ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД

«УНІВЕРСИТЕТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРАВА «КРОК»

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

САВЧЕНКО ВАДИМ ЮРІЙОВИЧ

УДК: 338.24 : 330.34 : 336.761(3)

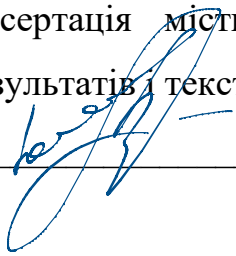
ДИСЕРТАЦІЯ

ЕКОНОМІЧНИЙ ПОТЕНЦІАЛ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

051 – Економіка
05 – Соціальні та поведінкові науки

Подається на здобуття ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело



_____В.Ю. Савченко

Науковий керівник: Бобров Євгеній Анатолійович, д.е.н., професор

Київ – 2026

АНОТАЦІЯ

Савченко В. Ю. Економічний потенціал фондового ринку України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 – Економіка (05 – Соціальні та поведінкові науки). – Вищий навчальний заклад «Університет економіки та права «КРОК». Київ, 2026.

Дисертаційна робота присвячена вирішенню наукового завдання, що полягає у поглибленні теоретичних і методичних засад та обґрунтуванні науково-практичних підходів до підвищення ефективності реалізації економічного потенціалу фондового ринку України з урахуванням інституційних умов його функціонування та розвитку.

У дисертаційній роботі обґрунтовано теоретико-методичні та практичні аспекти дослідження економічного потенціалу фондового ринку України та механізмів його реалізації в умовах трансформаційних змін національної економіки. Актуальність дослідження зумовлена обмеженою роллю фондового ринку у фінансуванні економічного розвитку України, домінуванням боргових інструментів, високою залежністю від зовнішніх джерел капіталу, а також структурними деформаціями економіки, що сформувалися внаслідок деіндустріалізації, сировинної спеціалізації та інституційної нестабільності.

Показано, що український фондовий ринок характеризується переважно нереалізованим економічним потенціалом, який не може бути пояснений виключно макроекономічними чинниками або недостатнім рівнем розвитку фінансової інфраструктури. Обґрунтовано, що ключову роль у формуванні такого стану відіграють якість інституційного середовища, особливості національної економічної структури, поведінкові чинники учасників ринку та характер взаємодії між державою, бізнесом і фінансовими інститутами.

У роботі здійснено систематизацію наукових підходів до визначення сутності фондового ринку та його економічного потенціалу в межах класичної, неокласичної, інституційної та поведінкової економічної теорії. Уточнено, що економічний потенціал фондового ринку доцільно розглядати не лише як обсяг

мобілізованого капіталу або кількість фінансових інструментів, а як інтегральний результат виконання функцій трансформації заощаджень в інвестиції, формування індикативної вартості капіталу, перерозподілу ризиків та забезпечення довгострокової фінансової рівноваги в економіці.

На основі узагальнення теоретичних підходів у роботі сформовано логіку подальшого емпіричного дослідження, спрямованого на аналіз інституційних, макроекономічних та поведінкових чинників функціонування фондового ринку та оцінювання їх впливу на реалізацію його економічного потенціалу.

На основі аналізу функціонування фондових бірж уточнено їх роль як ключових інституційних елементів інфраструктури фондового ринку. Доведено, що поєднання наслідуваних і унікальних функцій біржі формує інституційний механізм реалізації економічного потенціалу фондового ринку, а ефективність цього механізму значною мірою залежить від якості регулювання, довіри інвесторів та прозорості біржових процедур. Окрему увагу приділено аналізу механізмів біржових операцій, зокрема етапу попереднього біржового аналізу, очікувань економічних агентів, вибору фінансових інструментів і типів біржових наказів, що визначають економічні результати біржової діяльності.

У дисертації здійснено комплексний аналіз інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості України як чинників реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Запропоновано підхід до їх оцінювання з розмежуванням короткострокових поведінкових ефектів і довгострокових інституційних передумов, що дозволяє більш адекватно оцінювати умови входу та виходу інвесторів, а також роль фондового ринку у зниженні вартості капіталу для національних підприємств.

Проведено фундаментальний аналіз впливу макроекономічних факторів на індикативну (ефективну) вартість капіталу на фондовому ринку України. Запропоновано використовувати біржовий індекс як інтегральний показник ринкової дохідності та індикативної вартості капіталу, що дозволило емпірично перевірити дію традиційних механізмів трансмісії інвестицій через фондовий ринок. Результати аналізу свідчать про їх обмежену функціональність в

українських умовах та підтверджують нереалізований характер економічного потенціалу фондового ринку України.

Окремий блок дослідження присвячено аналізу поведінкових чинників ціноутворення на фондовому ринку, зокрема впливу ринкового сентименту та суверенних рейтингових сигналів. Доведено, що в умовах високої невизначеності та низької довіри інвесторів ринкові ціни часто відхиляються від фундаментально обґрунтованих значень, що знижує ефективність ринкових сигналів. У зв'язку з цим обґрунтовано доцільність використання активних стратегій інтерпретації ринкових цін як компенсаторного механізму неефективності фондового ринку.

Окремо наголошено, що результати дослідження мають міждисциплінарний характер і поєднують положення економіки, інституційної теорії та поведінкових фінансів. Це дозволяє комплексно інтерпретувати процеси функціонування фондового ринку та підвищує аналітичну цінність отриманих висновків для економічної політики.

Такий підхід дає можливість поєднати аналіз фінансових ринків із ширшим інституційним та структурним контекстом економічного розвитку. У межах дослідження фондовий ринок розглядається не лише як сегмент фінансової системи, а як інституційний механізм перерозподілу ресурсів, формування індикативної вартості капіталу та трансформації заощаджень у продуктивні інвестиції. Це дозволяє більш повно пояснити відмінності між потенційними можливостями фондового ринку та фактичними результатами його функціонування в економіках із різним рівнем інституційного розвитку.

Вперше в роботі розроблено комплексну інституційно-економічну концептуальну модель реалізації економічного потенціалу фондового ринку України, яка поєднує інституційну якість, поведінкові чинники та інвестиційні процеси. Запропонована концепція дозволяє емпірично обґрунтувати роль інститутів та еліт у формуванні макроекономічної динаміки, а також пояснити обмеження реалізації економічного потенціалу фондового ринку в умовах екстрактивних інституцій та деформованої економічної структури.

Емпірична частина дослідження спрямована на кількісне оцінювання впливу інституційних чинників та інвестиційної активності на макроекономічну динаміку. Для цього сформовано систему економетричних моделей, що поєднують показники інвестицій фондового ринку, прямих іноземних інвестицій та інституційної якості. Результати моделювання підтверджують статистично значущий зв'язок між інституційними характеристиками економіки, інвестиційними потоками та темпами економічного зростання, що дозволяє більш повно інтерпретувати механізми реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

Отримані результати дозволяють розширити інтерпретацію ролі фондового ринку у макроекономічній динаміці та підтверджують, що ефективність його функціонування значною мірою залежить від інституційної якості економічного середовища та характеру взаємодії між державою, бізнесом та фінансовими інститутами.

У роботі також обґрунтовано роль державної економічної політики та національної виробничої структури у реалізації економічного потенціалу фондового ринку в контексті індустріально-технологічної модернізації економіки. Показано, що без цілеспрямованої промислової, інвестиційної та інституційної політики фондовий ринок не здатний виконувати функцію довгострокового фінансування структурних зрушень і залишатиметься переважно інструментом обслуговування боргових потреб держави.

Отримані результати дозволяють сформувати цілісне уявлення про механізми взаємодії інституційних, поведінкових та інвестиційних чинників у процесі функціонування фондового ринку. Показано, що ефективність фондового ринку як інструменту мобілізації капіталу визначається не лише рівнем розвитку фінансової інфраструктури, а передусім якістю інституційного середовища, передбачуваністю економічної політики та структурними характеристиками національної економіки. У цьому контексті фондовий ринок розглядається не лише як фінансовий сегмент економіки, а як важливий інституційний механізм трансформації заощаджень у довгострокові інвестиції

та індикатор ефективності економічної політики. Такий підхід дозволяє більш комплексно оцінювати можливості реалізації економічного потенціалу фондового ринку та визначати умови його використання як інструменту структурної модернізації економіки України.

У сукупності отримані теоретичні, емпіричні та концептуальні результати формують цілісну наукову основу для оцінювання економічного потенціалу фондового ринку та визначення умов його ефективної реалізації в сучасних трансформаційних економіках.

Практичне значення одержаних результатів полягає у можливості їх використання при формуванні державної фондової, інвестиційної та промислової політики, у діяльності регуляторних органів, фінансових інституцій, професійних учасників фондового ринку, а також у процесі розроблення стратегій залучення довгострокового капіталу та зниження вартості фінансових ресурсів в економіці України.

Ключові слова: економічний потенціал, фондовий ринок, інвестиції, глобальні ринки капіталу, фінансові послуги, криптовалюта, блокчейн, проєктне фінансування, вартість капіталу, державне регулювання, інфраструктурні проєкти, структурна трансформація економіки, соціально-економічний розвиток, стратегічні пріоритети, фінансова стабільність, економічна стійкість.

ANNOTATION

Savchenko V. Y. Economic Potential of the Ukrainian Stock Market. – Qualification scientific work submitted as a manuscript.

Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy in Economics (Specialty 051 – Economics, Field of Knowledge 05 – Social and Behavioral Sciences). – «KROK» University. Kyiv, 2026

The dissertation is devoted to solving a scientific problem consisting in deepening the theoretical and practical foundations and substantiating scientific and

applied approaches to improving the efficiency of realizing the economic potential of the Ukrainian stock market, considering the institutional conditions of its functioning and development.

This dissertation substantiates the theoretical, applied, and practical aspects of studying the economic potential of the Ukrainian stock market and the mechanisms for its realization under conditions of transformational changes in the national economy. The relevance of the research is determined by the limited role of the stock market in financing Ukraine's economic development, the dominance of debt instruments, the high dependence on external sources of capital, as well as persistent structural distortions of the economy resulting from deindustrialization, raw-material specialization, and institutional instability.

The study demonstrates that the domestic stock market is characterized by a largely unrealized economic potential that cannot be adequately explained solely by macroeconomic factors or by the insufficient development of financial infrastructure. The study substantiates that the key determinants of this condition are the quality of the institutional environment, the structural characteristics of the national economy, behavioral features of market participants, and the nature of interaction between the state, business entities, and financial institutions.

The dissertation systematizes scientific approaches to defining the essence of the stock market and its economic potential within the framework of classical, neoclassical, institutional, and behavioral economic theory. It is clarified that the economic potential of the stock market should not be interpreted merely as the volume of mobilized capital or the number of financial instruments in circulation. Instead, it is proposed to view it as an integrated outcome of performing a set of interconnected functions, including the transformation of savings into investment, the formation of an indicative cost of capital, the redistribution of risks, and the maintenance of long-term financial equilibrium in the economy.

Based on the generalization of theoretical approaches, the study develops the logic of further empirical research aimed at analyzing institutional, macroeconomic,

and behavioral determinants of stock market functioning and assessing their influence on the realization of its economic potential.

An analysis of stock exchange functioning made it possible to clarify their role as key institutional elements of stock market infrastructure. It is demonstrated that the combination of inherited functions common to global exchanges and specific functions determined by national economic conditions forms an institutional mechanism for realizing the economic potential of the stock market. The effectiveness of this mechanism largely depends on the quality of regulation, investor confidence, and the transparency of exchange procedures.

The study provides a comprehensive analysis of Ukraine's investment climate and investment attractiveness as factors influencing the realization of the stock market's economic potential. An approach to their assessment is proposed based on the differentiation between short-term behavioral effects and long-term institutional prerequisites, which makes it possible to more adequately evaluate investor entry and exit conditions and to clarify the role of the stock market in reducing the cost of capital for national enterprises.

A fundamental analysis of the influence of macroeconomic determinants on the indicative (effective) cost of capital in the Ukrainian stock market is conducted. It is proposed to use the stock exchange index as an integrated indicator of market return and indicative cost of capital. This methodological approach makes it possible to empirically test the functioning of traditional mechanisms of investment transmission through the stock market. The results indicate their limited effectiveness in domestic conditions and confirm the largely unrealized nature of the Ukrainian stock market's economic potential.

A separate part of the research focuses on behavioral factors of price formation in the stock market, particularly the influence of market sentiment and sovereign rating signals. It is shown that under conditions of high uncertainty and low investor confidence, market prices often deviate from fundamentally justified values, which reduces the efficiency of market signals. In this context, the feasibility of applying

active strategies for interpreting market prices as a compensatory mechanism for market inefficiency is substantiated.

The study emphasizes the interdisciplinary nature of the obtained results, combining analytical approaches of financial economics, institutional theory, and behavioral finance. Such an approach makes it possible to interpret the processes of stock market functioning more comprehensively and increases the analytical value of the conclusions obtained for economic policy.

For the first time, the dissertation develops a comprehensive institutional-economic concept for realizing the economic potential of the Ukrainian stock market, integrating institutional quality, behavioral factors, and investment processes into a unified analytical framework. The proposed concept makes it possible to empirically substantiate the role of institutions and elites in shaping macroeconomic dynamics and to explain the limitations of realizing the economic potential of the stock market under conditions of extractive institutions and a distorted economic structure.

The research also substantiates the role of state economic policy and the national production structure in realizing the economic potential of the stock market in the context of industrial and technological modernization of the economy. It is demonstrated that without targeted industrial, investment, and institutional policies, the stock market is unable to perform the function of long-term financing of structural transformation and remains primarily an instrument for servicing public debt.

The obtained results allow for the formation of a holistic understanding of the interaction mechanisms between institutional, behavioral, and investment factors in the functioning of the stock market. In this context, the stock market is interpreted not only as a financial segment of the economy but also as an institutional mechanism for transforming savings into long-term investment and an indicator of the effectiveness of economic policy.

The practical significance of the obtained results lies in their applicability in the formulation of state stock market, investment, and industrial policies; in the activities of regulatory authorities, financial institutions, and professional stock market participants; as well as in the development of strategies aimed at attracting

long-term capital and reducing the cost of financial resources in the Ukrainian economy.

Key words: economic potential, stock market, investment, global capital markets, financial services, cryptocurrency, blockchain, project finance, cost of capital, government regulation, infrastructure projects, structural transformation of the economy, socio-economic development, strategic priorities, financial stability, economic resilience.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

- ***статті у наукових фахових виданнях України, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:***

1. Савченко, В. (2023). Прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *1*(69), 38-51. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-69-38-51 (0,68 др. арк.)

2. Савченко, В. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих та експоненційних ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *2*(70), 61-75. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-70-61-75 (0,91 др. арк.)

3. Савченко, В. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих, експоненційних та лінійно зважених ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *3*(71), 19-30. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-71-19-30 (0,58 др. арк.)

4. Савченко, В., & Бобров, Є. (2024). Особливості прогнозування змін котирування акцій з використанням ковзних середніх і осциляторів на прикладі компанії нафтодобувної галузі. *Економіка України*, *11*(756), 74-98. https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.11.074 (*0,79 др. арк. Особистий внесок автора полягає у здійсненні аналізу та узагальненні наукових джерел, систематизації теоретичних підходів, формуванні інформаційно-*

статистичної бази дослідження, виконанні розрахунків, формуванні моделі та становить 0,51 др. арк.)

5. Савченко, В. (2025). Детермінанти вартості капіталу в Україні: фундаментальний аналіз макроекономічного впливу. *Ефективна економіка*, *11*. https://doi.org/10.32702/2307-2105.2025.11.146%20 (0,92 др. арк.)

- ***праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:***

1. Савченко, В.Ю. (2022). Торгова система трейдера. Варіанти налаштування ковзних середніх. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей IV Міжнародної конференції (м. Київ, 7-8 грудня 2022 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2022/paper/view/1175 (0,15 др. арк.)

2. Савченко, В.Ю. (2023). Торгова система трейдера. Використання комбінацій ковзних середніх для прогнозування напрямку змін курсу фінансового інструменту. *Світ наукових досліджень*: тези доповідей Міжнародної мультидисциплінарної наукової інтернет-конференції, 16-17 лютого 2023 р. Вип. 16. ГО «Наукова спільнота»; WSSG w Przeworsku. URL: https://www.economy-confer.com.ua/full-article/4256/ (0,17 др. арк.)

3. Савченко, В.Ю. (2023). Торгова система трейдера. Підбір оптимальних періодів для налаштування ковзних середніх на прикладі валютної пари EUR/USD. *Вітчизняна наука на зламі епох: проблеми та перспективи розвитку:* тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції (м. Переяслав, 17 лютого 2023 р.). Переяслав: Університет Григорія Сковороди в Переяславі. Вип. 85. С. 6-10. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663526_TORGOVA_SISTEMA_TREJDERA_PIDBIR_OPTIMALNIH_PERIODIV_DLA_NALASTUVANNA_KOVZNIH_SEREDNIH_NA_PRIKLADI_VALUTNOI_PARI_EURUSD_st_6-10 (0,17 др. арк.)

4. Савченко, В.Ю. (2023). Прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням комбінацій простих ковзних

середніх. *Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті:* тези доповідей XV Міжнародної науково-практичної конференції (м. Кам'янець-Подільський, 11 травня 2023 р.). Кам'янець-Подільський: Кам'янець-Подільський національний університет імені Івана Огієнка. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663533_PROGNOZUVANNA_NAPRAMU_ZMIN_KURSU_FINANSOVOGO_INSTRUMENTU_Z_VIKORISTANNAM_KOMBINACIJ_PROSTIH_KOVZNIH_SEREDNIH_st_31-34 (0,15 др. арк.)

5. Савченко, В.Ю. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих та експоненційних ковзних середніх. *Стратегії управління інноваціями в сучасній економіці:* тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, 1 вересня 2023 р. Східноєвропейський центр наукових досліджень. URL: https://researcheurope.org/wp-content/uploads/2023/09/re-01.09.23.pdf (0,26 др. арк.)

6. Савченко, В.Ю. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих, експоненційних та лінійно зважених ковзних середніх. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей V Міжнародної конференції (м. Київ, 7 грудня 2023 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2023/paper/view/1597 (0,2 др. арк.)

7. Савченко, В. Ю. (2024). Ринкова оцінка компанії як індикатор якості менеджменту. *Сучасний менеджмент організації: витоки, реалії та перспективи розвитку*: тези доповідей IV Наукової конференції (м. Київ, 18 квітня 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/MMO/MMO-2024/paper/view/2029 (0,08 др. арк.)

