що свідчить про відсутність автокореляції вищих порядків.

Справді, значення P-value для змінних RESID(-1), RESID(-2), RESID(-3) та RESID(-4) більші критичного значення 0.05, отже немає підстав відхилити нульову гіпотезу про те, що коефіцієнти між залишками нульові.

Для перевірки моделі на відсутність гетероскедастичності залишків використано тест Вайта. Нульова гіпотеза тесту – залишки гомоскедастичні, тобто зміна значень незалежної змінної не впливає на варіацію залишків. Значення Prob. F(26,16) та Prob. Chi-Square(26) більші за критично допустиме значення 0.05 (Рис. 3.6), отже немає підстав відхилити нульову гіпотезу про гомоскедастичність залишків.

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.448528	Prob. F(26,16)	0.9665
Obs*R-squared	18.12808	Prob. Chi-Square(26)	0.8711
Scaled explained SS	6.880687	Prob. Chi-Square(26)	0.9999

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 04/22/24 Time: 00:06
Sample: 1980 2022
Included observations: 43
Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18.78302	15.18265	1.237137	0.2339
(LNLF)^2	0.953909	1.096883	0.869654	0.3973
(LNLF)*(LNGCF)	0.139251	0.264972	0.525530	0.6064
(LNLF)*(LNVOL)	-0.055811	0.055370	-1.007965	0.3285
(LNLF)*(TOPIX_S)	0.032802	0.038819	0.845000	0.4106
(LNLF)*(IP_S)	-0.099545	0.080754	-1.232689	0.2355
(LNLF)*(FDI_S)	-0.011920	0.049431	-0.241148	0.8125
LNLF	-10.29269	7.908702	-1.301439	0.2115
(LNGCF)^2	-0.011802	0.020695	-0.570264	0.5764
(LNGCF)*(LNVOL)	0.002617	0.007171	0.365007	0.7199
(LNGCF)*(TOPIX_S)	-0.004960	0.005847	-0.848190	0.4088
(LNGCF)*(IP_S)	0.008142	0.007655	1.063603	0.3033
(LNGCF)*(FDI_S)	-0.005178	0.006866	-0.754121	0.4617
(LNVOL)^2	-0.000612	0.001190	-0.513839	0.6144
(LNVOL)*(TOPIX_S)	0.000838	0.001795	0.467139	0.6467
(LNVOL)*(IP_S)	0.001168	0.001617	0.722392	0.4805
(LNVOL)*(FDI_S)	0.001196	0.002154	0.555168	0.5865
LNVOL	0.196005	0.217132	0.902701	0.3801
(TOPIX_S)^2	-0.000555	0.000520	-1.066994	0.3018
(TOPIX_S)*(IP_S)	0.000753	0.001178	0.638910	0.5319
(TOPIX_S)*(FDI_S)	-0.001267	0.001810	-0.699945	0.4940
TOPIX_S	-0.023745	0.169197	-0.140338	0.8901
(IP_S)^2	-0.000713	0.000751	-0.949961	0.3563
(IP_S)*(FDI_S)	0.000397	0.001717	0.231512	0.8199
IP_S	0.157896	0.152670	1.034231	0.3164
(FDI_S)^2	4.35E-05	0.000827	0.052535	0.9588
FDI_S	0.160583	0.225768	0.711272	0.4872
R-squared	0.421583	Mean dependent var	0.001122	
Adjusted R-squared	-0.518344	S.D. dependent var	0.001182	
S.E. of regression	0.001456	Akaike info criterion	-9.958659	
Sum squared resid	3.39E-05	Schwarz criterion	-8.852789	
Log likelihood	241.1112	Hannan-Quinn criter.	-9.550848	
F-statistic	0.448528	Durbin-Watson stat	2.417023	
Prob(F-statistic)	0.966538			

Рисунок 3.6 – Результати тесту Вайта

Джерело: дослідження автора

Для дослідження моделі на наявність проблеми мультиколінеарності використано значення Variance Inflation Factors (VIF). VIF вимірює ступінь збільшення варіативності коефіцієнта оцінки через колінеарність у лінійній регресії. Він вказує, наскільки більша варіація оціненого коефіцієнта регресії у порівнянні з тим, що була б, якби змінні були повністю не корельовані між собою.

Прийнято вважати, що мультиколінеарність відсутня, або ж є незначною, якщо значення VIF для коефіцієнтів не перевищує 10. Для побудованої моделі перевищення критично допустимого значення характерне для коефіцієнта $c(2)$, що відповідає змінній рівня робочої сили (Рис. 3.7). Незважаючи на проблему мультиколінеарності, пов'язану з даною змінною, було прийнято рішення залишити модель у поточному вигляді, оскільки робоча сила – важлива складова виробничої функції Кобба-Дугласа, яка лежить в основі даної моделі. До того ж, оскільки модель показує хороші пояснювальні здібності, було вирішено, що користь від збереження змінної переважає потенційні проблеми з мультиколінеарністю.