8. Савченко, В.Ю. (2024). Потенціал фондової біржі у відбудові інфраструктури країни. *Економіка. Фінанси. Бізнес. Управління. ВІД ВІДНОВЛЕННЯ ДО ЗРОСТАННЯ:* матеріали III Міжнародного форуму (м. Київ, 21-24 травня 2024 р.). Київ : Видавництво Ліра-К. URL:

https://www.efbm.org/wp-content/uploads/2024/05/Матеріали-дослідницької-секції-МЕНЕДЖМЕНТ-ОРГАНГІЗАЦІЙ.pdf (0,13 др. арк.)

9. Савченко, В.Ю. (2024). Потенціал фондової біржі у відбудові та розвитку регіонів. *Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті:* тези доповідей XVI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Кам'янець-Подільський, 16 травня 2024 р.). Кам'янець-Подільський: Кам'янець-Подільський національний університет імені Івана Огієнка. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663084_POTENCIAL_FONDOVOI_BIRZI_U_VIDBUDOVI_TA_ROZVITKU_REGIONIV_st_89-90 (0,09 др. арк.)

10. Savchenko, V. (2024). The role of the stock exchange in corporate management. *Corporation Management:* 4th International Conference (Püssi, April 26, 2024). Püssi: Scientific Center of Innovative Research. URL: https://conf.scnchub.com/index.php/ICCM/ICCM-2024/paper/view/704 (0,09 др. арк.)

11. Савченко, В. (2024). Драйвери фондового ринку післявоєнного відновлення економіки. *Антикризове управління: імператив сучасної економіки:* тези доповідей конференції «КРОК» (м. Київ, 8-9 листопада 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/ACM/ACM-2024/paper/view/2310 (0,06 др. арк.)

12. Савченко, В. (2024). Особливості прогнозування змін котирування акцій з використанням ковзних середніх і осциляторів на прикладі компанії нафтодобувної галузі. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей VI Міжнародної конференції (м. Київ, 5-6 грудня 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2024/paper/view/2283 (0,11 др. арк.)

13. Савченко, В. (2025). Розвиток інноваційного підприємництва в умовах війни та післявоєнної відбудови: виклики, ризики і можливості. *Проблеми і перспективи інноваційного розвитку економіки в контексті*

інтеграції України в Європейський науково-інноваційний простір: тези доповідей XXVI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 15 травня 2025 р.). Київ: Інститут досліджень науково-технічного потенціалу та історії науки ім. Г.М. Доброва НАН України. URL: https://zenodo.org/records/15622823 (0,08 др. арк.)

- ***наукові праці, які додатково відображають наукові результати дисертації:***

1. Savchenko, V., & Bobrov, Y. (2024). Features of forecasting stock price changes of oil production companies using combinations of trend and non-trend indicators. *Finance and Management Review*, *4*(20), 30–42. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2024-4-30-42 (*0,77 др. арк. Особистий внесок автора полягає у здійсненні аналізу та узагальненні наукових джерел, систематизації теоретичних підходів, формуванні інформаційно-статистичної бази дослідження, виконанні розрахунків, формуванні моделі та становить 0,52 др. арк.*)

2. Savchenko, V. (2025). Analysis of the impact of SARS-CoV-2 pandemic parameters on pharmaceutical company stock prices. *Finance and Management Review*, *2*(22), 82–93. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2025-2-82-93 (0,66 др. арк.)

ЗМІСТ

СПИСОК ТЕРМІНІВ ТА УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ 16

ВСТУП 19

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЕКОНОМІЧНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ФОНДОВОГО РИНКУ 29

1.1. Економічний потенціал, зміст та функціональне значення фондового ринку 29

1.2. Фондова біржа як основний інститут інфраструктури та механізм реалізації економічного потенціалу фондового ринку 44

1.3. Механізми біржових операцій та їх вплив на реалізацію економічного потенціалу фондового ринку 56

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1 64

РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ЕКОНОМІЧНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ 67

2.1. Інвестиційний клімат та інвестиційна привабливість у системі реалізації економічного потенціалу фондового ринку України 67

2.2. Аналіз впливу макроекономічних чинників на вартість капіталу та розкриття економічного потенціалу фондового ринку України 90

2.3. Оцінка впливу поведінкових та інституційних чинників у формуванні вартості капіталу та економічного потенціалу фондового ринку України 109

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2 132

РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІЧНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ 135

3.1. Моделювання сценаріїв інтерпретації ринкових цін в умовах ірраціональної поведінки учасників фондового ринку 135

3.2. Трансформація урядових політик і національної виробничої структури для покращення використання економічного потенціалу фондового ринку . 151

3.3. Шляхи та механізми реалізації економічного потенціалу фондового ринку з урахуванням впливу культурних та інституційних особливостей України 172

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3 196

ВИСНОВКИ 199

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 204

ДОДАТКИ 256

СПИСОК ТЕРМІНІВ ТА УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

n – кількість періодів, на яких розраховується індикатор;

P_i – котирування активу в період i (у дослідженні – ціна закриття);

MA_a – ковзна середня, розрахована відповідним методом на основі котирування активу в період a;

MA_β – ковзна середня, розрахована відповідним методом на основі котирування активу в період b;

W_i – вага ціни та відповідного періоду у розрахунках ковзних середніх.

S(x) – сигнал індикатора;

H(x) – функція Хевісайда;

ЕКА – Експортно-кредитне агентство;

Advantage Ukraine – державна інвестиційна платформа з залучення іноземних інвестицій;

M&A угоди – угоди зі злиття та поглинання (Mergers and Acquisitions);

Greenfield інвестиції – інвестиції у створення нових виробничих потужностей;

RATE – середньозважена облікова ставка Національного банку України;

DEFL – дефлятор валового внутрішнього продукту;

GDP (Y) – валовий внутрішній продукт;

ТВ – торговельний баланс;

ESI – індекс економічних настроїв;

IND – індекс промислового виробництва;

EXP_INV_EF – показник ефективності інвестиційної експансії;

IND_INV_ATTR – індикатор інвестиційної привабливості;

ADF тест – тест Дікі–Фуллера на стаціонарність часових рядів;

ARCH(1) LM-тест – тест на наявність умовної гетероскедастичності першого порядку;

Newey–West (HAC) – робастні стандартні похибки Ньюї–Веста;

Тест Бройша–Годфрі (LM-тест) – тест на автокореляцію залишків;

VIF – коефіцієнт інфляції дисперсії (перевірка мультиколінеарності);

Метод Белслі–Ку–Велша – метод оцінювання індексів обумовленості;

МНК – метод найменших квадратів;

AR прогноз – прогнозування на основі авторегресійної моделі;

FDI – обсяг прямих іноземних інвестицій;

FDIs – сальдо прямих іноземних інвестицій;

dFDI – перші різниці прямих іноземних інвестицій;

dFDIs – перші різниці сальдо прямих іноземних інвестицій;

FPI – портфельні іноземні інвестиції;

dFPI – перші різниці портфельних іноземних інвестицій;

dFPIs – перші різниці сальдо портфельних іноземних інвестицій;

ddFPIs – другі різниці сальдо портфельних іноземних інвестицій;

dY (ΔY) – перші різниці валового внутрішнього продукту;

dIf – обсяг інвестицій, залучених через фондовий ринок;

Mctim – мультиплікатор відкритої економіки;

c, t, im – відповідно: автономне споживання, податки, імпорт;

EP – економічний потенціал фондового ринку;

r – ставка дисконту (у дослідженні – середньозважена облікова ставка НБУ);

E(inc) – показник впливу на інклюзивність розподілу доданої вартості в економіці;

Eext – показник впливу на екстрагування доданої вартості з економіки;

NPI – чистий первинний дохід (Net Primary Income);

W – оплата праці найманих працівників;

GMPI (Pr + MI) – валовий змішаний дохід і валовий прибуток;

(T − S) – чисті податки на виробництво та імпорт;

w_1, w_2 – вагові коефіцієнти компонентів індексу (у базовій специфікації $w_1 = w_2$);

STATE_BONDS – обсяг державних облігацій;

Q_STATE_BONDS – кількість державних облігацій в обігу;

CORP_BONDS – обсяг корпоративних облігацій;

Q_CORP_BONDS – кількість корпоративних облігацій в обігу;

INDEX – котирування індексу облігацій станом на момент закриття торгової сесії останнього торгового дня поточного місяця;

INDEX(-1), INDEX(-2), INDEX(-3) – відповідно значення індексу з лагом 1, 2 та 3 місяці.

ВСТУП

Актуальність теми. Сучасні трансформаційні процеси у світовій економіці визначаються впливом глобалізації потоків капіталу, посиленням ролі транснаціональних корпорацій, лібералізацією ринків капіталу та прискоренням розвитку технологій обігу цінних паперів. Водночас ці процеси залишаються фрагментарними й супроводжуються численними дисбалансами, що актуалізує потребу в додаткових наукових дослідженнях. Важливим чинником економічного розвитку будь-якої країни стає ефективність використання механізмів ринку капіталу, зокрема фондового сегмента, як інструменту акумуляції заощаджень, їх трансформації у довгострокові інвестиції та раціонального розподілу капітальних ресурсів.

В умовах глобалізації значення ринку капіталу суттєво зростає, оскільки саме він є ключовим індикатором інвестиційної привабливості країни, визначає вартість залучення капітальних ресурсів і забезпечує прозорість економічних процесів. Для України, що переживає глибокі структурні трансформації, особливого значення набуває проблема розкриття економічного потенціалу фондового ринку як основи для відновлення інвестиційної активності, модернізації виробничої структури та підвищення стійкості ринку капіталу загалом.

Разом із тим, національний фондовий ринок характеризується низкою обмежень: низьким рівнем довіри до інститутів, слабкою інтеграцією з реальним сектором економіки, високою залежністю від зовнішніх шоків і нестабільністю інвестиційного середовища. Крім того, відчутним є вплив неекономічних факторів – культурних особливостей, суспільних практик і поведінкових упереджень учасників ринку, що ускладнює повноцінну реалізацію його економічного потенціалу.

Питання становлення та розвитку фондового ринку розкривали в своїх працях як зарубіжні, так і українські науковці, як от Лук’яненко Д., Губський Б., Мозговий О., Василик О., Базилевич В., Бобров Є., Редзюк Є., Кузьмінський В., Чумаченко О., Румик І., Середа О., Шишков С., Сохацька О.,

Черчик Л., Ґрем Б., Сорос Дж., Смітерс А., Шварц Р., Шарп В., Александер Г., Шпіцнагель М.

Проблему економічної структури країни та її зв'язок із довгостроковим розвитком країни та добробутом населення, роль держави як архітектора економічних процесів досліджували Шумпетер Й., Кейнс Дж., Фрімен Ч., Лука Ф., Галасюк В., Мацукато М., Райнерт Е., Кругман П., Чеккіні П., Амсден Е., Досі Дж., Хаусманн Р., Коен С., Делонг Б., Джонсон Ч., Родан Г., Золковер А.

Питання культурних особливостей, інститутів, еліт та їх взаємодії висвітлювали Парето В., Стародубська М., Тромпенаарс Ф., Аджемоглу Д., Робінсон Дж., Норт Д., Волліс Дж., Фергюсон Н., Алесіна А., Джуліано П., Патнем Р., Кольєр П., Дацюк С., Міхельс Р., Бурдьє П., Б'юкенен Дж., Таллок Г., Коулман Дж. та ін.

Віддаючи належне дослідникам, маємо зазначити, що при цьому наразі не сформовано комплексного підходу до оцінки економічного потенціалу фондового ринку з урахуванням макроекономічних, інституційних та поведінкових чинників. Недостатньо розробленими залишаються методичні підходи до кількісного вимірювання ефектів, які ринок капіталу здатен генерувати для економічного зростання та структурної модернізації національної економіки.

В умовах поствоєнної відбудови особливої актуальності набуває завдання мобілізації внутрішніх і зовнішніх капітальних ресурсів, залучення інвестицій у стратегічні галузі та формування ефективних інститутів, що забезпечать прозорий і результативний обіг цінних паперів. Саме тому дослідження економічного потенціалу фондового ринку, визначення його ключових детермінант і механізмів реалізації є необхідною передумовою розробки стратегії сталого економічного розвитку України.

З огляду на зазначене, актуальність дисертаційного дослідження зумовлюється потребою у теоретико-методологічному обґрунтуванні економічного потенціалу ринку капіталу України та розробці практичних

рекомендацій щодо його реалізації з метою активізації інвестиційних процесів, підвищення ефективності використання капітальних ресурсів та модернізації економіки.

Наукове завдання полягає у теоретичному обґрунтуванні, поглибленні методичних засад та обґрунтуванні науково-практичних підходів до підвищення ефективності реалізації економічного потенціалу фондового ринку України з урахуванням інституційних умов його функціонування та розвитку.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація є складовою науково-дослідних робіт ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», здійснених за темами: «Національна економіка та економіки галузевих ринків в умовах інституційної невизначеності» (реєстраційний номер 0120U100086), де автором проаналізовано поточний стан та можливі напрямки подальшого розвитку інститутів, культури, еліт та їх впливу на ефективність реалізації державних політик щодо розвиток переробної промисловості, а також «Напрями трансформації національної фінансової системи в економічному циклі», (реєстраційний номер 0123U102899), поточний стан та напрямки подальшого розвитку фондового ринку, його впливу на розвиток переробної промисловості та зростання добробуту населення.

Об'єктом дослідження є процес формування та реалізації економічного потенціалу фондового ринку України.

Предметом дослідження є теоретико-методичні засади та науково-прикладні аспекти механізму реалізації економічного потенціалу фондового ринку України.

Мета дисертаційного дослідження – обґрунтувати теоретичні засади та розробити практичні рекомендації щодо підвищення ефективності реалізації економічного потенціалу фондового ринку України.

Завданнями дослідження, виходячи з цього, є:

- провести теоретичний аналіз сутності фондового ринку та його економічного потенціалу, його змісту, структури та функціонального значення в системі економічного розвитку;

- дослідити роль фондової біржі як ключового інституту інфраструктури та механізму реалізації економічного потенціалу фондового ринку;

- проаналізувати механізми біржових операцій та їх вплив на ефективність функціонування фондового ринку;

- встановити особливості та нові можливості формування інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості України як чинників реалізації економічного потенціалу фондового ринку;

- здійснити фундаментальний аналіз впливу макроекономічних факторів на індикативну вартість капіталу та обґрунтувати підхід до оцінювання економічного потенціалу фондового ринку України;

- дослідити роль поведінкових та інституційних чинників у формуванні дохідності та реалізації економічного потенціалу фондового ринку України;

- розробити моделі інтерпретації ринкових цін в умовах ірраціональної поведінки учасників фондового ринку;

- обґрунтувати роль урядових політик і національної виробничої структури у реалізації економічного потенціалу фондового ринку України;

- сформулювати шляхи та механізми реалізації економічного потенціалу фондового ринку України з урахуванням культурних та інституційних особливостей.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційної роботи становить сукупність методів наукового пізнання. Їхнє комплексне та системне застосування дозволило обґрунтувати теоретичні та методичні засади, а також сформувати практичні рекомендації щодо підвищення ефективності реалізації економічного потенціалу фондового ринку України з урахуванням інституційних особливостей в умовах повоєнного відновлення економіки та глобальних торговельних протистоянь.

В пп. 1.1, 1.2, 1.3 використано загальнонаукові методи (діалектичний метод, аналіз, синтез, індукція, дедукція, абстрагування, узагальнення, системний підхід, метод систематизації), а також спеціальні методи економічного пізнання – структурно-функціональний, інституційний та

порівняльний аналіз. Це дозволило розкрити сутність економічного потенціалу фондового ринку, уточнити понятійний апарат, визначити роль фондової біржі та охарактеризувати біржовий процес як цілісну систему. Для побудови графічних об'єктів було використано онлайн-інструмент draw.io.

В пп. 2.1, 2.2, 2.3 використано загальнонаукові методи (аналіз, синтез, індукція, дедукція, системний підхід), а також спеціальні економічні методи – фундаментальний, індексний, економетричний та компаративний аналіз. Для вивчення інституційних і поведінкових факторів застосовано інституційний підхід, методи класифікації та поведінкового аналізу. Їхнє поєднання дозволило виявити взаємозв'язки між інвестиційним кліматом, макроекономічними показниками, ринковим сентиментом та реалізацією економічного потенціалу фондового ринку України. Для розрахунків використано програмні пакети EViews 12 та Gretl.

В пп. 3.1, 3.2, 3.3 застосовано сукупність загальнонаукових методів (аналіз, синтез, індукція, дедукція, системний підхід), емпіричних та аналітичних методів (порівняльного, статистичного та історичного аналізу, економічного моделювання) та спеціальних методів (інституційний, соціологічний та поведінковий аналіз, метод сценарного планування). Їхнє комплексне застосування дало змогу виявити взаємозв'язки між інвестиційним кліматом, макроекономічними показниками та реалізацією економічного потенціалу фондового ринку України, а також обґрунтувати теоретичні й методичні засади та сформувати практичні рекомендації.