Variance Inflation Factors
Date: 04/22/24 Time: 00:12
Sample: 1975 2022
Included observations: 43

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C(1)	0.824988	26461.86	NA
C(2)	0.124784	69788.70	11.80628
C(3)	0.001812	44581.83	9.926309
C(4)	9.54E-05	2458.226	3.417190
C(5)	6.15E-05	1.589521	1.523780
C(6)	0.000119	4.256371	4.242315
C(7)	9.65E-05	3.238963	3.222354

Рисунок 3.7 – Значення Variance Inflation Factors (VIF)

Джерело: дослідження автора

Для перевірки розподілу залишків на нормальність використовується тест Харке-Бера (Jarque-Bera Test). Нульова гіпотеза для тесту – залишки розподілені нормально. Провівши тест Харке-Бера, отримано значення p -value 0.4249 (Рис. 3.8). Отже, ймовірність помилки при відхиленні нульової гіпотези є більшою за критично допустиме значення 0.05. Отже, немає підстав відхиляти нульову гіпотезу і вважати, що розподіл залишків не є нормальним.

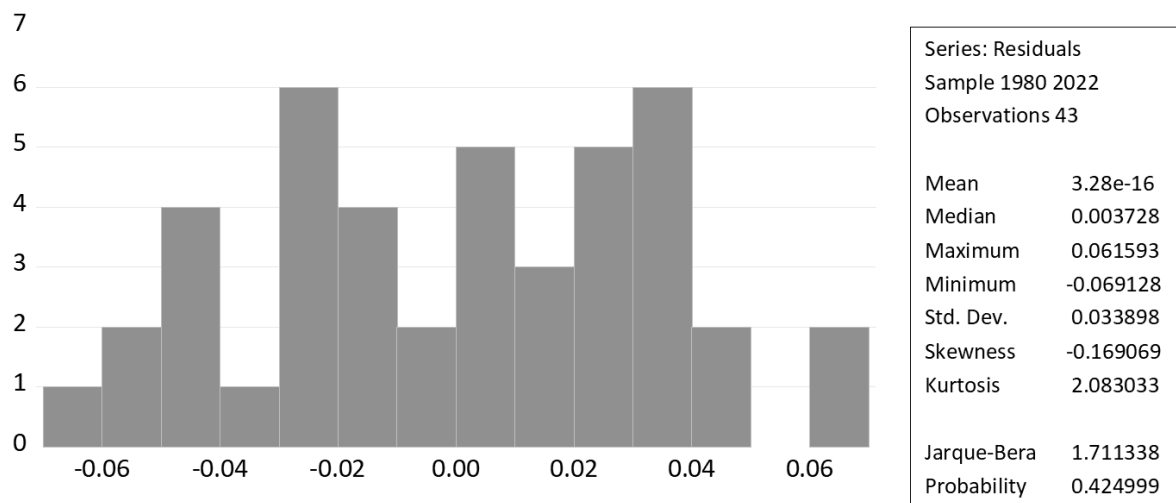


Рисунок 3.8 – Результати тесту Харке-Бера

Джерело: дослідження автора

Таким чином, було проведено основні тести для визначення того, чи пояснювальна здатність моделі є адекватною і підходящою для інтерпретації її результатів. Було визначено, що у моделі відсутня проблема автокореляції та гетероскедастичності, залишки розподілені нормально, а потенційна проблема мультиколінеарності для однієї із змінних не є критичною для виключення даної змінної із моделі. Таким чином, інтерпретація коефіцієнтів, зазначена у пункті 3.2. має сенс і може бути у подальшому використана для формулювання певних висновків щодо впливу визначених незалежних змінних на ВВП країни.

3.4 Застосування результатів моделі для формування пропозицій та прогнозування розвитку економіки України після війни

На основі Рівняння 3.5 та коефіцієнтів моделі, представлених на Рис. 3.2, пропонується дослідити, який потенціал має ВВП України до 2050 року, якщо державні інституції поставлять собі за мету розвивати національний фондовий ринок.

Прогнозування показників фондового ринку України в сучасних умовах є комплексним завданням, адже залежить від багатьох факторів - тривалості воєнних

дій на території України, факту удосконалення українського законодавства з питань регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків, співпраці з країнами-партнерами та великими міжнародними фінансовими інституціями, стимулювання зі сторони влади національних компаній щодо їх виходу на ринок цінних паперів, тощо. Тому, пропонується розглянути позитивний сценарій, за яким в країні існують сприятливі умови для того, аби українські підприємства ставали публічними та залучали капітал на фондовому ринку.

В цілях дослідження припускається, що за таких сприятливих умов 200 найбільших українських компаній стають публічними. Припускається, що станеться це у 2025 році. На Табл. 3.3 представлені 15 найбільших вітчизняних компаній, із 200 вибраних для дослідження, які згенерували найбільше виручки у 2023 році.

Таблиця 3.3 15 найбільших українських компаній у розрізі річного доходу, 2023 рік

Назва компанії	Дохід, млрд грн
ТОВ “АТБ-МАРКЕТ”	181
ТОВ “Д.ТРЕЙДІНГ”	166
НАЕК “ЕНЕРГОАТОМ”	154
НАК “НАФТОГАЗ УКРАЇНИ”	139
“ГАЗОПОСТАЧАЛЬНА КОМПАНІЯ “НАФТОГАЗ ТРЕЙДІНГ”	120
“УКРНАФТА”	95
“УКРГАЗВИДОБУВАННЯ”	94
“УКРАЇНСЬКА ЗАЛІЗНИЦЯ”	93
“СІЛЬПО-ФУД”	85
НЕК “УКРЕНЕРГО”	83
ДП “ГАРАНТОВАНИЙ ПОКУПЕЦЬ”	72
АТ “КЕРНЕЛ – ТРЕЙД”	62
ТОВ “ТЕДІС УКРАЇНА”	62
АТ “БАДМ”	58

Джерело: складено автором на основі [38]

Для того, аби спрогнозувати сценарій виходу 200 українських компаній на фондову біржу, необхідно визначити, якою орієнтовно буде їх ринкова капіталізація в момент лістингу на біржі і в прогнозованому періоді. Для цього пропонується застосувати мультиплікатор ринкової капіталізації до доходу компанії (EV/Sales ratio).

З метою вибору мультиплікатора, за яким оцінюватиметься вартість компаній, пропонується звернутися до близької до України економіки – Польщі, та дослідити аналогічний мультиплікатор для 20 найбільших польських компаній, які входять до фондового індексу WIG20. Розрахунок усередненого мультиплікатора для польських компаній наведено на Табл. 3.4.

Таблиця 3.4 Розрахунок мультиплікатора EV/Sales для компаній індексу WIG20, 13.05.2024

Тикер	Ринкова капіталізація (EV), млрд злотих	Дохід (Sales), Млрд злотих	EV/Sales
1	2	3	4
PGE	15,72	96,96	0,16
PCOP	11,99	5,65	2,12
CPS	7,58	13,63	0,56
ALEP	40,08	10,19	3,93
PKO	71,95	18,45	3,90
ALRR	12,29	5,31	2,31
PEO	43,26	15,09	2,87
BDXP	18,85	9,81	1,92
CDR	13,16	1,23	10,70
DNP	38,40	26,79	1,43
KTY	8,53	5,09	1,68
JSW	3,70	15,34	0,24
KGH	30,00	33,46	0,90
KRU	9,26	1,87	4,95
LPPP	31,46	17,41	1,81
MBK	28,03	10,51	2,67
OPL	10,78	12,91	0,84
PKN	79,27	372,77	0,21
PZU	45,24	57,71	0,78

Продовження Таблиці 3.4

1	2	3	4
SPL1	55,75	15,20	3,67
Середнє			2,38
Мінімум			0,16
Максимум			10,70
Середнє (очищене від критичних значень)			2,04

Джерело: складено автором на основі [39]

Таким чином, було з'ясовано, що середній мультиплікатор EV/Sales, за яким оцінюються найбільші польські компанії, становить ~ 2.04 . Оскільки в Україні продовжуються активні воєнні дії і ринок вважається більш ризиковим для інвестування, порівняно із польським, пропонується знизити мультиплікатор на 0.5 пункта – до 1.54.

Наступним кроком, здійснивши множення суми річного доходу 200 найбільших українських компаній (4,265 млрд грн або 111 млрд дол. США, [38]) на даний мультиплікатор, отримано орієнтовне значення їх ринкової капіталізації в момент лістингу на фондовій біржі, яке, згідно із розрахунками, становитиме 6,585 млрд грн, або 171 млрд дол. США.

Для переведення гривні в долар США у прогностному періоді з 2025 р. по 2050 р. використано прогностний обмінний курс гривні до долара США згідно з даними Economist Intelligence Unit [40]. Див. Додаток В.

Для того, аби визначити загальну вартість акцій в обігу в рік лістингу визначених компаній, пропонується скористатися значенням коефіцієнту оборотності вітчизняних акцій (turnover ratio of domestic shares) для польського фондового ринку. Коефіцієнт оборотності вітчизняних акцій розраховується як загальна вартість акцій в обігу поділена на їх ринкову капіталізацію [35]. На Табл. 3.5 представлено розрахунок усередненого коефіцієнта для польських компаній, використовуючи історичні значення показника на проміжку з 1995 р. по 2022 р.