Інформаційною базою дослідження є фундаментальні праці українських та зарубіжних науковців у галузі діяльності фондового ринку, біржових операцій, економічної структури, національної культури та інституційного аналізу; інформаційно-аналітичні матеріали офіційних та приватних статистичних джерел.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у розвитку теоретико-методичних підходів до дослідження економічного потенціалу фондового ринку України в умовах взаємодії макроекономічних, інституційних і

поведінкових чинників. У дисертаційній роботі отримано нові наукові результати щодо закономірностей формування індикативної вартості капіталу на українському фондовому ринку, обмежень ефективності його функціонування, а також ролі інституційної якості й поведінкових чинників у формуванні інвестиційних процесів і структурної модернізації економіки України. Наукова новизна дослідження конкретизується такими положеннями:

вперше:

- розроблено комплексну інституційно-економічну концептуальну модель реалізації економічного потенціалу фондового ринку України, яка поєднує інституційну якість (індекс еліт) та інвестиційні процеси, і дозволяє емпірично обґрунтувати ключовий вплив інститутів та еліт на динаміку ВВП і можливості реалізації економічного потенціалу фондового ринку;

удосконалено:

- методичний підхід до аналізу індикативної (ефективної) вартості капіталу на фондовому ринку шляхом використання біржового індексу як інтегрального показника дохідності, що дозволило емпірично перевірити традиційний макроекономічний механізм трансмісії інвестицій через фондовий ринок, виявити його нефункціональність в українських умовах та обґрунтувати, що економічний потенціал фондового ринку України має переважно нереалізований характер і залежить від структурних та інституційних передумов, а не від дії стандартних ринкових каналів;
- інструментарій аналізу впливу поведінкових чинників на процеси ціноутворення на фондовому ринку шляхом урахування ринкового сентименту та суверенних рейтингових сигналів, що дозволило обгрунтувати неефективний характер функціонування українського ринку капіталу;
- підхід до інтерпретації ринкових цін в умовах ірраціональної поведінки учасників фондового ринку шляхом обґрунтування доцільності використання активних стратегій прогнозування як компенсаторного механізму неефективності ринкових сигналів;

- наукові уявлення про роль інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості у реалізації економічного потенціалу фондового ринку шляхом обґрунтування відмінностей між короткостроковими поведінковими реакціями інвесторів і довгостроковими інституційними передумовами інвестиційної активності, що дозволило встановити ключові особливості інвестиційних рішень в Україні, виявити нові можливості розвитку інвестиційного клімату та довести значення повноцінного фондового ринку для зниження вартості капіталу та розширення можливостей входу і виходу інвесторів;

набуло подальшого розвитку:

- теоретичне трактування сутності економічного потенціалу фондового ринку як інтегрального результату виконання функцій трансформації заощаджень, формування індикативної вартості капіталу та довгострокової фінансової рівноваги;
- теоретичне обґрунтування ролі фондової біржі як ключового інституційного елемента інфраструктури фондового ринку шляхом уточнення її функціональної природи, розмежування наслідуваних і унікальних функцій та доведення того, що саме їх поєднання формує інституційний механізм реалізації економічного потенціалу фондового ринку;
- трактування механізмів біржових операцій у контексті реалізації економічного потенціалу фондового ринку шляхом обґрунтування визначальної ролі етапу попереднього біржового аналізу, очікувань економічних агентів та вибору фінансових інструментів і типів біржових наказів у формуванні економічних результатів біржової діяльності;
- підходи до обґрунтування ролі державної економічної політики та виробничої структури у реалізації економічного потенціалу фондового ринку в контексті індустріально-технологічної модернізації економіки, що враховують обмежену чутливість індикативної вартості капіталу до змін базових макроекономічних параметрів в умовах інституційної специфіки функціонування фондового ринку України.

Практичне значення. У дисертації розроблено науково-методичні підходи, які можуть бути використані для реформування та відновлення економічної структури із використанням економічного потенціалу фондового ринку. Запропоновані підходи дозволяють інвесторам та інституційним учасникам ринку орієнтуватися в умовах недостатньої ефективності ринкових сигналів, а також визначати пріоритетні напрями інвестування з урахуванням інституційних обмежень та структури економіки. Результати дослідження можуть бути використані для оцінки інституційних обмежень розвитку ринку капіталу та формування економічної політики, спрямованої на розширення попиту на довгостроковий капітал, що сприятиме реалізації економічного потенціалу фондового ринку та досягненню довгострокового економічного ефекту. Ці підходи також дозволяють враховувати вимоги зовнішніх ринків, досвід зарубіжних країн, а також культурні та інституційні особливості України у процесі реіндустріалізації, відбудови та структурної трансформації економіки із залученням інструментарію фондового ринку.

Теоретичні висновки, науково-практичні рекомендації та інші результати проведених наукових досліджень, що викладені у дисертації, підтверджується довідками:

- ТОВ «Фондова компанія «Даліз-Фінанс» у частині інтеграції в аналітичну діяльність компанії запропонованих рекомендацій і методичних положень, зокрема у схему оцінки неекономічних чинників, що впливають на функціонування об’єктів інвестування, у визначення фундаментальних детермінант довгострокових тенденцій котирувань, а також у процедури ідентифікації оптимальних моментів придбання та реалізації активів у портфелі компанії (довідка №09/09-1 від 09.09.2025 р.);

- ТОВ «АТЗТ КОМПАНІЯ «САТУРН ДЕЙТА ІНТЕРНЕШНЛ» при розробці стратегії розвитку компанії, що пов’язана зі збільшенням контролю над ланцюжком створення доданої вартості продукції, що в результаті дозволить компанії збільшити маржинальність бізнесу, підвищенням інвестиційної привабливості компанії (в тому числі за рахунок зростання

маржинальності бізнесу), залученням капіталу через випуск боргових цінних паперів, а також отриманням доступу до пільгового фінансування для локальних виробництв (довідка №929-09 від 29.09.2025 р.);

- ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК» про використання результатів, що були отримані автором особисто, у процесі викладання дисциплін «Фінансова економетрика» та «Аналітичне прогнозування фондового ринку», а саме: інструментарій аналізу впливу поведінкових чинників на процеси ціноутворення на фондовому ринку та методичний підхід до аналізу індикативної (ефективної) вартості капіталу на фондовому ринку шляхом використання біржового індексу як інтегрального показника дохідності (довідка №16/13 від 26.12.2025 р.).

Апробація результатів дослідження. Одержані висновки й положення дисертаційної роботи доповідалися та обговорювались на 13 конференціях: IV Міжнародна конференція «Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку» (м. Київ, 7-8 грудня 2022 р.), Міжнародна наукова інтернет-конференція «Світ наукових досліджень» (м. Тернопіль, Україна – м. Переворськ, Польща, 16-17 лютого 2023 р.), Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Вітчизняна наука на зламі епох: проблеми та перспективи розвитку» (м. Переяслав, 17 лютого 2023 р.), XV Міжнародна науково-практична конференція «Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті» (м. Кам'янець-Подільський 11 травня 2023 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Стратегії управління інноваціями в сучасній економіці» (м. Одеса, 1 вересня 2023 р.), V Міжнародна конференція «Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку» (м. Київ, 7-8 грудня, 2023 р.), IV Наукова конференція «Сучасний менеджмент організації: витоки, реалії та перспективи розвитку» (м. Київ, 18 квітня 2024 р.), Міжнародний форум «EFBM 3.0. Від відновлення до зростання» (м. Київ, 21-24 травня 2024 р.), XVI Міжнародна науково-практична конференція «Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті» (м. Кам'янець-

Подільський, 16 травня 2024 р.), 4th International Conference on Corporation Management (м. Таллін, 26 квітня 2024), III Круглий стіл «Антикризове управління: імператив сучасної економіки» (м. Київ, 8-9 листопада 2024 р.), VI Міжнародна конференція «Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку» (м. Київ, 5-6 грудня, 2024 р.), XXVI Міжнародна науково-практична конференція «Проблеми і перспективи інноваційного розвитку економіки в контексті інтеграції України в Європейський науково-інноваційний простір» (м. Київ, 15 травня 2025 р.).

Публікації. Основні положення та результати дисертаційного дослідження опубліковані у 20 наукових працях загальним обсягом 7,05 др. арк., з яких особисто автору належить 6,50 др. арк., у тому числі 5 статей у наукових фахових виданнях України, 2 статті – у міжнародних наукових журналах, а також 13 – матеріали участі у науково-практичних конференціях різного рівня.

Структура та обсяг дисертаційної роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Загальний обсяг роботи становить 386 сторінок. Основний зміст дисертації викладено на 185 сторінках. Робота містить 33 таблиці, 41 рисунок. Список використаних джерел з 488 найменувань викладено на 52 сторінках. Додатки: А, Б, В, Д, Е, Ж, И, К, Л, М на 130 сторінках.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ЕКОНОМІЧНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ФОНДОВОГО РИНКУ

1.1. Економічний потенціал, зміст та функціональне значення фондового ринку

У сучасній економічній теорії поняття економічного потенціалу використовується для характеристики здатності економічних систем різного рівня до розвитку, зростання та структурної трансформації. Воно застосовується для аналізу національних економік, регіонів, галузей і окремих підприємств, відображаючи сукупність наявних ресурсів, можливостей, інституційних умов і механізмів їх реалізації. Водночас у науковій літературі відсутнє єдине усталене трактування економічного потенціалу, що зумовлює існування кількох концептуальних підходів до його інтерпретації. Як свідчить аналіз наукових джерел, економічний потенціал розкривається через різні аналітичні призми – як межа довгострокового економічного зростання, як простір технологічних і виробничих можливостей, як сукупність ресурсів і компетенцій суб'єктів господарювання або як здатність територій і галузей формувати конкурентні переваги. Відповідні підходи формувалися в межах різних наукових традицій і застосовуються залежно від рівня аналізу та дослідницьких цілей. З метою систематизації наявних підходів та забезпечення порівнянності трактувань у таблиці 1.1 узагальнено основні напрями інтерпретації поняття «економічний потенціал», згруповані за спільним рівнем аналізу та логікою його розуміння.

Представлені в таблиці 1.1 узагальнені визначення відображають спільні риси відповідних наукових підходів і слугують теоретичною основою для подальшого обґрунтування авторського трактування економічного потенціалу фондового ринку.

Таблиця 1.1

Підходи до трактування поняття «економічний потенціал» у сучасній економічній теорії

Автори	*Рівень/термінологічні відповідники/Ключовий аналітичний акцент*	*Узагальнене трактування економічного потенціалу*
Макроекономічний та системний економічний потенціал		
J. Schumpeter [1]; R. Solow [2]; M. Okun [3]; M. Romer [4]; D. Rodrik [5]; M. Mazzucato [6]; Е. Райнерт [7]; Е. де Сото [8]	Макро; economic development, potential output, growth capacity, structural transformation, increasing returns, state / mission capacity; інновації, продуктивність, структура економіки, роль держави	Економічний потенціал трактується як здатність економічної системи до довгострокового зростання та розвитку, що визначається інноваціями, продуктивністю, виробничою структурою та державною спроможністю формувати умови розвитку.
Мезорівень: структурно-технологічний та еволюційний потенціал		
R. R. Nelson & S. G. Winter [9]; G. Dosi [10]; R. Hausmann et al. [11].	Мезо; capabilities, technological paradigms, productive capabilities; Технологічні траєкторії, економічна складність.	Економічний потенціал розглядається як простір технологічних і виробничих можливостей, сформований накопиченими здібностями, знаннями та їх комбінаторикою, що визначають можливі траєкторії розвитку економіки.
Мікроекономічний економічний потенціал підприємства		
О. Богма, І. Ганечко та В. Лимар [12]; Т. Васильців., Н. Міценко, О. Мульска та В. Зайченко [13]; О. Ареф'єва та Д. Долженко [14]; Т. Гусаковська та О. Середа [15]; О. Красноруцький, Т. Маренич та Г. Прусова [16].	Мікро; Економічний потенціал підприємства; Ресурси, ефективність, стратегічний розвиток.	Економічний потенціал трактується як сукупність ресурсів, резервів, компетенцій і можливостей підприємства, здатних забезпечити його розвиток, ефективність і досягнення стратегічних цілей.
Регіональний та галузевий економічний потенціал		
M. Roberts [17]; N. Putra [18]; Є. А. Бобров [19]; О. Г. Чумаченко [20]; І. І. Румик [21].	Регіон / галузь; regional economic potential, economic potential index, економічний потенціал галузі; Просторовий розвиток, індексні та прикладні оцінки.	Економічний потенціал визначається як здатність території або галузі мобілізувати ресурси, формувати конкурентні переваги та реалізовувати можливості розвитку через інституційні та інвестиційні механізми.

Джерело: сформовано автором на основі узагальнення підходів, представлених у наукових джерелах, зазначених у чарунках таблиці.

Узагальнення наукових підходів дозволяє виокремити макроекономічний, мезоструктурний, мікроекономічний та галузево-регіональний рівні трактування економічного потенціалу.

Наведені визначення мають узагальнений характер і відображають спільні риси відповідних наукових підходів. Попри широку представленість категорії «економічний потенціал» у сучасній економічній теорії, у науковій літературі відсутнє усталене визначення економічного потенціалу фондового ринку як окремого економічного інституту, що зумовлює необхідність його авторського концептуального обґрунтування в межах даного дослідження.

У межах даного підрозділу поняття «економічний потенціал фондового ринку» використовується як інтегральна сукупність економічних ефектів, що можуть бути сформовані внаслідок реалізації його функцій за умови належної якості інституційного середовища та ефективної взаємодії ринкових механізмів. Відповідно, логіка підрозділу вибудовується у три взаємопов’язані блоки: (1) уточнення змісту й сутності фондового ринку як інституційної підсистеми; (2) систематизація його ключових функцій; (3) обґрунтування того, яким чином реалізація зазначених функцій формує економічні ефекти, що у сукупності становлять його економічний потенціал. Такий підхід дозволяє поєднати категорії «зміст», «функціональне значення» та «економічний потенціал» в єдину аналітичну конструкцію.

Фондовий ринок розвиненої економіки є вагомою складовою загального ринкового механізму через його роль та значення в діяльності та розвитку суб’єктів такої економіки, а відтак і в розвитку держави. Саме через фондовий ринок в цільовій моделі має відбуватись перерозподіл виробничих та спекулятивних капіталів, нагромаджених фінансово-кредитними інститутами, корпораціями, підприємствами та приватними особами, а разом з цим – перерозподіл прав власності. Виходячи з цього, як і будь-якій іншій країні, Україні потрібен функціонуючий ефективний фондовий ринок, який забезпечує оперативне перетворення заощаджень суб’єктів економіки в інвестиції, а також

стимулює суб'єкти до розвитку та прозорості в процесі конкуренції за фінансові ресурси.

З огляду на багатоваріантність підходів до трактування фондового ринку в нормативних та наукових джерелах, доцільним є їх систематизоване узагальнення за домінуючим аналітичним фокусом. Етимологічно «фонд» пов'язаний із поняттями запасів/ресурсів/капіталу, тоді як «ринок» у сучасному розумінні охоплює інституції, процедури та відносини обміну, що формують ціни [22; 23]. Систематизоване узагальнення основних підходів до визначення фондового ринку, представлених у нормативних та наукових джерелах, наведено в таблиці 1.2:

Таблиця 1.2

Підходи до визначення фондового ринку в нормативних та наукових джерелах

Джерело	***Фокус***	***Ключові елементи дефініції***	***Робочий висновок для дослідження***
[22; 23]	Етимологічно-довідковий	«Фонд» як ресурси/капітал; «ринок» як інституції та відносини обміну	Фондовий ринок трактується як інституційно впорядкований обіг капіталу.
[24]	Нормативний	Сукупність учасників і правовідносин щодо емісії, обігу, викупу, обліку цінних паперів.	Фіксується правова рамка: операції, учасники, інструменти.
[25; 26; 27; 28; 29]	Структурний	Ринок цінних паперів; акцент на довгострокових паперах; відмежування від грошового ринку.	Підкреслюється місце фондового ринку у фінансовому ринку.
[30; 31; 32; 33; 34]	Функціональний	Мобілізація ресурсів для інвестицій; розподіл/перерозподіл; перетворення накопичень на капітал.	Базова функціональна логіка для переходу до функцій ринку.
[35]	Системний/ регуляторний	Частина ринку капіталів; «цінні папери як особливий товар»; перетік капіталу між галузями.	Обґрунтовується алокаційна роль і структурні ефекти (як наслідок).
[36; 37; 38; 39]	Інституційно-правовий	Система економічних і правових відносин у випуску та обігу; позика і співвласність.	Вбудовуються права власності/зобов'язання в сутність ринку.

Продовження таблиці 1.2

[40; 41; 42; 43]	Прикладний	Крім акцій/облігацій – інструменти грошового ринку, деривативи.	Враховуємо ширший інструментальний спектр.
[34; 44]	Функціонально-операційний	Розміщення, обіг, облік цінних паперів; акумулювання і перерозподіл ресурсів.	Узгоджується з логікою «мобілізація → розподіл».
[45; 46]	Критичний	Відрив фінансових потоків від реального сектору; спекулятивність вторинного ринку.	Використовуємо як застереження щодо інтерпретацій вторинного ринку
[47]	Ринковий механізм	Механізм зведення покупців/продавців; первинний/вторинний ринки; ринок грошей та капіталу.	Підкреслюємо мікромеханіку функціонування і сегментацію
[48]	Акційний фокус	Ринок акцій; очікування щодо майбутніх розміщень.	Використовуємо для пояснення ролі очікувань і ринкових сигналів
[49]	Ринок капіталу	Борг та акції як ринок капіталу; правила емісії, інвестування, торгівлі.	Підтримує трактування як «конвенції/інституційного порядку»

Джерело: сформовано автором на основі узагальнення підходів, представлених у наукових джерелах, зазначених у чарунках таблиці.

Окремі автори акцентують увагу на спекулятивному характері операцій та відриві фінансових потоків від реального сектору, що відображає критичний підхід до функціонування фондового ринку. Узагальнення наведених підходів свідчить, що попри відмінності у рівні абстракції (нормативний, функціональний, інституційний, інструментальний), спільним ядром дефініції є трактування фондового ринку як системи інституцій та відносин, у межах яких здійснюється емісія й обіг фінансових інструментів, що опосередковують рух капіталу [24; 30; 36]. Саме така рамка є релевантною для подальшого розкриття функцій фондового ринку та переходу до визначення його економічної сутності й потенціалу.