Таблиця 3.5 Розрахунок коефіцієнту оборотності вітчизняних польських акцій, 1995-2022

Рік	Коефіцієнт
1995	61%
1996	66%
1997	61%
1998	43%
1999	36%
2000	65%
2001	39%
2002	11%
2003	21%
2004	25%
2005	28%
2006	36%
2007	43%
2008	57%
2009	38%
2010	36%
2011	53%
2012	34%
2013	36%
2014	34%
2015	38%
2016	35%
2017	34%
2018	34%
2019	33%
2020	47%
2021	40%
2022	44%
Середнє	40%
Мінімум	11%
Максимум	66%
Середнє (очищене від критичних значень)	40%

Джерело: складено автором на основі [29]

Використавши історичне середнє значення коефіцієнту оборотності вітчизняних польських акцій (40%), застосувавши його для вирахованої раніше ринкової капіталізації визначених українських компаній в рік їх лістингу на біржі (171 млрд дол. США), та перемноживши дані значення, отримано загальну вартість акцій 200 найбільших українських компаній в обігу у 2025 році (69 млрд дол. США).

З метою прогнозування ринкової капіталізації 200 найбільших українських компаній до 2050 року пропонується використати наступні значення темпів приросту (Табл. 3.6).

Таблиця 3.6 Прогнозні значення темпів приросту ринкової капіталізації 200 найбільших українських компаній, 2025-2050

Прогнозний період, рік	Прогнозний темп приросту
2025 - 2029	40%
2030 - 2034	49%
2035 - 2039	40%
2040 - 2044	35%
2045 - 2050	25%

Джерело: 29, припущення автора

Для прогнозування темпів приросту ринкової капіталізації 200 українських найбільших компаній у період з 2030 р. по 2034 р. (за 5 років після лістингу визначених компаній на біржі) використано середнє значення темпів приросту ринкової капіталізації польських компаній у період з 1996 р. по 2000 р. - за 5 років після створення Варшавської фондової біржі (40%, [29]). Темп зростання у інших прогнозних періодах базується на припущеннях автора.

Для прогнозування загальної вартості акцій в обігу використано значення коефіцієнту оборотності вітчизняних польських акцій, розрахованого у Табл. 3.5 (40%), для усіх прогнозних років.

Скориставшись результатами регресійного аналізу, проведеного у п. 3.3, та оціненими коефіцієнтами рівняння 3.5, було розраховано потенціал зростання ВВП для України до 2050 року.

Згідно з Рис. 3.2, 1% збільшення загальної вартості акцій в обігу пов'язаний зі зростанням ВВП на 0.14%. Таким чином, застосувавши припущення щодо темпів приросту ринкової капіталізації 200 найбільших українських компаній, порахувавши її прогностні значення, використавши розрахований коефіцієнт оборотності вітчизняних акцій (40%) та помноживши його на визначені прогностні значення ринкової капіталізації, можна розрахувати прогностний рівень загальної вартості акцій в обігу щорічно до 2050 року та його щорічні темпи приросту. Детальні розрахунки наведені у Додатку Г.

Таким чином, було отримано наступні результати щодо потенціалу зростання ВВП України до 2050 року (Рис. 3.9).

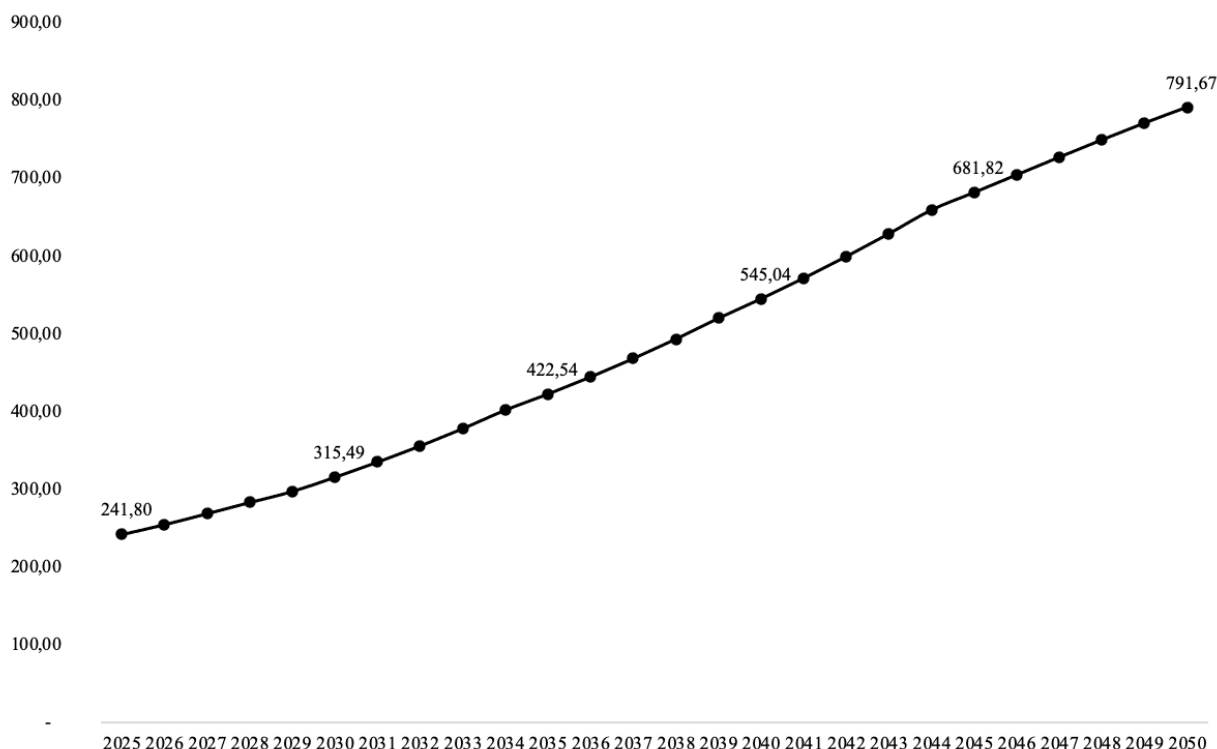


Рисунок 3.9 – Потенціал зростання ВВП України завдяки зростанню загальної вартості акцій в обігу (млрд дол. США), 2025-2050

Джерело: дослідження автора

Отже, із даного дослідження можна зробити висновок, що при умові спрямування зусиль держави, як законотворця, фінансових інституцій, як регуляторів, та національних підприємств, як потенційних учасників національного ринку цінних паперів, поживлення фондового ринку України здатне вже у 2050 році принести додаткових майже 800 млрд дол. США до ВВП України.

Оскільки в Україні продовжується війна і терміни її завершення є складно передбачуваними, владі необхідно розробляти шляхи для внутрішньої підтримки національної економіки та поживлення економічного зростання навіть за умов воєнного стану. Звісно, зараз фондовий ринок в Україні переживає період глибокого занепаду через неадаптованість законодавчої бази з питань регулювання фондового ринку до європейського рівня, високий рівень воєнних ризиків для національних підприємств, процвітаючу корупцію, та ряд інших причин. Проте, дослідження показало, що навіть за наявних умов існує те підґрунтя, на якому можна розбудувати та розвивати фондовий ринок. Цим підґрунтям є національні підприємства, які навіть у період воєнного стану не просто продовжують свою операційну діяльність, а нарощують свої прибутки та активно розвиваються. Тому владі необхідно знайти шляхи подолання вищезазначених проблем з метою реалізації всього наявного потенціалу для розвитку національного ринку цінних паперів.

ВИСНОВКИ

У контексті глобального досвіду та історичних викликів, Україна зараз стикається з унікальними у своєму роді випробуваннями у розбудові та удосконаленні свого фондового ринку у зв'язку з руйнівними наслідками повномасштабного вторгнення росії на територію України, яке розпочалось у лютому 2022 року.

Аналіз національного фондового ринку України з часів набуття нею незалежності аж до сьогодні висвітлив його ключові проблеми та перспективи для розвитку. Серед критичних моментів варто виділити наступні:

1. Функціональна обмеженість ринку. Ще на етапі зародження у незалежній Україні, фондовий ринок не виконував своїх ключових функцій - трансформування тимчасово вільних грошових коштів у виробничі капіталовкладення та пошук ефективного власника, через що не набув інвестиційного характеру для стратегічних інвесторів. Незважаючи на те, що з того моменту пройшло понад 30 років, сьогодні спостерігається схожа ситуація на національному ринку цінних паперів – він функціонує як механізм для залучення коштів на покриття державних потреб, а не як платформа для розподілу капіталу між компаніями та інвесторами. Про це свідчить практично повна відсутність у будь-якому вигляді диверсифікації біржових контрактів у розрізі фінансових інструментів, оскільки понад 90% операцій із цінними паперами стосуються купівлі-продажу ОВДП. Попри те, що інтереси, які переслідують як інвестори у державні облігації, так і їх емітент у вигляді держави під час повномасштабного вторгнення є цілком зрозумілі та виправдані, у повоєнній відбудові необхідним є розширення доступу до пайових фінансових інструментів, деривативів, тощо, з метою залучення фінансового капіталу під різноманітні по своїй природі інвестиційні проекти.
2. Слабка законодавча база. Подальший розвиток ринку цінних паперів вимагає вдосконалення наявної нормативно-правової бази, яка повинна бути

співставною із сучасними європейськими стандартами і сприяти інтеграції України до міжнародних фінансових ринків, особливо беручи до уваги факт потенційного вступу України до ЄС. Важливим кроком на шляху до цього може стати підписання багатостороннього меморандуму про взаєморозуміння щодо консультивання та співробітництва та обміну інформацією (IOSCO MMoU), який допоможе налагодити процес обміну міжнародним досвідом з метою запобігання недобросовісної поведінки учасників фондового ринку, що буде актуальним для України на шляху її євроінтеграції. Реформування також потребують системи (i) захисту прав інвесторів, (ii) забезпечення прозорості операцій на фондовому ринку, (iii) покарання та притягнення до адміністративної або кримінальної відповідальності за порушення законодавства в ході діяльності суб'єкта на фондовому ринку, (iv) належного розслідування фінансових злочинів, та інші. Окрім цього, важливою задачею є боротьба з тіньовою економікою, яка не лише негативно впливає на конкурентне середовище в країні, а й відштовхує потенційних інвесторів через зменшення інвестиційної привабливості національного ринку.