Відмітимо також, що такої кількості різних формулювань для однієї сутності можна уникнути, якщо підійти до її визначення через принципу наслідування, який є базовим в об’єктно-орієнтованому програмуванні [50]. Згідно даного принципу дочірні класи сутності будуть наслідувати властивості

материнського класу з можливими модифікаціями, які притаманні конкретному екземпляру дочірнього класу. Застосування принципу наслідування дає змогу формалізувати місце фондового ринку в системі ринків та логіку «від базових функцій – до економічних результатів», що доцільно представити у вигляді ієрархічної схеми (рис. 1.1):

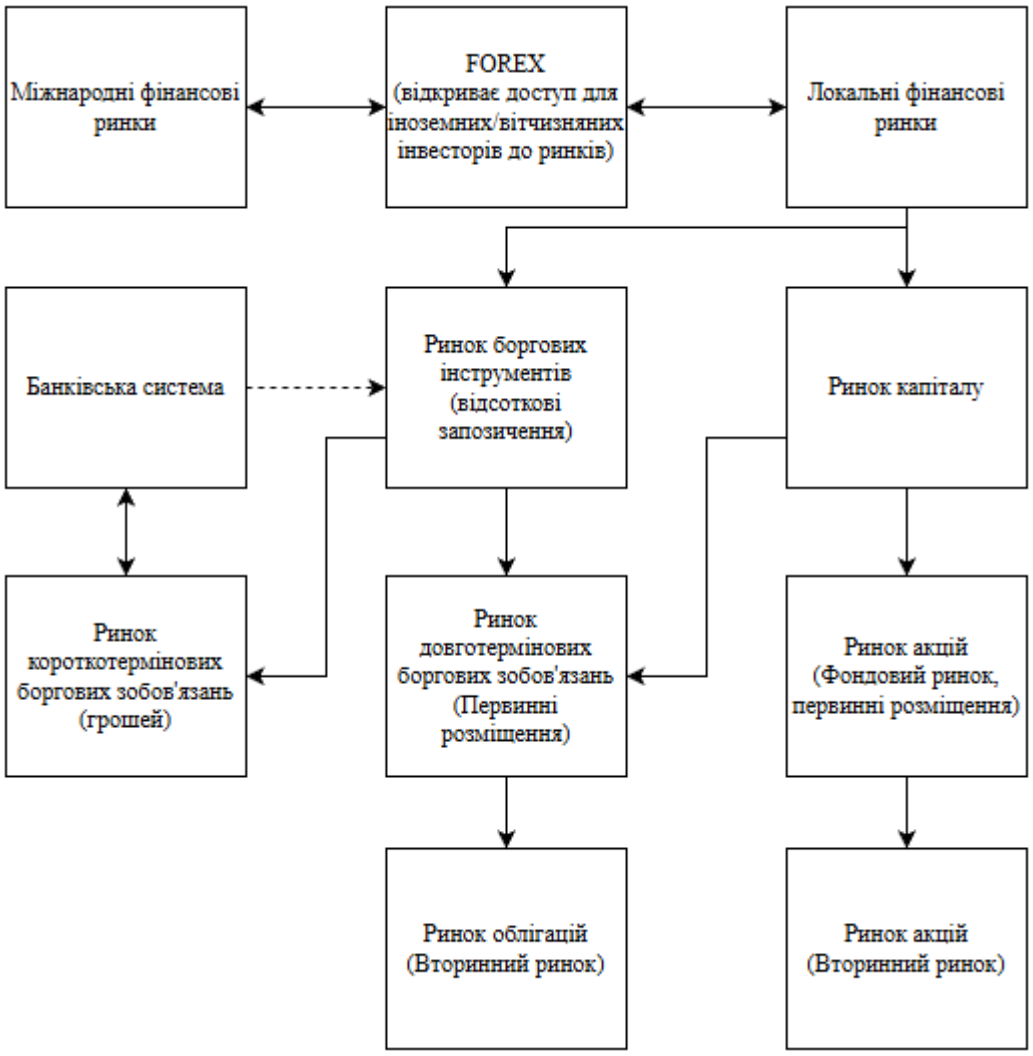


Рис. 1.1. Архітектура фінансової системи та канали мобілізації капіталу

Примітка: пунктирною стрілкою позначено посередницькі та інфраструктурні функції банків (андеррайтинг, дилерські та кастодіальні операції).

Джерело: побудовано автором за: [49; 51-55]

Окремо хочемо відмітити роль банківської системи, яка відіграє ключову роль у функціонуванні ринку грошей та кредитного ринку, забезпечуючи мобілізацію й перерозподіл коротко- та середньострокових фінансових

ресурсів. Водночас у межах ринку капіталу банки виконують допоміжні та інфраструктурні функції (андеррайтинг, брокерські, депозитарні послуги), не будучи при цьому його структурним ядром. У зв'язку з цим у схемі банки виокремлено як самостійний інституційний елемент фінансової системи, що пов'язує ринок грошей із ринком капіталу через інфраструктурні та посередницькі механізми, не підміняючи при цьому ринкові канали мобілізації довгострокового капіталу.

У подальшому викладенні принцип наслідування використовується як аналітична метафора для ієрархічного впорядкування економічних категорій, а не як формалізована технічна модель. Дивлячись на дану схему через призму принципу наслідування ми можемо побудувати наступний логічний ланцюг наслідування атрибутів:

1) сутність «міжнародні фінансові ринки» апріорі наслідує властивості надкласів «ринкова економіка», «ринок» та «фінансовий ринок» (відсутні на схемі для спрощення візуалізації). Специфічними властивостями сутності є означення масштабу покриття: «міжнародні». У межах даної схеми поняття «міжнародні фінансові ринки» використовується не як окрема інституційна форма, а як рівень інтеграції фінансових ринків, що відображає можливість транскордонного доступу інвесторів до національних сегментів;

2) сутність «локальні фінансові ринки», в свою чергу, наслідує властивості сутності «міжнародні фінансові ринки», при цьому специфічною властивістю на даному рівні теж виступає географічний аспект покриття;

3) сутність «ринок капіталу» наслідує властивості сутності «локальний фінансовий ринок», зі специфічний атрибутів сутності тут маємо те, що об'єктом, навколо якого виникають відносини, виступають середньо- та довгострокові фонди;

4) логічно слідуючи далі, сутність «фондовий ринок» отримує всі властивості батьківських класів, при цьому додаються специфічні атрибути, а саме:

a) цінними паперами, які опосередковують відносини, тут виступають акції та довгострокові облігації;

b) які, в свою чергу, мають унікальні властивості, (наприклад: дають право на участь в прибутках компанії-емітента; дають право (за умови утримання пакету акцій певного розміру) на участь в управління компанією; дають право на першочергове отримання коштів (для привілейованих акцій) у порівнянні з іншими (тримачами простих акцій) у випадку ліквідації компанії; дають право на конвертацію в акції (для деяких облігацій));

c) поділ на «первинний» та «вторинний» ринки;

d) та, відповідно, поділ інвесторів на класи (основну роль у «первинних» розміщеннях відіграють інституційні інвестори, а на «вторинному» ринку уже торгуються акції, які викуплені на первинних розміщеннях або ж придбані раніше на цьому ринку).

Враховуючи сказане вище, а також виходячи із філософського принципу достатньої ґрунтовності («Numquam ponenda est pluralitas sine necessitate»), пропонуємо наступне трактування терміну «фондовий ринок»: підсистема ринкової економіки, де в ході економіко-правових відносин між його учасниками відбувається рух капіталів та прав власності, що опосередковується у формі цінних паперів (титулів власності), та встановлюється довгострокова рівноважна ціна на фінансовий капітал.

Таким чином, побудована схема дозволяє розглядати фондовий ринок не як ізольований набір інструментів або операцій, а як похідну, але структурно автономну підсистему фінансового ринку з власними функціями та економічними ефектами. Це, у свою чергу, створює підстави для переходу від структурно-функціонального аналізу до розкриття сутності поняття «фондовий ринок».

Для коректного використання категорії «сутність фондового ринку» в подальшому аналізі доцільно коротко уточнити її зміст як наукової (теоретичної) категорії, після чого перейти до систематизації наявних підходів до визначення сутності фондового ринку в нормативних і наукових джерелах.

Термін «сутність» (лат. essentia, substantia) є філософською категорією, і був вперше використаний Арістотелем для визначення основного в предметі, такого, що обумовлено глибинними зв'язками, має власні тенденції розвитку та пізнається патернами теоретичного мислення. Арістотель відмічав сутність як першу серед десяти категорій, якими можливо описати буття. Філософ вважав, що сутність – це те одиничне, що володіє самостійним буттям («суть буття»), а головною особливістю «сутності» визначав те, що «будучи тотожною однині, вона здатна приймати протилежності» [56].

Проаналізувавши підходи, які існують сьогодні щодо визначення сутності фондового ринку, можемо констатувати, що підходи науковців базуються або на визначенні сутності через функції, які виконує фондовий ринок в національному господарстві, і які часто є різнонаправленими (протилежними), або через вплив, який фондовий ринок чинить на економіку. В українській науковій традиції фондовий ринок переважно розкривається через сукупність функцій, які він виконує в національній економіці. Такий підхід є характерним для значної частини досліджень, у межах яких сутність фондового ринку ототожнюється з колом економічних, фінансових та інституційних завдань, що вирішуються в процесі обігу цінних паперів.

Зокрема, О. М. Мозговий пропонує одну з найбільш розгорнутих класифікацій функцій фондового ринку, охоплюючи акумулювання та концентрацію фінансових ресурсів, оптимізацію галузевої та регіональної структури економіки, балансування попиту і пропозиції капіталу, формування інститутів власності та менеджменту, розвиток венчурного фінансування, інтеграцію у світову економічну систему тощо. Така деталізація дозволяє розглядати фондовий ринок як багатофункціональний механізм, вплив якого виходить за межі суто фінансової сфери [25].

О. Д. Василик, ототожнюючи фондовий ринок з ринком цінних паперів, акцентує увагу передусім на його ролі у мобілізації, розподілі та перерозподілі фінансових ресурсів з метою забезпечення інвестиційних потреб економіки. У

цьому підході розподільча функція фактично виступає ключовою для розкриття економічної сутності фондового ринку [30].

Подібної логіки дотримуються П. І. Юхименко, В. М. Федосов та Л. Л. Лазебник, які розглядають фондовий ринок як складову фінансового ринку та наголошують на його ролі у трансформації заощаджень в інвестиції, перерозподілі капіталу та підвищенні ефективності його використання [27]. М. А. Ліпич [44] і Д. М. Лаповський [57] також трактують фондовий ринок передусім як економічне явище, в межах якого формуються та реалізуються відносини з приводу обігу капіталу через цінні папери.

В. Г. Гноєвий та К. І. Резяпов [33], О. І. Шаманська та С. М. Слободиський [32] доповнюють функціональний підхід класифікацією функцій за етапами обігу цінних паперів, підкреслюючи, що фондовий ринок вирішує комплекс завдань як на первинному, так і на вторинному сегментах. О. В. Третякова, В. М. Харабара та Р. І. Грешко, О. О. Середа, а також низка інших авторів розглядають фондовий ринок як інституційний механізм, що забезпечує акумулювання ресурсів, формування інвестиційних потоків і впливає на структурні зрушення в економіці [26; 29; 31; 34; 38; 39; 42; 43; 58].

Таким чином, в українських дослідженнях домінує підхід, за якого сутність фондового ринку пояснюється через перелік функцій, які він виконує. Водночас у межах такого підходу недостатньо уваги приділяється умовам та обмеженням реалізації цих функцій, а також чинникам, що визначають ефективність їх трансмісії в макроекономічні результати.

Обмеженість суто функціонального підходу зумовлює необхідність залучення інституційної та поведінкової перспективи до аналізу фондового ринку. У межах неокласичної парадигми фондовий ринок розглядається як ефективний механізм, а очікування економічних агентів – як раціональні, що забезпечує автоматичну реалізацію його функцій [59; 60].

Натомість інституційна економічна теорія наголошує, що ефективність ринкових механізмів визначається не лише їх формальною наявністю, а й якістю інститутів, правил та стимулів, у межах яких діють економічні агенти.

Класичні праці Р. Коуза [61], О. Вільямсона [62-64], Д. Норта [65; 66], Е. Острома [67] демонструють, що саме якість інституційного середовища визначає характер економічної поведінки, рівень трансакційних витрат та здатність ринків виконувати свої функції.

Поведінкова економіка доповнює інституційний підхід, вказуючи на систематичні відхилення від раціональності у прийнятті економічних рішень. Роботи Д. Канемана і А. Тверскі [68], Г. Саймона [69] доводять, що когнітивні обмеження, евристики та упередження впливають на формування очікувань і поведінку учасників ринку. Для фондового ринку це проявляється, зокрема, у стадній поведінці, інформаційних каскадах та неефективному ціноутворенні [70-73].

З урахуванням цього фондовий ринок слід розглядати не лише як сукупність формально визначених функцій, а як інституційно та поведінково зумовлений механізм, ефективність якого залежить від здатності економічних агентів формувати узгоджені очікування та діяти в межах стабільних правил гри.

Поведінковою та макроекономічною основою функціонування фондового ринку є заощадження економічних агентів. Їх роль у процесах нагромадження капіталу та економічного зростання розкривалася ще в класичних і неокласичних теоріях економіки. А. Сміт [74], Т. Мальтус [75], А. Маршалл [76] у межах аналізу грошей і доходів розглядали заощадження як складову доходів різних соціальних груп та передумову накопичення багатства. Дж. М. Кейнс пов’язував схильність до заощадження з рівнем доходів і макроекономічною рівновагою і зазначав, що схильність до заощаджень в бідних та заможних суспільствах – різна, що виступає однією з причин формування економічних циклів [77].

Подальший розвиток цієї логіки відбувся в моделях Харрода–Домара [78; 79], Р. Солоу [2], а також у працях С. Кузнеця [80], Д. Робертсона [81; 82], М. Фрідмана та А. Шварца [83; 84], де заощадження розглядаються як ключовий фактор формування інвестицій, капіталоозброєності праці та

довгострокових темпів економічного зростання, а також як елемент циклічної та монетарної динаміки економіки. Водночас підкреслюється, що ефективність перетворення заощаджень в інвестиції залежить від інституційних механізмів їх мобілізації та розподілу.

У сучасних умовах розвиток національних фінансових систем відбувається у тісному взаємозв'язку з процесами глобалізації фінансових потоків. Інтеграція національних фінансових ринків у глобальні ринки капіталу посилює значення механізмів фінансово-інвестиційної діяльності, що забезпечують мобілізацію та перерозподіл інвестиційних ресурсів між економічними агентами. Як зазначає Є. В. Редзюк, трансформація глобальних ринків капіталу істотно впливає на структуру міжнародних фінансових потоків і умови залучення інвестицій у національні економіки [85].

У цьому контексті фондовий ринок виступає важливим каналом трансформації заощаджень у довгостроковий капітал, а також механізмом перерозподілу ресурсів між галузями, секторами та економічними агентами.

Окрему групу становлять дослідження, присвячені аналізу впливу фондового ринку на економічне зростання. Низка емпіричних робіт фіксує позитивний зв'язок між розвитком фондового ринку, його ліквідністю, капіталізацією та темпами зростання ВВП [86-92]. У цих дослідженнях фондовий ринок розглядається як трансмісійний механізм, що знижує інвестиційні ризики, полегшує доступ до капіталу та сприяє ефективнішому розподілу ресурсів.

Водночас результати для країн з перехідною економікою та слабкими інститутами є значно менш однозначними: за умов спекулятивного характеру операцій або надмірного державного втручання фондовий ринок може не чинити статистично значущого впливу на економічне зростання [93; 94]. А. Смізерс також підкреслює, що роль фондового ринку в довгостроковій динаміці економіки значною мірою залежить від інституційних та поведінкових факторів [95].

Таким чином, вплив фондового ринку на економічне зростання не є універсальним і визначається якістю інституційного середовища, структурою ринку та характером поведінки його учасників.

Узагальнення наведених підходів дозволяє систематизувати функції фондового ринку та виокремити ключові трансмісійні механізми його впливу на інвестиційну активність і економічне зростання. Агрегований перелік таких функцій подано в таблиці 1.3.

Таблиця 1.3

Агреговані функції фондового ринку

№	***Функція***
1	Трансформаційна (перетворення заощаджень в інвестиції).
2	Балансування попиту і пропозиції капіталу (встановлення ціни рівноваги).
3	Розподільча (розподіл ресурсів між секторами та галузями народного господарства).
4	Концентрація вільних коштів, створення передумов для формування великого капіталу.
5	Збільшення довіри інвесторів і створення передумов для участі в первинних розміщеннях (пов'язана із функцією забезпечення ліквідності).
6	Формування звички до заощаджень.
7	Залучення іноземного капіталу.
8	Вирівнювання норми прибутку на вкладений капітал між галузями та регіонами.
9	Оптимізація структури народного господарства.
10	Стимулювання виникнення нових господарських інститутів.
11	Збільшення долі капітальних вкладень у валовому національному продукті та національному доході.
12	Коригування курсу національної валюти.
13	Скорочення суспільних витрат обігу.
14	Інформаційна (оцінка новин, розкриття інформації про емітентів, формування очікувань учасників ринку).
15	Стабілізаційна (вилучення надлишкової грошової маси з обороту).
16	Стимулювання економічного росту (справедливо для країн із розвиненим фондовим ринком).
17	Створення умов для інтеграції у регіональну та світову економічну систему.
18	Обслуговування емісії та обігу цінних паперів.
19	Перерозподіл та упорядкування прав власності.
20	Сприяння ефективній приватизації.
21	Забезпечення ліквідності.
22	Забезпечення можливості управління ризиком.
23	Сприяння розвитку науково-технічних досягнень.
24	Формування інституту власників.
25	Формування інституту найманих менеджерів.
26	Формування економічного потенціалу.