З метою надання рекомендацій щодо шляхів вдосконалення національного фондового ринку для повоєнної відбудови економіки України, необхідним є орієнтація на провідний міжнародний досвід. Японія – це країна, для якої фондовий ринок став важливим елементом у її повоєнному економічному розвитку. Економетричний аналіз, проведений з використанням багатофакторного регресійного аналізу, показав, що між показниками фондового ринку, наприклад загальною вартістю акцій в обігу в країні, та між ВВП країни, існує пряма залежність. Було встановлено, що 1% збільшення загальної вартості акцій в обігу пов'язане зі зростанням ВВП Японії на 0.14%.

Таким чином, проаналізувавши досвід Японії у повоєнній відбудові економіки країни після Другої світової війни крізь призму розвитку її фондового ринку, можна зробити наступні висновки щодо України:

- Фондовий ринок може стати платформою для залучення як внутрішніх, так і зовнішніх інвестицій у ключові сектори економіки, які визначені як пріоритетні для відновлення та розвитку країни у повоєнній відбудові. Це сприятиме поживленню конкуренції у даних галузях, підвищенню якості вироблених товарів / наданих послуг, збільшенню їх експорту, що призведе до стрімкого економічного зростання.
- Впровадження нових фінансових інструментів, наприклад “стартап-акцій”, зможе не лише диверсифікувати наявний перелік доступних цінних паперів та сприяти створенню більш глибокого та гнучкого фондового ринку, що залучатиме ширший круг інвесторів, а й стимулюватиме розробки та інновації всередині країни, що є критично важливим для забезпечення довгострокового зростання національної економіки.
- Відкриття фондового ринку для зовнішніх інвесторів і стандартизація національної регуляторної бази з міжнародною сприятиме інтеграції України у міжнародну фінансову систему.

Отже, незважаючи на те, що фондовий ринок України характеризується значними структурними порушеннями ще з самого початку його зародження у незалежній Україні, він має достатньо місця для вдосконалення. Беручи до уваги факт того, що на території України станом на 2024 рік продовжуються активні воєнні дії, страждає критична інфраструктура та економіка перебудована на воєнні рейки, питання пошуку вільних фінансових ресурсів всередині країни стоїть досить гостро, тому радикальні рішення щодо реформування національного фондового ринку стануть у нагоді і у короткостроковій перспективі для наближення перемоги, і у довгостроковій – для повоєнної відбудови економіки України.

Список використаних джерел

1. KSE Institute. Прямі збитки, нанесені інфраструктурі України в ході війни, складають майже \$63 млрд. Загальні втрати економіки \$543-600 млрд. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news>
2. Офіційний веб-сайт Української біржі. URL: <https://www.ux.ua>
3. Офіційний веб-сайт Варшавської фондової біржі. GPW statistics. URL: <https://www.gpw.pl/gpw-statistics>
4. Мендрул О. Г., Павленко І. А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами. Навч. посібник, вид. 2-ге, допов. та перероб. — К.: КНЕУ, 2000. — 156 с., ISBN 966-574-048-2. 9 с. URL: <https://core.ac.uk>
5. Алексєєв С. В. Особливості формування національного фондового ринку України в 1991-2005 рр.: історичний аспект. Схід 3 (129), 2014, 5-10 с. URL: <https://skhid.kubg.edu.ua>
6. Смагін В. Л. Приватизація як основний фактор формування фондового сегменту фінансового ринку в Україні. Формування ринкової економіки: зб. наук. пр. Київ: КНЕУ, 2012, вип. 28, 352-360 с. URL: <https://ir.kneu.edu.ua>
7. Бусарева Т. Г. Історія розвитку та становлення ринку цінних паперів України. Агросвіт, 2016, № 3. 20-23 с. URL: <http://www.agrosvit.info>
8. Про компенсацію громадянам України втрат від знецінення грошових заощаджень в установах Ощадного банку України і колишнього Укрдержстраху: Постанова Верховної ради України від 13.09.1995 №319/95-ВР - Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1995, №30, ст. 240. URL: <https://zakon.rada.gov.ua>
9. Про продовження терміну видачі приватизаційних майнових сертифікатів та сертифікатів, що видаються на суму індексації грошових заощаджень громадян України в установах Ощадного банку України і колишнього Укрдержстраху: Постанова Верховної ради України від 25.09.1997 №547/97-ВР - Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1997, №45, ст. 291. URL: <https://zakon.rada.gov.ua>

10. Про порядок видачі приватизаційних майнових сертифікатів: Положення Національного банку України від 02.12.1994 №204. URL: <https://zakon.rada.gov.ua>
11. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів: Закон України від 01.01.2024 № 738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua>
12. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 27.04.2024 № 3480-IV - Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2006, № 31, ст. 268. URL: <https://zakon.rada.gov.ua>
13. Бороденко Т. М. Ринок цінних паперів України: євроінтеграційний контекст. Міжнародний науковий журнал «Грааль науки» № 24 (лютий, 2023), 140-146 с. URL: <https://archive.journal-grail.science>
14. Hillmont partners. Україна вдосконалює регулювання ринків капіталу та приводить його у відповідність до права ЄС. URL: <https://hillmont.com/ua>
15. European Business Association. В Україні запроваджується ліквідаційний неттінг за деривативними контрактами. URL: <https://eba.com.ua>
16. Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2025 року (припинена у 2023 році). URL: <https://bank.gov.ua/ua>
17. НКЦПФР. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (2022 рік), 40-42 с. URL: <https://www.nssmc.gov.ua>
18. Босак А. О., Дойнік Ю. В. Фондовий ринок України: перспективи розвитку і світовий досвід державного регулювання. Науковий журнал «Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку», випуск 3, №2, 2021, 293 с. URL: <https://science.lpnu.ua>
19. Другов О. О., Вавженяк Д. Повоєнний розвиток фондового ринку України: проблеми та напрями розвитку. Збірник наукових праць "Стратегія економічного розвитку України", том 53 (2023), 111-114 с. URL: <http://sedu.kneu.edu.ua/article/view/296752/289745>
20. Міністерство економіки України. Тіньова економіка. Загальні тенденції. Аналітична записка (2021), жовтень, 2022, 2 с. URL: <https://www.me.gov.ua>

21. НКЦПФР. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2020 року. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>
22. НКЦПФР. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2021 року. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>
23. НКЦПФР. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2022 року. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>
24. НКЦПФР. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2023 року. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>
25. Національний університет «Полтавська політехніка імені Юрія Кондратюка». «Розвиток фінансового ринку в Україні: загрози, проблеми, перспективи». Матеріали V міжнародної науково-практичної конференції, 23 листопада 2023 р., 19-20 с. URL: <https://reposit.nupp.edu.ua>
26. Офіційний веб-сайт Національного банку України. Ринок капіталів. URL: <https://bank.gov.ua/ua>
27. Takafusa Nakamura. Postwar Japanese economy. Its development and structure, 1937-1994. Second Edition, 15-90 p.
28. K. Osugi. Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective. BIS Economic Papers, №26, 01.01.1990, 10-24 p. URL: <https://www.bis.org>
29. World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/>
30. Офіційний веб-сайт Варшавської фондової біржі. GPW Key Statistics, as of March 2024. URL: <https://www.gpw.pl/gpw-key-statistics>
31. Публікації Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua>
32. ІТ-галузь України у 2023 році перерахувала до бюджету 20,8 млрд грн – на 17,4% більше, ніж торік. URL: <https://ain.ua>

33. Офіційний веб-сайт Brave1. Поширені питання – FAQ. URL: <https://brave1.gov.ua>
34. Страхування військових ризиків. MIGA та DFC фіналізують шість українських проєктів. URL: <https://forbes.ua/news>
35. Metadata Glossary. URL: <https://databank.worldbank.org/metadataglossary>
36. TOPIX. URL: <https://www.jpx.co.jp/english/markets/indices/topix/>
37. What Is Industrial Production Index (IPI)? How It Measures Output. URL: <https://www.investopedia.com/terms/i/ipi.asp>
38. 200 найбільших компаній України 2023 року. URL: <https://biz.censor.net>
39. WIG20 TR (WIG20TR). URL: <https://www.investing.com>
40. Exchange rate LCU:US\$ (av). URL: <https://viewpoint.eiu.com>