Джерело: складено автором за: [25; 27; 29-33; 44; 58; 70-73; 86-90; 92-99]

Можемо констатувати, що серед функцій фондового ринку, які наводять дослідники, є як суто економічні, так і такі, що стосуються дотичних до економіки сфер суспільного життя. У зв'язку із багатогранністю сьогоденної реальності, складною організацією господарства окремо взятої країни, механізмів її взаємодії з іншими економіками регіону та світу в цілому, окремо дані функції розглядати не можливо. При цьому, для виокремлення суті явища ми відобразимо схематично взаємозв'язки між даними функціями та виявити серед них первинні та похідні (рис. 1.2):

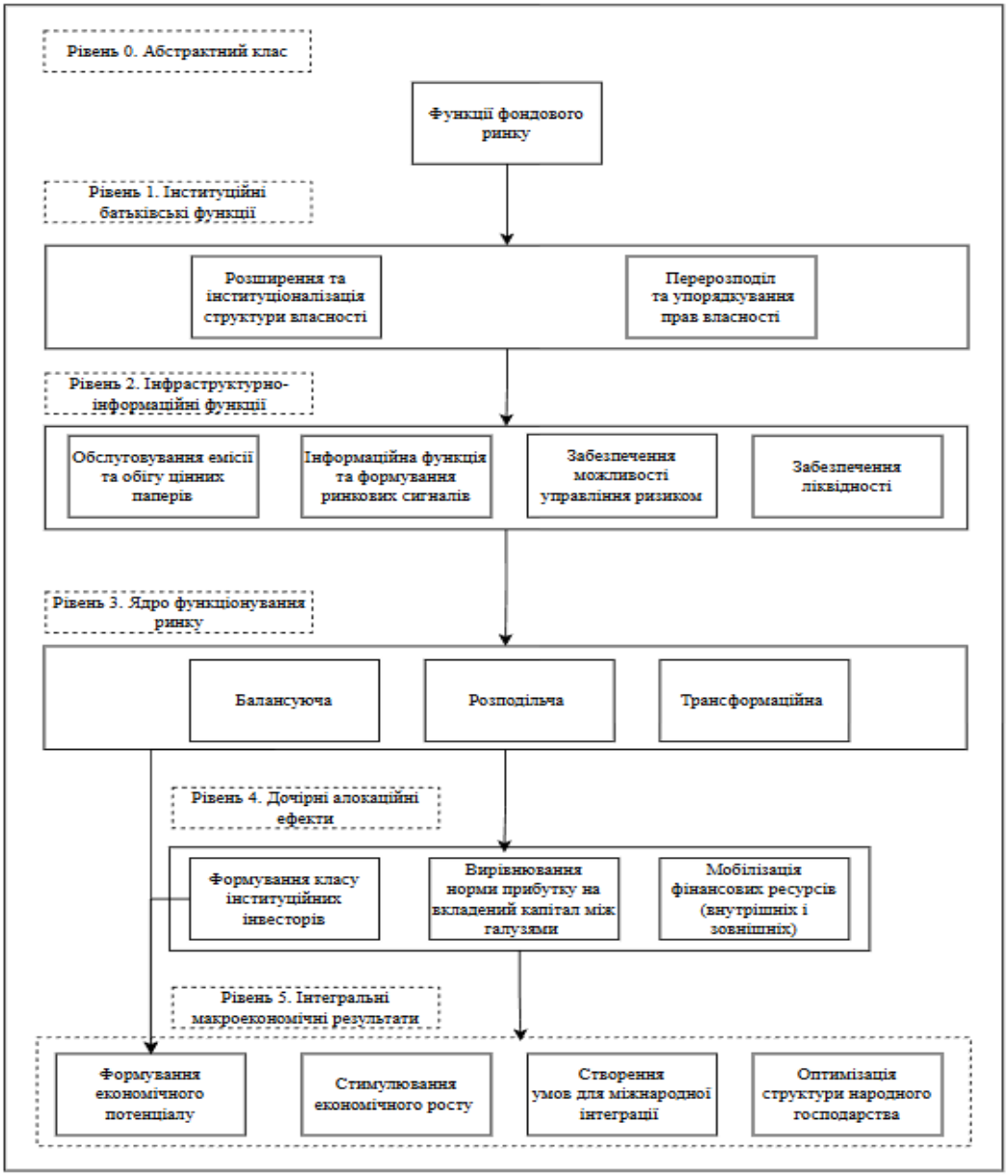


Рис. 1.2. Взаємозв'язок між функціями фондового ринку

Джерело: побудовано автором за: [25; 27; 29, 30; 32, 33; 44; 58; 70-73; 86-90; 92-99]

На основі узагальнення представленої схеми функції фондового ринку доцільно розглядати не як однорідний перелік, а як ієрархічно впорядковану систему, у межах якої базові інституційні та інфраструктурні функції уможливлюють реалізацію операційного ядра ринку, а алокаційні та макроекономічні ефекти формуються як похідний результат їх узгодженої дії.

До ядра функціонування фондового ринку належать трансформаційна, балансуюча та розподільча функції. Трансформаційна функція полягає у перетворенні заощаджень економічних агентів у довгострокові інвестиції; балансуюча – у формуванні рівноважних параметрів ціни капіталу, обсягу пропозиції заощаджень та попиту на інвестиційні ресурси; розподільча – у спрямуванні фінансових ресурсів до секторів, галузей та суб'єктів господарювання, здатних забезпечити їх найбільш ефективне використання та сплатити відповідну ринкову ціну власникам капіталу. Нерозривно пов'язаною з розподільчою є функція перерозподілу та впорядкування прав власності, виконання якої забезпечує можливість економічної реалізації фінансових активів та функціонування фондового ринку як інституційного механізму.

Реалізація зазначених функцій можлива лише за наявності розвиненого інституційно-інфраструктурного середовища, яке включає інформаційну функцію та формування ринкових сигналів, забезпечення ліквідності, можливості управління ризиком, а також обслуговування емісії та обігу цінних паперів. Саме ці елементи створюють умови для прозорості ринку, формування очікувань економічних агентів та координації їхніх інвестиційних рішень.

Виходячи з цього, а також з урахуванням того, що економіка як наука за своєю суттю досліджує механізми розподілу обмежених ресурсів для задоволення необмежених потреб, економічну сутність фондового ринку як складової ринкової економіки доцільно визначати як інституційно впорядкований механізм трансформації заощаджень у довгостроковий капітал та їх розподілу між економічними агентами відповідно до ринкових сигналів, очікувань і ціни капіталу.

У цьому контексті економічний потенціал фондового ринку на даному етапі дослідження пропонується трактувати як інтегральну сукупність економічних ефектів, які можуть бути сформовані внаслідок реалізації його функцій за умови належної якості інституційного середовища та ефективної взаємодії ринкових механізмів. Йдеться не про автоматично гарантований результат, а про можливий масштаб впливу фондового ринку на інвестиційну активність, економічне зростання та структурні зрушення в національній економіці. Відповідно, апелюючи до схеми, формування економічного потенціалу фондового ринку доцільно пов’язувати не з усією сукупністю алокаційних ефектів, а з тими функціями, які виконують роль ключових трансмісійних механізмів. Зокрема, потенціал фондового ринку формується через здатність ринку трансформувати заощадження в інвестиції, ефективно розподіляти капітал між економічними агентами, мобілізувати фінансові ресурси достатнього масштабу та забезпечувати довгострокову участь інституційних інвесторів. Саме узгоджена дія цих функцій визначає можливий, але не гарантований, внесок фондового ринку в економічний розвиток.

У подальшому аналізі буде розкрито роль фондової біржі та механізмів біржових операцій у реалізації зазначеного економічного потенціалу, а також оцінено поточний рівень його фактичної реалізації у економіці України. Окрему увагу буде приділено умовам інституційного, макроекономічного та поведінкового характеру, за яких економічний потенціал фондового ринку може бути реалізований у повному обсязі.

1.2. Фондова біржа як основний інститут інфраструктури та механізм реалізації економічного потенціалу фондового ринку

Економічна сутність фондового ринку полягає у виконанні функції перерозподілу капіталу між секторами економіки з метою його ефективнішого використання, а також у формуванні рівноважних цін на фінансові ресурси.

Поряд із цим фондовий ринок виконує низку взаємопов'язаних функцій, які впливають на поведінку та очікування економічних агентів у реальному секторі, сприяючи реалізації економічного потенціалу та визначаючи динаміку економічного зростання. У цьому контексті подальший аналіз потребує з'ясування механізмів, через які здійснюється відповідний розподіл, а також ролі інституцій, що опосередковують ці процеси. Ключовою серед них є фондова біржа, місце та функції якої в системі фондового ринку потребують окремого теоретичного осмислення.

Для коректного аналізу сутності фондової біржі доцільно звернутися до етимології поняття. Термін «біржа» походить від грецького слова byrza («сумка»), яке через німецьке borse та голландське blurs поширилося європейськими мовами як позначення організованого місця торгівлі товарами та цінними паперами. В англомовній традиції використовується термін exchange («обмін»), який у поєднанні з уточнюючими означеннями (stock, commodity) вказує на відповідний сегмент ринку [96]. Уже на рівні етимології біржа постає як інституційно оформлений простір обміну та концентрації економічних інтересів.

У сучасній нормативній та науковій традиції поняття фондової біржі трактується неоднозначно. Так, у Великій українській енциклопедії фондова біржа визначається як організаційно оформлений, постійно діючий організований ринок цінних паперів, на якому здійснюється купівля-продаж біржових товарів і укладаються відповідні угоди, а її діяльність регламентується законодавством, статутом і правилами біржі [100].

У нормативній базі України фондова біржа розглядається передусім як суб'єкт організації торгів. Зокрема, у Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» зазначається, що терміни «фондова біржа», «оператор регульованого ринку» та похідні від них можуть використовуватися виключно юридичними особами, які мають ліцензію на провадження професійної діяльності з організації торгівлі фінансовими інструментами [24].

Таким чином, у законодавстві акцент робиться на інституційному та процедурному аспектах діяльності біржі.

Окремі підзаконні нормативні акти додатково конкретизують прикладні функції біржі. Так, у рішенні Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1853 фондова біржа визначається як організатор аукціону з реалізації цінних паперів, на які звернено стягнення [101]. Водночас такі визначення мають вузько регуляторний характер і не розкривають економічної сутності фондової біржі як елементу фондового ринку.

Для глибшого розуміння функціонування фондової біржі в нормативному полі доцільно розглянути трактування поняття «фінансовий інструмент», адже саме операції з ними формують предмет біржової діяльності. У Фінансовому регламенті Європейського Союзу фінансові інструменти визначаються як спосіб надання фінансової підтримки за рахунок бюджету ЄС, що може набувати форми інвестицій у капітал, квазівласний капітал, позик, гарантій або інших механізмів розподілу ризику [102].

Більш деталізований перелік фінансових інструментів подано в Директиві Європейського Парламенту і Ради 2014/65/ЄС, де до них віднесено акції, боргові цінні папери, інструменти грошового ринку, похідні контракти та інші фінансові активи [103]. Аналогічний підхід закріплений у Регламенті Європейського Парламенту і Ради (ЄС) № 575/2013, який визначає фінансовий інструмент як контракт, що породжує фінансовий актив для однієї сторони та фінансове зобов’язання або інструмент власного капіталу – для іншої [104].

Таким чином, у чинній нормативній базі межі поняття «фондова біржа» є концептуально розмитими, оскільки до біржового обігу допускаються не лише інструменти, пов’язані з формуванням капіталу підприємств, але й широкий спектр фінансових і похідних активів, що мають суто фінансову природу.

У наукових дослідженнях фондова біржа також переважно розглядається як організований і постійно діючий ринок цінних паперів або як ключовий елемент фінансової інфраструктури. Водночас відсутність єдиного підходу до її визначення зумовлює використання різних акцентів – організаційних,

інфраструктурних, ринкових або макроекономічних – залежно від цілей дослідження.

З метою узагальнення наявних підходів та усунення фрагментарності їх подання доцільно здійснити їх систематизацію за ключовими концептуальними ознаками, що представлено в таблиці 1.4.

Таблиця 1.4.

Агреговані підходи до визначення фондової біржі в нормативній та науковій літературі.

Підхід до визначення	***Змістовна характеристика підходу***	***Ключові акценти***	***Репрезентативні джерела***
Організаційно-правовий	Фондова біржа розглядається як юридична особа або оператор організованого ринку, що здійснює професійну діяльність з організації торгів фінансовими інструментами відповідно до встановлених правил і ліцензійних вимог.	Суб'єкт ринку, ліцензування, регуляторний статус, правила допуску та торгів	[24; 101]
Інфраструктурний	Фондова біржа трактується як елемент фінансової інфраструктури, що забезпечує організацію торгів, функціонування вторинного ринку, процес котирування, формування індексів і інформаційне забезпечення учасників.	Організація торгів, вторинний ринок, котирування, індекси, інформаційні системи	[26; 27; 105; 106; 107]
Ринковий (механістичний)	Біржа визначається як організований ринок або місце укладання публічних угод, де через взаємодію попиту і пропозиції формується ціна на фінансові інструменти.	Механізм ціноутворення, ліквідність, угоди, публічність торгів	[108-110]
Функціонально-макроекономічний	Фондова біржа розглядається як інституція, що бере участь у перерозподілі фінансових ресурсів, ризиків і прав власності, впливає на очікування економічних агентів та динаміку національної економіки.	Перерозподіл капіталу, управління очікуваннями, макроекономічний ефект	[27; 33; 111]
Інституційно-системний (узагальнюючий)	Фондова біржа визначається як підсистема фондового ринку, що наслідує його функції та забезпечує їх реалізацію через організаційно-технічні та операційні механізми.	Підсистема ринку, наслідування функцій, інституційна роль	Авторське визначення

Джерело: складено автором на основі: [24; 26; 27; 33; 101; 103-112]

Як свідчать дані таблиці 1.3, у нормативній та науковій традиції фондова біржа трактується не лише як організаційно оформлений ринок або елемент фінансової інфраструктури, а й як інституційна підсистема фондового ринку, що забезпечує реалізацію його функцій та економічного потенціалу. Така багатовимірність підходів зумовлює необхідність формування узагальненого визначення, яке б поєднувало інституційні, функціональні та операційні характеристики фондової біржі.

Виходячи з цього, а також спираючись на принцип наслідування, використаний у попередніх розділах дослідження, у роботі пропонується наступне узагальнене визначення: фондова біржа – це організована та функціонуюча за чітким набором правил підсистема фондового ринку, за посередництвом якої виконуються функції фондового ринку, а також організаційно-технічні функції, необхідні для забезпечення її операційної діяльності.

Для коректного розкриття функцій фондової біржі доцільно попередньо визначити її місце в структурі фондового ринку загалом. У наукових дослідженнях при аналізі цієї проблематики часто паралельно використовуються поняття «структура фондового ринку», «інфраструктура фондового ринку», «елементи фондового ринку» та «учасники фондового ринку». Таке термінологічне нашарування зумовлене контекстом досліджень: у роботах, орієнтованих на питання надійності, безпеки, мінімізації трансакційних витрат та технічного забезпечення, переважає інфраструктурний підхід, тоді як у дослідженнях, присвячених функціям, механізмам впливу та ролі фондового ринку в економіці, використовуються категорії «структура», «елементи» або «учасники». У подальшому дослідженні дана дуальність розглядається як відображення різних рівнів аналізу одних і тих самих економічних сутностей.

У межах різних підходів до структурування фондового ринку фондова біржа стабільно виокремлюється як самостійний елемент або підсистема. Так, у концепції ланцюга створення цінності фондова біржа розглядається як

центральний вузол взаємодії між продавцями та покупцями раніше емітованих цінних паперів, який забезпечує формування справедливої ринкової ціни та необхідного рівня ліквідності [108]. В інфраструктурних моделях біржа трактується як складова біржової інфраструктури поряд із кліринговими, депозитарними та платіжними установами [40; 113]. В елементних і функціональних підходах вона фігурує як окремий інституційний компонент, через який реалізується укладання угод та рух прав власності на цінні папери [114; 115]. У дворівневих моделях організації фондового ринку фондову біржу відносять до торговельних елементів першого рівня, що безпосередньо забезпечують виконання операцій [116].

З метою узагальнення наявних підходів і усунення фрагментарності їх подання доцільно здійснити систематизацію місця фондової біржі в структурі фондового ринку, що представлено в таблиці 1.5.

Як свідчать дані таблиці, незалежно від обраного підходу до структурування фондового ринку фондова біржа послідовно виокремлюється як ключовий елемент або підсистема, через яку здійснюється взаємодія між основними економічними агентами, рух фінансових інструментів та формування ринкових параметрів обігу. За відсутності емітентів, інвесторів і фондової біржі функціонування інших елементів системи втрачає економічний сенс, а реалізація економічного потенціалу фондового ринку стає неможливою. Водночас діяльність фондової біржі є похідною від очікувань та рішень економічних агентів: емітентів, які потребують капіталу для здійснення господарської діяльності, та інвесторів, готових передавати тимчасово вільні кошти в обмін на дохід і права власності. Саме узгодження цих очікувань у межах біржового механізму створює передумови для укладання угод, що зумовлює необхідність подальшого аналізу механізмів біржових операцій та їх впливу на реалізацію економічного потенціалу фондового ринку.

Тепер проаналізуємо, які функції фондової біржі виокремлює наукова думка, яким чином ці функції сприяють реалізації функцій вищого порядку –

фондового ринку – та які з них безпосередньо спрямовані на укладення й виконання біржових угод.

Таблиця 1.5.

Місце фондової біржі в структурі фондового ринку: узагальнення наукових підходів

Підхід до структурування фондового ринку	***Принцип побудови структури***	***Ключові елементи системи***	***Місце та роль фондової біржі***	***Джерела***
Ланцюг створення цінності (value chain)	Послідовність трансакцій і потоків цінності	Емітенти, інвестори, біржа, інфраструктурні елементи	Центральний вузол взаємодії продавців і покупців, формування ціни та ліквідності	[108]
Інфраструктурний	Забезпечення функціонування, надійності та безпеки ринку	Регуляторна, біржова, депозитарна, клірингова, платіжна інфраструктура	Окремий елемент біржової інфраструктури, що організує торгівлю	[40; 113]
Елементний	Виокремлення ключових інституцій фондового ринку	Емітенти, біржі, депозитарії, клірингові установи, посередники	Самостійний елемент, через який укладаються біржові угоди	[114]
Функціонально-секторний	Групування елементів за виконуваними функціями	Сектори торгівлі, клірингу, інформаційного забезпечення, кастодіальних послуг	Частина торговельного сектору разом із професійними учасниками	[115]
Дворівневий інституційний	Розмежування основних і допоміжних підсистем	Торгові, облікові, клірингові, регулюючі, інформаційні та страхові елементи	Торговельний елемент першого рівня	[116; 117]
Узагальнюючий	Системна взаємодія агентів та інфраструктури	Емітенти, інвестори, фондова біржа, допоміжні інституції	Ключовий інституційний вузол реалізації економічного потенціалу фондового ринку	Авторська систематизація

Джерело: складено автором на основі: [40; 108; 113-117].

Слід зазначити, що із розвитком світової економіки та еволюцією економічної думки змінювалося трактування фондової біржі як економічної категорії та її ролі у функціонуванні господарства. Водночас значна частина базових функцій біржі була сформульована ще на початку ХХ ст., а подальші доповнення здебільшого стосувалися технічної та організаційної сторони забезпечення торгів [118].

Історично фондова біржа осмислювалася не лише як місце укладання угод, а й як інституція, що впливає на ширші економічні процеси. Зокрема, у ранніх роботах наголошувалося на її ролі у прискоренні зміни власника активів, відображенні інформації в котируваннях, забезпеченні виконання транзакцій та узгодженні попиту і пропозиції, що опосередковано забезпечує перетік капіталу в ефективніші напрями [118]. Водночас у подальших інтерпретаціях з'являється більш критичний погляд на наслідки спекулятивної активності: фондова біржа може підсилювати короткострокові поведінкові патерни інвесторів, створюючи передумови для цінових «бульбашок» і знижуючи здатність ринку підтримувати стабільну ліквідність за умов масової нераціональної поведінки [77]. У межах макроекономічних узагальнень фондовий ринок (і, відповідно, біржовий сегмент) розглядається як «мікроефективний», але потенційно «макронеефективний» індикатор, що швидко відображає нову інформацію в цінах окремих активів, однак не завжди коректно передбачає загальноекономічну динаміку [119].