Додаток А

Зміна частки концентрації виробництва серед найбільших японських виробників

Індустрія/галузь	1937		1950		1962	
	Топ 3 компанії	Топ 10 компаній	Топ 3 компанії	Топ 10 компаній	Топ 3 компанії	Топ 10 компаній
Чавун	98%	0%	89%	93%	28%	38%
Феросплави	51%	60%	49%	81%	35%	69%
Гарячекатна сталь	56%	81%	50%	77%	50%	79%
Оцинковане листове	20%	86%	33%	70%	38%	74%
Електропідічна сталь	75%	100%	73%	100%	65%	100%
Алюміній	92%	100%	100%	0%	100%	0%
Підшипники	100%	0%	76%	95%	69%	93%
Сталеві кораблі	68%	97%	39%	94%	38%	76%
Сульфат амонію	61%	94%	41%	87%	33%	78%
Суперфосфат вапна	47%	81%	47%	90%	32%	73%
Каустична сода	55%	87%	34%	71%	24%	60%
Синтетичні барвники	56%	70%	75%	93%	65%	89%
Листовий целулоїд	78%	91%	69%	89%	81%	95%
Волокно району	37%	76%	71%	100%	61%	100%
Бавовняна пряжа	34%	8%	35%	88%	17%	48%
Бавовняний текстиль	16%	31%	19%	44%	7%	17%
Целюлоза	65%	85%	40%	73%	31%	61%
Папір	83%	99%	57%	80%	40%	66%
Соєвий соус	20%	28%	17%	24%	25%	30%
Цемент	40%	79%	56%	91%	47%	82%
Вугілля	35%	61%	36%	60%	31%	56%
Міжнародна торгівля	35%	52%	13%	31%	24%	51%
Банкінг	26%	61%	22%	60%	20%	55%
Морський транспорт	30%	47%	18%	33%	23%	57%
Страховання	41%	82%	47%	84%	44%	85%
Складське господарс	38%	61%	25%	37%	21%	31%

Джерело: складено автором на основі [27, с. 28]

Додаток Б
Трастові дочірні компанії іноземних банків в Японії (станом на кінець 1988 року)

Материнський банк	Розташування	Початок діяльності	Трастова дочірня компанія в Японії
Morgan Guaranty	United States	10/85	Mitsui Trust
Bankers' Trust	United States	10/85	Sumitomo Trust
Chase Manhattan	United States	11/85	Daiwa
Manufacturers Hanover	United States	4/86	Daiwa
Chymical Bank	United States	4/86	Mitsui Trust
UBS	Switzerland	5/86	Mitsubishi Trust
Crédit Suisse .	Swilzerland	5/86	Mitsui Trust
Barclays Bank	United Kingdonl	5/86	Toyo Trust

Джерело: складено автором на основі [28, с. 23]

Додаток В**Прогнозний рівень обмінного курсу гривні до долара США, 2025-2050**

Рік	Грн / Дол. США
2025	38,52
2026	39,21
2027	39,32
2028	39,80
2029	41,04
2030	42,61
2031	44,21
2032	45,79
2033	47,29
2034	48,67
2035	49,87
2036	50,88
2037	51,68
2038	52,29
2039	52,73
2040	53,00
2041	53,12
2042	53,17
2043	53,20
2044	53,30
2045	53,56
2046	54,08
2047	54,95
2048	56,34
2049	58,39
2050	61,35

Джерело: складено автором на основі [40]

Додаток Г
Розрахунок прогнозних показників фондового ринку України та їх
вплив на рівень ВВП, 2025-2050

Рік	Риноква капіталізація, млрд грн	Загальна вартість акцій в обігу, млрд грн	Грн / Дол. США	Риноква капіталізація, млрд \$	Загальна вартість акцій в обігу, млрд \$	Загальна вартість акцій в обігу, річний темп приросту	Темп приросту ВВП	Прогнозний рівень ВВП, млрд \$
2025	6 585	2 663	39	171	69	-	-	242
2026	9 219	3 728	39	235	95	38%	5%	255
2027	12 907	5 219	39	328	133	40%	6%	269
2028	18 070	7 307	40	454	184	38%	5%	283
2029	25 298	10 230	41	616	249	36%	5%	297
2030	37 810	15 290	43	887	359	44%	6%	315
2031	56 511	22 853	44	1 278	517	44%	6%	335
2032	84 462	34 156	46	1 845	746	44%	6%	356
2033	126 237	51 049	47	2 669	1 079	45%	6%	378
2034	188 675	76 298	49	3 877	1 568	45%	6%	402
2035	264 145	106 818	50	5 297	2 142	37%	5%	423
2036	369 803	149 545	51	7 268	2 939	37%	5%	445
2037	517 724	209 363	52	10 018	4 051	38%	5%	468
2038	724 814	293 108	52	13 861	5 605	38%	5%	493
2039	1 014 740	410 351	53	19 244	7 782	39%	5%	520
2040	1 369 899	553 974	53	25 847	10 452	34%	5%	545
2041	1 849 363	747 866	53	34 815	14 079	35%	5%	572
2042	2 496 640	1 009 618	53	46 956	18 988	35%	5%	599
2043	3 370 464	1 362 985	53	63 355	25 620	35%	5%	629
2044	4 550 127	1 840 030	53	85 368	34 522	35%	5%	659
2045	5 687 658	2 300 037	54	106 192	42 943	24%	3%	682
2046	7 109 573	2 875 046	54	131 464	53 163	24%	3%	705
2047	8 886 966	3 593 808	55	161 728	65 401	23%	3%	727
2048	11 108 708	4 492 260	56	197 173	79 735	22%	3%	750
2049	13 885 885	5 615 325	58	237 813	96 169	21%	3%	771
2050	17 357 356	7 019 156	61	282 923	114 412	19%	3%	792

Джерело: дослідження автора