Поряд із цим, у літературі простежується акцент на зворотних зв'язках між біржовими котируваннями та корпоративними рішеннями емітентів. Так, підвищення ринкової ціни акцій відносно рівноважної може стимулювати додаткові емісії, що повертають ціну до фундаментального рівня, а отже – процес цінового пошуку впливає на рішення щодо залучення капіталу [120]. На інституційному рівні підкреслюється роль захисту прав інвесторів і якості правил функціонування біржі: вищий рівень інвесторського захисту корелює з більшою схильністю компаній здійснювати емісії акцій, що пов'язує біржову регуляцію з розвитком ринку загалом [121]. Сучасні дослідження також

деталізують поняття «якості ринку», розкладаючи його на складові ринкової ефективності (виконання угод у межах актуальних котирувань) та ринкової чесності (мінімізація маніпулятивних практик), які набувають особливої ваги з розвитком швидкісних технологій і високочастотної торгівлі [122].

Узагальнюючи різні підходи, можна відзначити, що науковці описують функції фондової біржі в кількох «площинах» [33; 108; 109; 123; 124]:

a) як механізми організації торгів і забезпечення виконання угод;

b) як інституційні інструменти захисту інвесторів, підвищення прозорості та якості ринку;

c) як канали впливу на поведінку емітентів та інвесторів;

d) як макроекономічні ефекти, частина з яких фактично збігається з функціями фондового ринку загалом.

У цьому сенсі функції біржі мають дуальну природу: залежно від рівня аналізу одна й та сама функція може трактуватися як функція біржі (мікрорівень/механізм) або як функція фондового ринку (макрорівень/результат).

Враховуючи наведене, доцільно перейти від перелікового огляду до синтезу. З цією метою сформовано агрегований перелік функцій фондової біржі, який дозволяє:

a) згрупувати близькі за змістом функції, що в різних джерелах мають відмінні назви;

b) розмежувати функції, що виникають безпосередньо на рівні біржі, та функції, що проявляються як ефект вищого порядку на рівні фондового ринку;

c) виокремити функції, безпосередньо пов’язані з укладенням і виконанням біржових угод.

На основі проведеного групування можна зробити кілька узагальнень.

Таблиця 1.6.

Структура та ієрархія функцій фондової біржі (об'єктно-орієнтований підхід)

Узагальнена функція	***Зміст функції (агрегація підфункцій)***	***Примітка***
Базові (core / abstract)		
Організаційно-операційна	Створення та підтримка торгового майданчика (фізичного або електронного), забезпечення доступу учасників, встановлення правил торгів.	Без цієї функції інші не реалізуються
Посередницька	Зведення покупців і продавців, сприяння укладанню біржових угод, забезпечення зміни прав власності.	Реалізується через операцію/угоду
Формування біржових контрактів	Стандартизація контрактів, визначення лотів, процедур розрахунків і забезпечення ліквідн.	Ключова відмінність біржі від OTC
Операційно-технічні (encapsulated)		
Забезпечення виконання угод	Кліринг, розрахунки, гарантування виконання біржових контрактів	Інкапсулює клірингову функцію
Регулятивно-контрольна	Контроль дотримання правил торгів, моніторинг учасників, санкції, вирішення спорів	Частково делег. регулятору
Інформаційна (операційна)	Реєстрація та публікація котирувань, обсягів, результатів торгів	Передумова цінової функції
Успадковані від фондового ринку (inherited)		
Цінова	Ціновий пошук, формування ринкових цін, переоцінка активів, індикативна функція	Наслідується від ринку
Забезпечення ліквідності	Прискорення обігу активів, зменшення спредів, швидка зміна власника	Похідна від організації торгів
Інтеграційна	Інтеграція посередників, депозитаріїв, клірингу, платіжних систем	Системна функція
Управління ризиками	Можливість страхування цінових і курсових ризиків, короткі позиції	Реалізується через інструменти
Макроекономічні та результативні (effects)		
Розподільча алокаційна)	Перетік капіталу до ефективніших активів і секторів	Результат цінової функції
Інвестиційна/ощадна	Трансформація заощаджень в інвестиції.	Функція вищого порядку
Опосередкування перерозподілу нац. доходу	Участь власників активів у зростанні доходів.	Макрорівень
Формування очікувань	«Барометр» економічної кон'юнктури, сигнали для бізнесу.	Не автономна
Інклюзивна/«ефект багатства»	Доступ населення до економічного зростання, накопичення багатства.	Соціально-економічний ефект
Покращення корп. управління	Стимулювання стандартів прозорості та менеджменту.	Похідна від лістингу
Комерційна	Отримання доходу власниками біржі.	Для приватних бірж

Джерело: авторська оптимізація та систематизація на основі: [26; 33; 40; 50; 101; 105; 109; 112; 113; 118-127].

По-перше, частина функцій, описуваних різними авторами різними термінами, за своєю суттю є компонентами функцій вищого рівня абстракції [108; 109; 123]. По-друге, функції біржі проявляють дуальність: вони можуть бути інтерпретовані як власні функції фондової біржі (у межах організації торгів і мікроструктури) або як функції фондового ринку (у вигляді результатів і макроефектів), причому змістовна аргументація в обох випадках залишається зіставною [33; 40; 108]. По-третє, частина функцій очевидно успадковується від сутності вищого порядку – фондового ринку – зокрема такі, як опосередкування перерозподілу національного доходу, інвестиційна, ощадна, формування очікувань, а також ширші ефекти алокації капіталу [33; 109; 119]. По-четверте, застосування логіки інкапсуляції дозволяє пояснити, як окремі функції, що виникають і реалізуються на рівні біржі (наприклад, цінова, інформаційна, забезпечення ліквідності, захист інвестора), у підсумку набувають системних властивостей і сприймаються як функції фондового ринку загалом [50; 108; 121; 122].

Нарешті, аналіз змісту функцій показує їх взаємозалежність та ієрархічність. Базовими предикатами виступають організаційно-операційні функції (наявність торгового майданчика/платформи, правил, процедур, стандартизації контрактів, клірингу та розрахунків), без яких неможливі ні захист інвестора, ні ціновий пошук, ні забезпечення ліквідності. Далі формуються функції «якості ринку» (ефективність і чесність), які спираються на ціновий механізм, достатню кількість учасників та технологічну спроможність інфраструктури [109; 122]. У свою чергу, розподільчі та інвестиційні ефекти, а також опосередкування перерозподілу національного доходу й залучення інвесторів до участі в економічному зростанні є похідними від попередніх рівнів функціонування біржового механізму [33; 109; 128].

Для наочного відображення взаємозв’язків між виокремленими функціями фондової біржі, а також їх ієрархії та послідовності реалізації, доцільно перейти від структурного групування до схематизації механізму їх взаємодії. З цією метою на основі об’єктно-орієнтованого підходу побудовано

модель, що відображає логіку успадкування функцій від фондового ринку, інкапсуляцію внутрішніх процесів на рівні біржі та формування результатів і макроекономічних ефектів у процесі здійснення біржових операцій. Відповідна модель подана на рисунку 1.7:

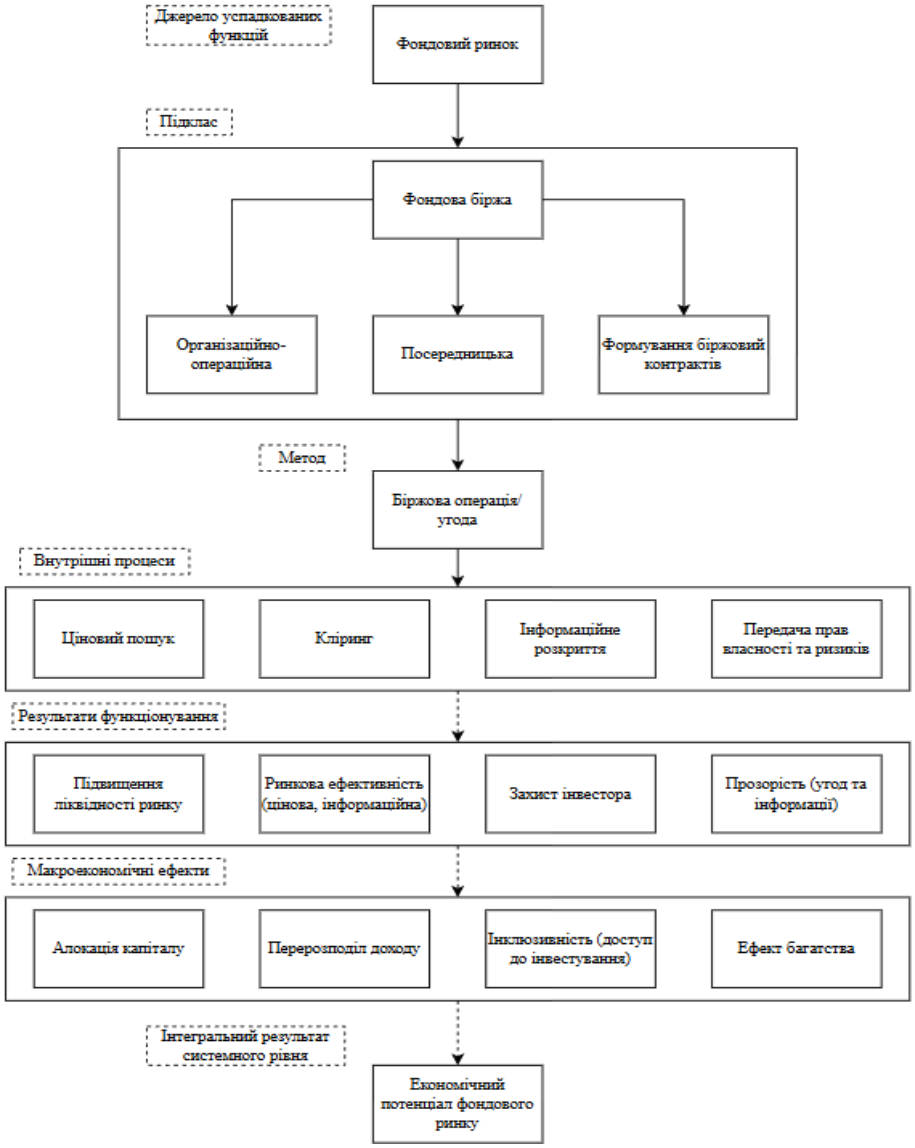


Рис. 1.7. Об’єктно-орієнтована модель взаємозв’язків функцій фондової біржі

Джерело: сформовано автором за: [26; 33; 40; 101; 105; 109; 112; 113; 118-125; 127; 129-131].

Примітка: Під результатами функціонування та макроекономічними ефектами розуміються системні властивості та наслідки, що виникають у результаті масової реалізації біржових операцій.

Отже, огляд і проведене групування підтверджують, що ключовою «механічною» основою реалізації функцій фондової біржі є операція (угода) як елементарна дія, через яку відбуваються зміна прав власності, ціноутворення, передача ризику та формування інформаційних сигналів. Саме біржова операція виступає тією базовою сутністю, в межах якої інкапсулюються внутрішні процеси функціонування біржі – ціновий пошук, кліринг і розрахунки, інформаційне розкриття та передача ризиків, – а їх багаторазове виконання забезпечує досягнення результатів вищого порядку у вигляді ліквідності, ринкової ефективності, прозорості та захисту інвесторів. Сукупний ефект масового здійснення біржових операцій зумовлює реалізацію макроекономічних функцій фондового ринку, зокрема алокації капіталу, перерозподілу національного доходу, інклюзивності та «ефекту багатства». Саме тому подальший аналіз доцільно зосередити на розкритті сутності біржових операцій та механізмів їх виконання, оскільки через них запускається весь ланцюг реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

1.3. Механізми біржових операцій та їх вплив на реалізацію економічного потенціалу фондового ринку

На основі матеріалу, викладеного у попередніх підрозділах, було встановлено, що фондова біржа в системі національного господарства виконує, зокрема, функцію посередника між економічними агентами, зацікавленими в купівлі або продажу фінансових інструментів, насамперед титулів власності. Як зазначає О.М. Сохацька, фондові біржі виступають організованими платформами для операцій з найбільш ліквідними цінними паперами, що перебувають у вторинному обігу, зокрема акціями відкритих акціонерних товариств, державними облігаціями, казначейськими зобов’язаннями та векселями [105].

Водночас у сучасних умовах розвитку фінансових ринків дедалі більшого поширення набувають цифрові фінансові інструменти, що функціонують на основі технології блокчейн. Зокрема, криптовалюти та похідні від них інструменти, включаючи стейблкоїни, формують альтернативний сегмент обігу фінансових активів, який частково конкурує з традиційними біржовими механізмами мобілізації капіталу [132-135]. Значні обсяги фінансових ресурсів у глобальному масштабі переміщуються у такі цифрові активи, що відображає трансформацію фінансових ринків і зміну поведінкових моделей інвесторів [136; 137]. Унаслідок цього частина інвестиційного потенціалу може акумулюватися поза межами традиційної біржової інфраструктури, що обмежує можливості спрямування відповідних ресурсів у реальний сектор економіки. За умов формування відповідного інституційного та регуляторного середовища інтеграція таких фінансових ресурсів у легальні механізми інвестування могла б сприяти розширенню інвестиційної бази та більш повному вивільненню економічного потенціалу фондового ринку. У цьому контексті розвиток інституційних механізмів взаємодії між традиційними фондовими ринками та цифровими фінансовими активами набуває важливого значення для підвищення ефективності трансформації заощаджень у продуктивні інвестиції.

Оскільки реалізація функцій фондового ринку по суті означає вивільнення його економічного потенціалу, а біржові операції, угоди та договори є невід'ємною складовою діяльності фондової біржі, якісні характеристики виконання таких операцій безпосередньо впливають на повноту реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Саме тому в межах даного підрозділу акцент переноситься з переліку функцій фондової біржі на аналіз механізмів, через які ці функції фактично реалізуються.

Біржова операція не є ізольованою дією. Вона виникає як наслідок попередньої інтелектуальної роботи економічних агентів – інвесторів, емітентів, брокерів та інших учасників ринку, – пов'язаної з аналізом інформації, оцінкою ризиків та формуванням очікувань щодо майбутніх економічних результатів. Як підкреслював Дж. М. Кейнс, фондова біржа є

середовищем постійної переоцінки інвестицій, у межах якого економічні агенти коригують свою участь у володінні активами на основі власних очікувань та сприйняття ринкових сигналів [77]. Результатом біржової операції виступає формалізоване зобов'язання між сторонами, яке набуває форми біржової угоди або договору. Саме на цьому етапі інституційні умови – чіткість правил торгів, стандартизація процедур, захист прав учасників – визначають, чи буде біржовий механізм сприйматись економічними агентами як надійний канал трансформації заощаджень в інвестиції [108; 121].

Аналіз української нормативної бази, правил бірж та наукових джерел свідчить про відсутність єдиного підходу до трактування понять «біржова операція», «біржова угода», «біржовий договір» і «біржовий контракт». У низці робіт ці категорії використовуються як синоніми, тоді як в інших – розмежовуються залежно від контексту та рівня аналізу [101; 105; 112; 138-140].

Крім того, у межах біржової практики спостерігається поєднання двох різних підходів до трактування договору (контракту): з одного боку, як форми фіксації результату укладеної угоди між сторонами, з іншого – як окремого фінансового інструменту, який сам може бути об'єктом біржової торгівлі (ф'ючерси, опціони тощо). Така мішанина підходів ускладнює як теоретичний аналіз, так і практичне застосування біржових механізмів [105; 141-144].

У межах даного дослідження біржовий договір розглядається передусім як юридично значущий результат біржової операції, що фіксує взаємні зобов'язання сторін та запускає процес фактичної реалізації економічного ефекту від операції.

З огляду на різноманіття підходів до опису біржових торгів, операцій, угод і договорів у науковій та нормативній літературі, доцільним є застосування агрегованого підходу, який дозволяє звести відмінні інтерпретації до узгодженої логічної моделі та абстрагуватися від процедурної специфіки окремих бірж. У межах такого підходу використано об'єктно-орієнтоване структурування біржового процесу, що дає змогу виділити базові інституційні

сутності та встановити зв'язки між ними незалежно від конкретних правил торгівлі. Результати узагальнення наукових і нормативних трактувань механізмів біржових операцій та їх функціональних ролей подано в табл. 1.7.

Таблиця 1.7

Агреговані нормативні підходи до базових сутностей біржового процесу (ООП-структурування)

Сутність (клас)	***Нормативне джерело***	***Функція в процесі (роль)***	***Коментар щодо інтерпретаційних розбіжностей***
Біржові торги (організований процес торгівлі)	[101; 112; 138; 145]	Організація середовища для подання, узгодження та зіставлення заявок учасників.	У різних актах «торги» позначають або процес заявок, або процес укладання договорів
Заявка / розпорядження	[101; 112]	Формалізація волевиявлення учасника, створення передумов для виникнення правочину.	У праві логічно кореспондує оферті/акцепту [146]
Біржова операція	[138]	Реалізація сукупності дій, спрямованих на укладання та/або виконання біржових домовленостей.	У капітальних ринках термін може не фігурувати в правилах біржі → заміщується «контрактом» [145]
Біржова угода	[138]	Фіксація досягнутої домовленості між сторонами (етап інституціоналізації).	Для ринків капіталу часто «угода» не виділена – відразу договір/контракт.
Біржовий договір / контракт	[138; 145; 146]	Юридичне закріплення зобов'язань сторін щодо ціни, обсягу, строків та умов розрахунків.	«contract note» у WSE радше фіксує транзакцію; «contract» може означати деривати [144].
Оператор ринку / правила	[24]	Стандартизація, регламентація та забезпечення недискреційності процедур.	Різні майданчики → різні правила → транзакційні витрати для мультиринкових учасників.
Особливості укладання договорів	[146]	Забезпечення правової логіки укладання договору (модель «оферта–акцепт»).	У біржових документах терміни «заявка», «розпорядження» не завжди прямо прив'язані до «оферти» та «акцепту».

Джерело: *складено автором на основі джерел, зазначених в чарунках таблиці.*

Як свідчить проведене узагальнення, незалежно від відмінностей у правилах окремих бірж, біржовий механізм може бути поданий як послідовність взаємопов'язаних дій: формування очікувань → подання заявки

→ участь у торгах → укладання угоди → формування біржового договору → виконання зобов'язань [140; 147]. Саме ця послідовність забезпечує практичну реалізацію функцій фондової біржі та фондового ринку загалом.

Узагальнення нормативних і наукових підходів, подане в табл. 1.6, потребує додаткового методологічного пояснення щодо того, яким чином різні трактування біржового процесу, торгів, операцій та договорів інтегруються в єдину логічну модель. З цією метою доцільно виокремити кілька узагальнених положень.

У наукових і нормативних джерелах біржовий процес здебільшого трактується як впорядкована сукупність дій, що здійснюються в певній логічній та часовій послідовності й охоплюють формування ринкових очікувань, подання заявок, проведення торгів, укладання та виконання зобов'язань. Зокрема, М. О. Солодкий розглядає біржовий процес як комбінування взаємопов'язаних операцій, що реалізуються з урахуванням специфіки організованих торгів, тоді як К. В. Павлов, А. В. Лялюк, О. М. Павлова та Т. І. Данилюк акцентують на відмінностях етапів процесу для покупця і продавця [140; 147]. У нормативних актах також простежується процесна логіка функціонування біржі, хоча перелік і деталізація етапів можуть відрізнятися залежно від типу ринку та правил конкретного торговельного майданчика [101; 112; 138].

Переважна більшість дослідників сходиться на тому, що біржові торги є організованим процесом подання, зіставлення та виконання заявок учасників ринку, який у результаті приводить до укладання біржових угод або контрактів. Так, Є. А. Бобров та В. І. Грушко визначають біржу як інституційно впорядкований механізм подання зустрічних заявок, тоді як Ч. Джонс трактує біржові торги як процес виконання наказів на купівлю та продаж фінансових інструментів [143; 148]. О. М. Сохацька підкреслює індикативну роль біржових торгів для економіки, пов'язуючи їх із механізмом ціноутворення [105]. Водночас як у наукових роботах, так і в правилах конкретних бірж простежується значна варіативність підходів до класифікації торгів, режимів їх

проведення та типів заявок, що відображає інституційну неоднорідність організованих ринків [144; 145].

Аналіз наукових джерел свідчить, що поняття біржової операції у більшості випадків використовується для позначення дій з купівлі або продажу фінансових інструментів, незалежно від їх конкретної інституційної форми. У зарубіжних дослідженнях для цього застосовуються терміни transactions або activities, під якими розуміється безпосередня передача активів між учасниками ринку [141; 149-151]. Водночас мотиви здійснення таких операцій можуть суттєво відрізнятися – від інвестування та залучення капіталу до спекуляції, арбітражу чи хеджування ризиків [152; 153]. У роботах українських дослідників та практиці фондових бірж біржова операція часто ототожнюється з біржовою угодою, що додатково ускладнює термінологічне розмежування між процесною дією та її юридичним результатом [139; 140].

Особливу методологічну складність становить співвідношення понять «біржова угода», «біржовий договір» та «біржовий контракт», які в наукових джерелах і нормативних актах нерідко використовуються як синонімічні. Частина дослідників розглядає біржову угоду як етап або форму фіксації домовленості сторін, що згодом оформлюється у вигляді договору чи контракту [139; 140; 142; 143]. Інші автори фактично ототожнюють угоду з договором, підкреслюючи її юридичну обов’язковість та зв’язок із виконанням зобов’язань [105; 142]. У практиці окремих бірж, зокрема зарубіжних, для фіксації результатів торгів використовується поняття «contract note», тоді як термін «contract» може позначати вже сам фінансовий інструмент, що є об’єктом обігу [144]. Така подвійність підтверджує доцільність чіткого розмежування процесних і інституційних аспектів біржового механізму.

Для наочного відображення логіки взаємодії зазначених елементів доцільно використати графічну модель, побудовану за принципом об’єктно-орієнтованого підходу, у межах якої біржова операція розглядається як базова дія, а угода та договір – як похідні результати її виконання. Зазначені узагальнення дозволяють перейти від множинності описових підходів до

цілісного уявлення про біржовий механізм як послідовність взаємопов'язаних дій, результатом яких є юридично зафіксований договір та відповідний економічний ефект. У цьому контексті біржова операція, угода та договір постають не лише як елементи торговельного процесу, а як інституційні носії економічних прав і зобов'язань, через які відбувається фактична реалізація економічного потенціалу фондового ринку. Взаємозв'язок між ключовими елементами цього механізму та їх роль у реалізації економічного потенціалу фондового ринку подано на рисунку 1.11:

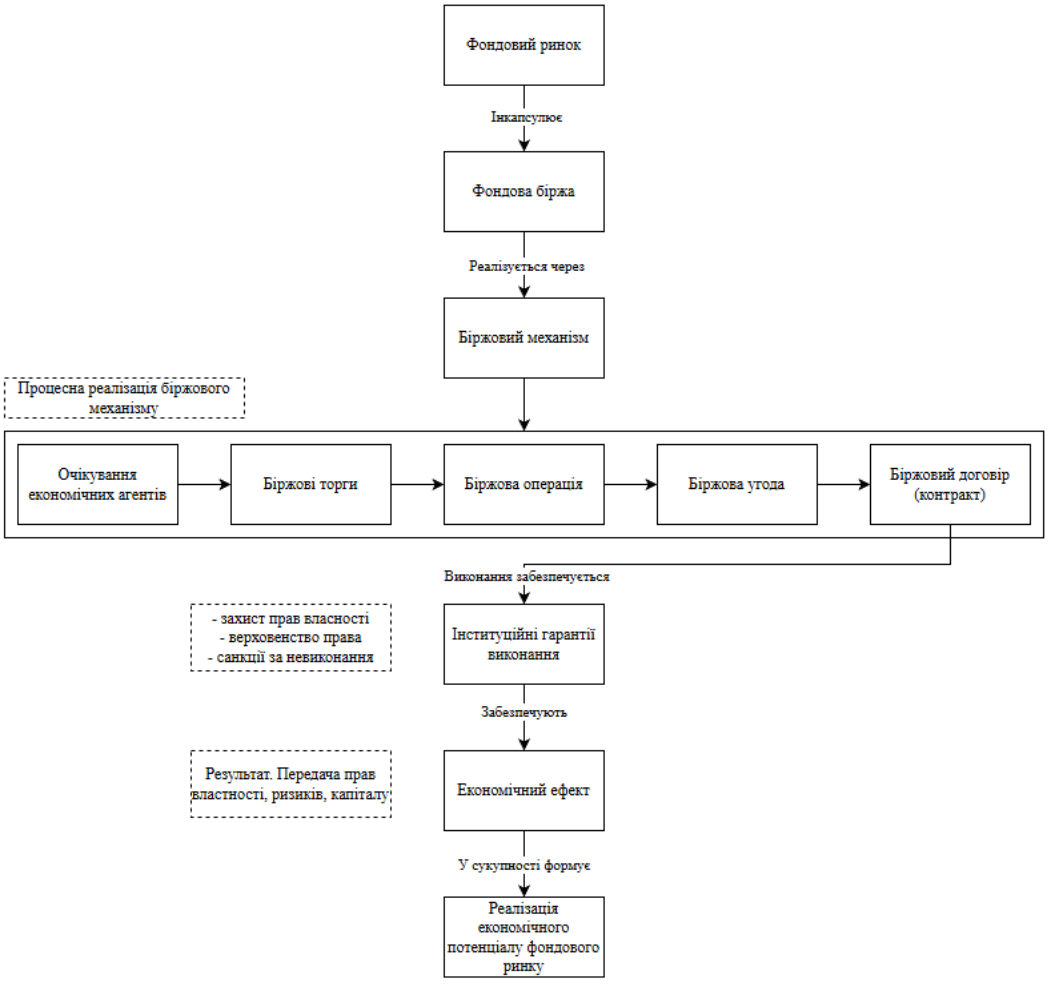


Рис. 1.11. Логіко-структурна модель біржового механізму в реалізації економічного потенціалу фондового ринку

Джерело: *сформовано автором на основі: [101; 105; 112; 118; 139; 140; 142; 143; 150; 154; 155]*

Таким чином, саме біржова операція виступає елементарною ланкою, через яку здійснюються передача прав власності, ринкове ціноутворення, формування інформаційних сигналів та реалізація очікувань економічних агентів. Через систему біржових угод і договорів ці процеси транслюються у реальний сектор економіки, визначаючи ступінь реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Водночас біржові операції не є однорідними за своїм економічним змістом, оскільки формуються під впливом різних цілей та очікувань економічних агентів. Як було показано вище, саме очікування інвесторів і емітентів виступають вихідною точкою формування намірів участі в торгах, а відтак визначають характер біржових операцій та угод, що укладаються на фондовій біржі [141; 149; 153].

Залежно від домінуючого мотиву участі в біржовому процесі, операції можуть виконувати різні функціональні ролі в межах єдиного біржового механізму. По-перше, частина біржових операцій має інвестиційно-реальну спрямованість і пов’язана з первинним або вторинним залученням капіталу емітентами для фінансування господарської діяльності. У такому випадку біржова операція виступає інструментом трансформації заощаджень у продуктивні інвестиції, а укладені угоди безпосередньо впливають на відтворювальні процеси в реальному секторі економіки [105; 118].

По-друге, значну частину біржового обороту формують спекулятивні операції, метою яких є отримання доходу від коливань ринкових цін активів у коротко- та середньостроковому періоді. Такі операції ґрунтуються переважно на очікуваннях щодо майбутньої ринкової кон’юнктури, інформаційних сигналах та поведінкових чинниках. Вони відіграють важливу роль у забезпеченні ліквідності та процесах ринкового ціноутворення, проте їх внесок у безпосереднє залучення капіталу до реального сектору є опосередкованим [105; 140]. У сучасних умовах реалізація таких стратегій дедалі частіше здійснюється із використанням цифрових аналітичних платформ та алгоритмічних торгових систем, що дозволяє інвесторам автоматизувати прийняття інвестиційних рішень та підвищувати ефективність торгових

стратегій [156]. Водночас масовість таких операцій може посилювати ефект поведінкового наслідування («ефект натовпу») та підвищувати короткострокову волатильність цін, що інколи ускладнює інтерпретацію ринкових сигналів у короткому часовому горизонті.

По-третє, окрему групу становлять операції з управління ризиками, зокрема хеджувальні угоди, які спрямовані на перерозподіл та страхування фінансових ризиків між учасниками ринку. Такі операції не мають на меті залучення нового капіталу, однак підвищують стабільність фінансової системи та знижують рівень невизначеності для інвесторів і емітентів, формуючи інституційні передумови для довгострокового інвестування [105; 139; 142].

Таким чином, хоча всі зазначені типи операцій реалізуються в межах єдиного біржового механізму та формально проходять однакову процесну послідовність (біржові торги – операція – угода – договір), їх економічний зміст і внесок у реалізацію економічного потенціалу фондового ринку є різним. Домінування спекулятивних або страхувальних мотивів участі в біржових операціях посилює роль очікувань і ринкового сентименту, тоді як операції, пов’язані з реальним залученням капіталу, визначають безпосередній зв’язок фондового ринку з економічним зростанням та розвитком реального сектору.

Оскільки біржові операції формуються під впливом очікувань економічних агентів щодо дохідності, ризиків та інституційної надійності контрактів, їх масштаб і структура залежать не лише від внутрішньої логіки біржового механізму, а й від загального інвестиційного клімату в країні. Саме інвестиційний клімат визначає, чи сприйматиметься фондова біржа як ефективний канал трансформації заощаджень в інвестиції, чи переважатимуть спекулятивні та короткострокові операції. Тому в наступному підрозділі увагу зосереджено на аналізі інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості в системі реалізації економічного потенціалу фондового ринку України.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

1. Проведено теоретичний аналіз економічної сутності економічного потенціалу та фондового ринку, його ролі в національній економіці.

Обґрунтовано, що економічний потенціал фондового ринку формується як сукупність системних ефектів, що виникають у процесі виконання ключових функцій трансформації заощаджень в інвестиції та реалізуються через організований біржовий механізм. Встановлено, що фондовий ринок є інституційною підсистемою економіки, у межах якої здійснюється впорядкований рух капіталу та передача прав власності через обіг фінансових інструментів.

2. Розкрито роль фондової біржі як організованої інституційної форми реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Доведено, що фондова біржа функціонує на основі формалізованих правил і процедур, поєднуючи загальні функції фондового ринку зі специфічними біржовими функціями ціноутворення, інформаційного забезпечення та підтримання ліквідності. Показано, що саме через механізми біржових торгів, операцій та угод формуються практичні канали вивільнення та трансляції економічного потенціалу фондового ринку.

3. Систематизовано біржовий процес як інституційно впорядковану послідовність взаємопов’язаних дій. Обґрунтовано, що поняття біржових операцій, угод і договорів утворюють цілісну логічну систему в межах єдиного біржового процесу, який охоплює формування очікувань економічних агентів, проведення торгів, укладання угод і виконання зобов’язань. Встановлено, що конкретні процедури реалізації цього процесу залежать від інституційних рамок функціонування окремих бірж.

4. Виявлено інституційну та термінологічну фрагментарність регулювання біржової діяльності. Аналіз нормативно-правових актів і наукових підходів засвідчив відсутність уніфікованого трактування понять біржових операцій, угод і договорів, що зумовлює різноманіття процедурних моделей та неоднорідність біржових практик. Доведено, що за таких умов зростає значущість узагальнених аналітичних підходів до систематизації біржового механізму.

5. Обґрунтовано роль очікувань економічних агентів як вихідної ланки біржового механізму. Доведено, що очікування щодо майбутньої ринкової кон'юнктури, рівня дохідності та ризиків визначають характер участі агентів у біржових торгах, вибір фінансових інструментів і типів операцій. Це надає біржовому механізму виразного поведінкового виміру та зумовлює необхідність його аналізу з урахуванням поведінкових чинників.

6. Уточнено інституційну роль біржових операцій, угод і договорів у формуванні економічного ефекту. Встановлено, що біржова операція виступає елементарною формою передачі прав власності та формування ринкової ціни активів, тоді як біржова угода і договір забезпечують інституційне та юридичне закріплення її результатів. Доведено, що саме біржовий договір як юридично зобов'язуюча форма є ключовим механізмом матеріалізації економічного ефекту та його трансляції у реальний сектор економіки.

7. Застосовано об'єктно-орієнтований підхід до агрегування та структурування біржового механізму. Показано, що такий підхід дозволяє узагальнити різні наукові та нормативні трактування й подати біржовий механізм у вигляді узгодженої логічної моделі з чітким розмежуванням процесних дій і інституційних результатів, що підвищує аналітичну цілісність дослідження.

8. Обґрунтовано визначальну роль інституційних умов у реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Доведено, що ефективність функціонування біржового механізму та ступінь реалізації його економічного потенціалу функціонально залежать від ширших інституційних рамок, у межах яких діє фондова біржа. Це зумовлює доцільність подальшого аналізу інвестиційного клімату, інвестиційної привабливості та державної економічної політики як зовнішніх чинників формування умов функціонування фондового ринку, що й становить логічне підґрунтя наступного розділу дисертації.

Результати проведених теоретичних досліджень і наукових розробок висвітлено у працях автора: [97-99; 129-131]

РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ЕКОНОМІЧНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Інвестиційний клімат та інвестиційна привабливість у системі реалізації економічного потенціалу фондового ринку України

Фундаментальний аналіз у контексті оцінювання інвестиційної привабливості та реалізації економічного потенціалу фондового ринку ґрунтується на багаторівневому підході, який передбачає послідовне дослідження макроекономічних, інституційних, галузевих та мікроекономічних чинників. Така логіка аналізу дозволяє пов’язати загальноекономічні умови функціонування фінансових ринків із характеристиками окремих емітентів та інвестиційних інструментів.

У межах даного дослідження інвестиційний клімат розглядається як сукупність інституційних, правових, макроекономічних та соціально-поведінкових умов, що формують загальне середовище функціонування інвестора в країні. На відміну від цього, інвестиційна привабливість трактується як інтегральна оцінка конкретних можливостей вкладення капіталу в певну економіку, галузь або фінансовий інструмент, що формується під впливом як об’єктивних інституційних характеристик, так і суб’єктивних очікувань учасників ринку. Таким чином, інвестиційний клімат визначає рамкові умови інвестування, тоді як інвестиційна привабливість відображає реакцію інвесторів на ці умови та їхню оцінку ризику й дохідності. У цьому контексті детрактори інвестиційного клімату розглядаються як чинники, що системно знижують якість інституційного середовища та обмежують можливості реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

У рамках дослідження фундаментальний аналіз структуровано за рівнями: глобальним, регіональним, національним, галузевим та рівнем окремого емітента, а також етапом формування інвестиційного портфеля.

Узагальнену характеристику етапів та напрямів аналізу на кожному з рівнів наведено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1.

Етапи фундаментального аналізу

№	*Рівні*	*Опис етапу аналізу*
1	*Глобальний*	1) етап економічного циклу світової економіки; 2) прогноз МВФ щодо подальшого розвитку світової економіки; 3) макроекономічні індикатори світової економіки; 4) аналіз ситуації на зовнішньому ринку капіталу: i. динаміка провідних фондових індексів; ii. динаміка котирувань сировинних товарів
2	*Регіону*	1) етап циклу економічного розвитку; 2) макроекономічні індикатори економік країн регіону; 3) динаміка біржових індексів та обсягів торгів країн регіону.
3	*Країни*	1) Оцінка інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості країни: i. політичні фактори: 1. стабільність політичної системи держави; 2. верховенство права (прозора судова система); 3. політики щодо фінансових та товарних ринків; 4. економічна, фінансова, бюджетна, податкова, соціальна політики; ii. умови припливу іноземних інвестицій (режим реєстрації іноземних інвестицій, умови створення іноземних підприємств, наявність вільних економічних зон); iii. наявність відкритих акціонерних товариств та активність фондових бірж; iv. стабільність національної валюти; v. стан фінансово-кредитної системи (міра розвиненості інституціональної ринкової інфраструктури); vi. структура виробничого потенціалу, умови забезпечення устаткуванням, інвестиційна активність суб'єктів підприємницької діяльності; vii. кредитний рейтинг країни; 2) етап циклу економічного розвитку та динаміка макропоказників; 3) співвідношення заощадження та споживання; 4) динаміка біржових індексів та обсягів торгів; 5) модель економічної поведінки населення, купівельна спроможність населення, психологічні фактори; 6) трудові ресурси та рівень їх кваліфікації; 7) наявність ресурсно-сировинної бази; 8) географічне положення та інфраструктурна забезпеченість; виробнича, наукова спеціалізації.
4	*Галузі*	1) глобальний аналіз галузі (тренди розвитку); 2) міра чутливості галузі до ділового циклу; 3) динаміка показників галузі.
5	*Емітентів*	*Оцінка вартості цінних паперів емітента.*
6	*Портфеля*	*Визначення цільових активів для формування портфеля.*

Джерело: складено автором за: [105; 147; 157-168]

Така структуризація відповідає класичній логіці інвестиційного аналізу та забезпечує комплексне врахування зовнішніх і внутрішніх факторів, що визначають інвестиційний клімат і поведінку інвесторів на фондовому ринку.

Особливістю багаторівневого фундаментального аналізу є його ієрархічний характер: результати оцінювання на вищих рівнях (глобальному та національному) формують рамкові обмеження та передумови для прийняття інвестиційних рішень на галузевому й мікрорівні. Відповідно, аналіз макроекономічної динаміки, інституційного середовища та фінансової інфраструктури країни передує оцінці інвестиційної привабливості окремих секторів економіки та емітентів цінних паперів.

Ключовим суб'єктом у системі фундаментального аналізу виступає інвестор, який, спираючись на узагальнення інформації з різних рівнів аналізу, формує очікування щодо дохідності, ризику та ліквідності фінансових активів. Саме інституційна якість економіки, стабільність макроекономічного середовища та рівень розвитку фондового ринку визначають можливість трансформації таких очікувань у реальні інвестиційні рішення та обсяги мобілізації капіталу через біржові механізми.

Систематизація етапів фундаментального аналізу, подана в табл. 2.1, використовується в подальших підрозділах як методологічна основа емпіричного дослідження інвестиційного клімату та інвестиційної активності в Україні. Застосування багаторівневого фундаментального аналізу, окресленого вище, передбачає перехід від загальної методологічної рамки до її емпіричної реалізації на рівні конкретної країни. В умовах відкритої економіки саме інституційна якість, макроекономічна стабільність та характер державної економічної політики формують ключові передумови інвестиційної привабливості та визначають можливості мобілізації капіталу через фондовий ринок. У зв'язку з цим подальший аналіз зосереджується на оцінюванні інвестиційного клімату України на основі міжнародних індексів, показників очікувань бізнесу та фактичної інвестиційної активності, що дозволяє виявити

структурні обмеження реалізації економічного потенціалу фондового ринку України.

Інституційна якість економіки є ключовим чинником формування інвестиційного клімату та визначає умови реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Рівень захисту прав власності, ефективність судової системи, прозорість державного управління, стабільність регуляторного середовища та передбачуваність економічної політики безпосередньо впливають на інвестиційні очікування, структуру інвестиційних потоків і вибір каналів залучення капіталу.

Для оцінювання інституційної складової інвестиційного клімату України у дослідженні використано міжнародні індекси та рейтинги, що узагальнюють ключові характеристики економічного середовища, зокрема індекси глобальної конкурентоспроможності, економічної свободи, сприйняття корупції та верховенства права (рис. 2.1–2.4). Застосування зазначених показників відповідає усталеним підходам у дослідженнях економічного розвитку та фінансових ринків, де інституційна якість, захист прав власності та рівень корупції розглядаються як ключові детермінанти інвестиційної активності та вартості капіталу [169-171]. Їх динаміка дозволяє простежити зміну якості інституційного середовища у довгостроковому вимірі та зіставити позиції України з іншими країнами.

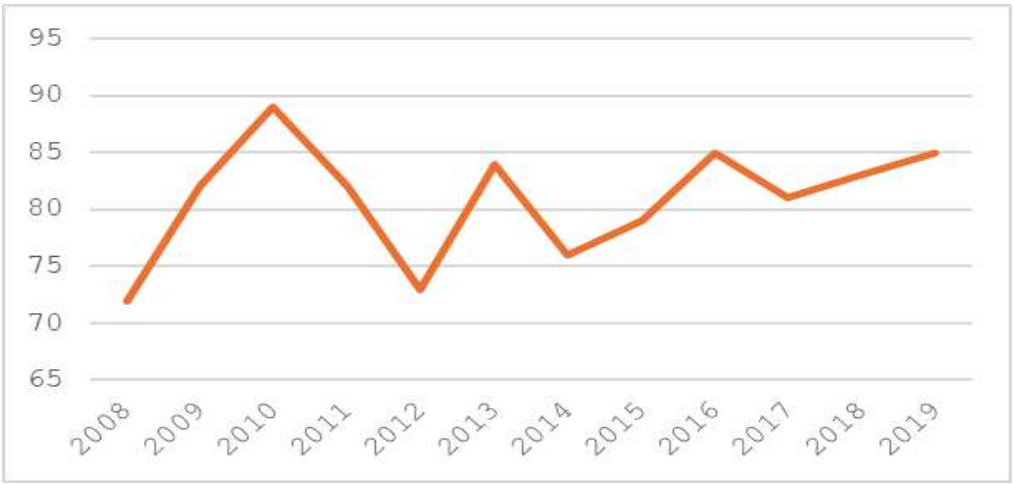


Рис. 2.1. Рейтинг GCI України 2008-2019 рр.

Джерело: побудовано автором за: [171-174]

Індекс глобальної конкурентоспроможності (GCI), який до 2020 року публікувався Всесвітнім економічним форумом, відображав сукупний вплив інституційних, макроекономічних та факторних характеристик на продуктивність національної економіки (інтегральний показник на основі 98 індикаторів). Динаміка індексу для України у 2008–2019 рр. свідчить про відсутність стійкого зростання показника та його перебування у відносно вузькому діапазоні значень, що вказує на збереження структурних та інституційних обмежень конкурентоспроможності. За умов фундаментального аналізу така динаміка інтерпретується як фактор підвищеної невизначеності для інвесторів і обмеження довгострокових інвестиційних стратегій.

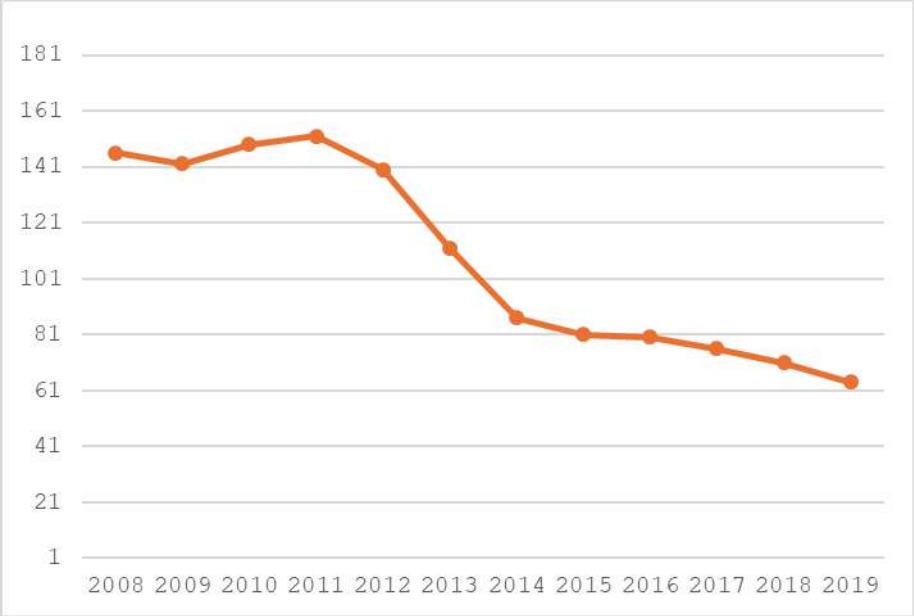


Рис. 2.2. DB індекс України, 2008-2019 рр.

Джерело: побудовано автором за: [175-177]

Індекс легкості ведення бізнесу (Doing Business), який до 2020 р. розраховувався Світовим банком, відображав регуляторні умови здійснення підприємницької діяльності за такими напрямами, як реєстрація бізнесу, доступ до інфраструктури, захист прав власності, оподаткування, міжнародна торгівля та виконання контрактів. Динаміка показника для України у 2008–2019 рр. свідчить про поступове покращення регуляторного середовища та зниження адміністративних бар'єрів для бізнесу [175-177]. Водночас за своєю природою

ці зміни стосуються переважно операційних умов ведення господарської діяльності та не відображають розвитку ринкових інститутів довгострокового фінансування, зокрема фондового ринку, що обмежує їхній вплив на мобілізацію інвестиційного капіталу.

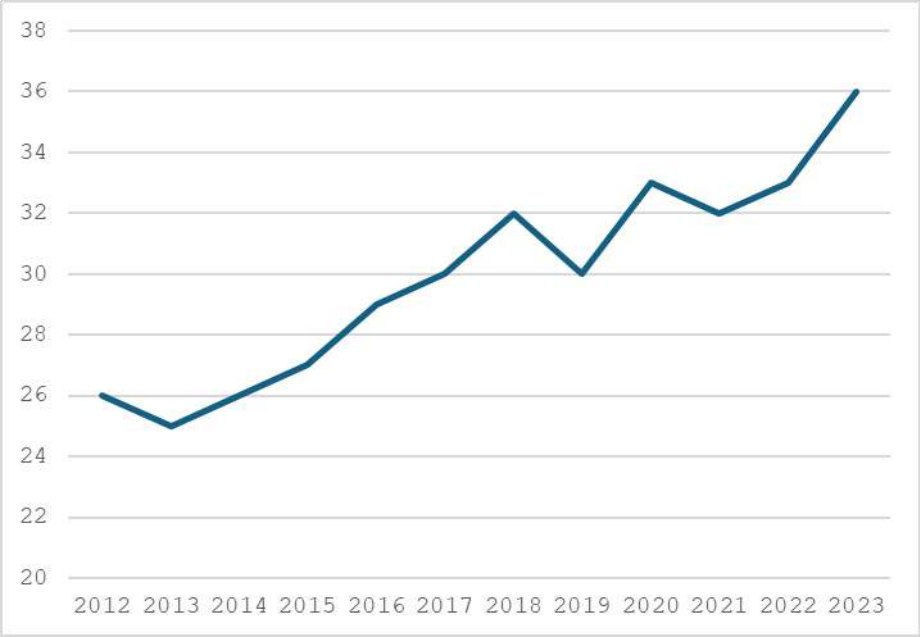


Рис. 2.3. Індекс сприйняття корупції в Україні, 2012-2023 рр.

Джерело: побудовано автором за: [178]

Індекс сприйняття корупції (CPI), який розраховується організацією Transparency International, для України у 2023 р. становив 36 балів зі 100 можливих, що відповідає збереженню підвищених корупційних ризиків в інституційному середовищі [178]. Попри поступове зростання значень індексу впродовж останнього десятиліття, його рівень залишається істотно нижчим за умовний інституційний поріг у 50 балів, що сигналізує про системні обмеження у сфері верховенства права та захисту прав інвесторів. Для великих інституційних інвесторів такі показники трансформуються у підвищені регуляторні та комплаєнс-ризики, що знижує привабливість публічних форм інвестування та обмежує участь фондового ринку у мобілізації довгострокового капіталу.

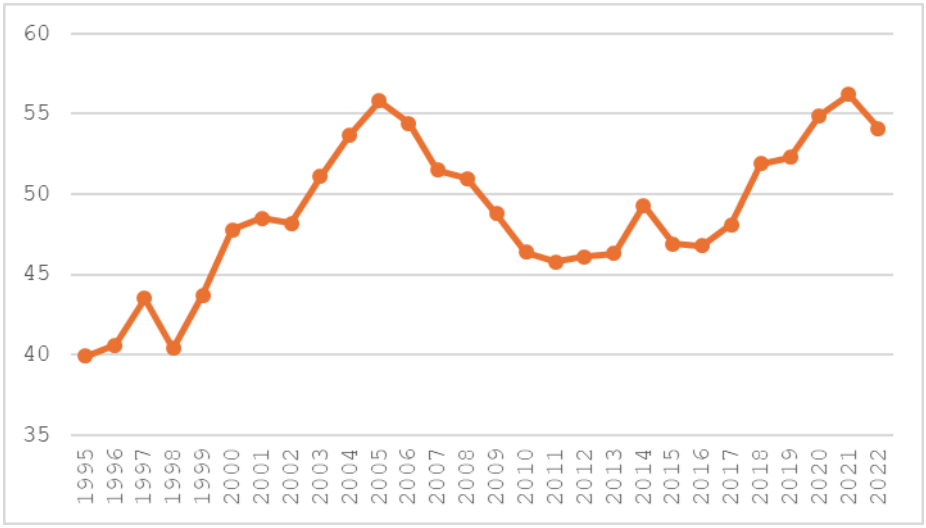


Рис. 2.4. Індекс економічної свободи України, 1995-2022 рр.

Джерело: побудовано автором за: [179]

Динаміка індексу економічної свободи України (рис. 2.11) свідчить про наявність окремих періодів інституційного покращення, однак без формування стійкого висхідного тренду. Навіть у роки відносного зростання значення індексу залишалися на рівнях, що відповідають обмеженій економічній свободі, що вказує на збереження системних інституційних бар'єрів. Деталізований аналіз компонентів індексу (додаток Ж.1) підтверджує, що ключові обмеження пов'язані з верховенством права, регуляторною ефективністю та захистом прав власності.

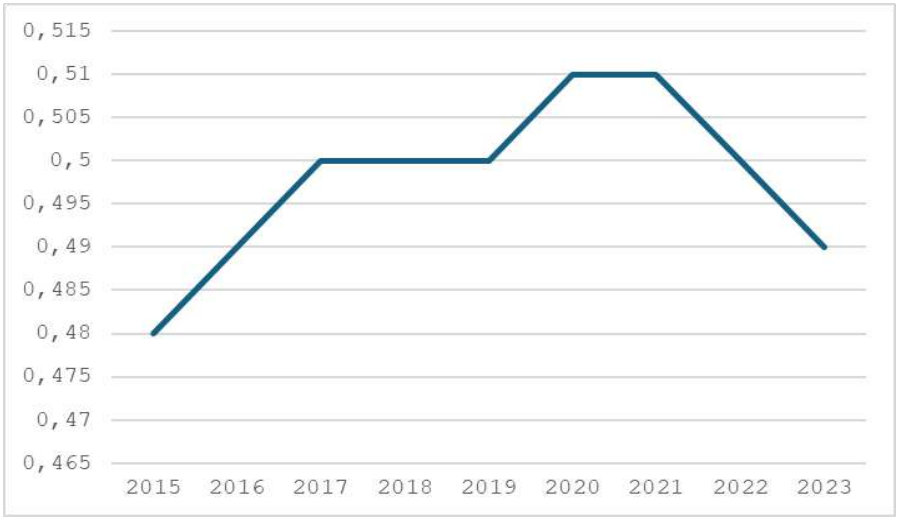


Рис. 2.5. Індекс верховенства права в Україні, 2015-2023 рр.

Джерело: побудовано автором за: [180]

Динаміка індексу верховенства права України у 2015–2023 рр. свідчить про відсутність стійкого покращення інституційної якості, а в останні роки – про її погіршення [180]. Зниження значення індексу відображає ослаблення ефективності правозастосування та захисту прав власності, що негативно впливає на оцінку інвестиційного клімату та підвищує сприйняття країнових ризиків з боку інвесторів. Деталізована структура компонентів індексу наведена в додаток Ж.2.

Наведені індекси використовуються в дослідженні як узагальнені індикатори інституційної якості та макроекономічного середовища, що формують базові умови для інвестиційної діяльності та функціонування фондового ринку. Аналіз відповідних показників свідчить про наявність суперечливих тенденцій: з одного боку, упродовж окремих періодів фіксується покращення макроекономічних та регуляторних параметрів, з іншого – збереження системних інституційних обмежень, пов’язаних із недостатнім рівнем верховенства права, корупційними ризиками та нестабільністю правил ведення бізнесу. Саме ці фактори формують підвищену премію за ризик та обмежують привабливість довгострокових інвестицій, зокрема інвестицій у пайові фінансові інструменти.

Інституційні характеристики інвестиційного клімату відображаються також у суб’єктивних оцінках економічних агентів. Дані опитувань Європейської Бізнес Асоціації та міжнародних консалтингових компаній (рис. 2.6–2.8) демонструють нестабільність інвестиційних очікувань бізнесу, чутливість оцінок до змін у регуляторному середовищі та безпекових умовах, а також обмежену готовність до розширення інвестиційної активності у середньо- та довгостроковій перспективі.

Інтегральний індекс інвестиційної привабливості України, що розраховується Європейською Бізнес Асоціацією, упродовж 2008–2024 рр. характеризується нестійкою динамікою та тривалим перебуванням у зоні негативних оцінок.

Рис. 2.6. Значення інтегрального індексу інвестиційної привабливості України, 2008-2024 рр.

Джерело: [181]

Попри певне зростання частки респондентів, які вважають інвестиції в Україну вигідними, з 2019 року індекс стабільно залишається нижчим за рівень 3 балів і ніколи не досягав позитивної зони, що свідчить про збереження структурної невизначеності та обмежену готовність бізнесу до довгострокового інвестування, навіть за наявності інвестиційної активності.

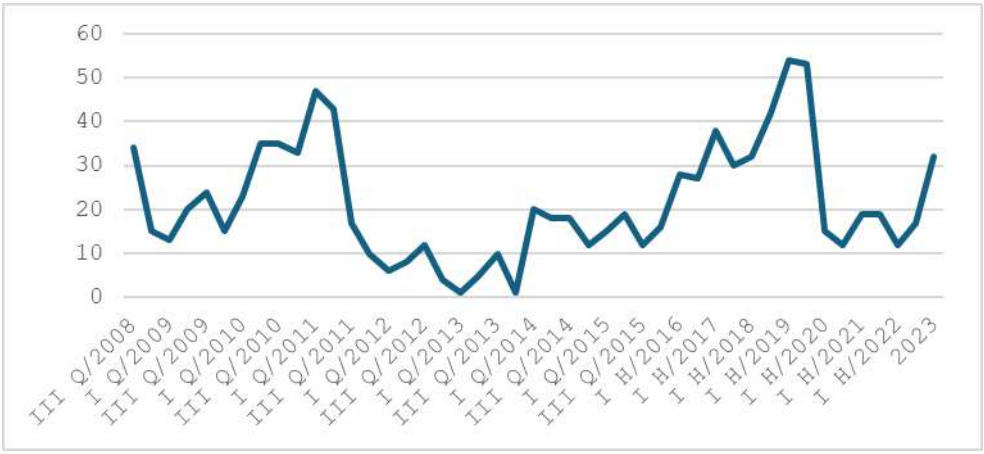


Рис. 2.7. Очікування щодо ефективності інвестування.

Джерело: побудовано автором за: [181]

Динаміка очікувань щодо ефективності інвестування характеризується високою волатильністю та чутливістю до змін у політичному, інституційному та безпековому середовищі. Падіння оцінок у низці періодів збігається з фазами

політичної трансформації та підвищеної невизначеності, тоді як навіть в умовах повномасштабного вторгнення рівень очікуваної ефективності інвестицій залишається вищим, ніж під час окремих попередніх кризових епізодів. Це свідчить про збереження інвестиційного інтересу бізнесу за умови суттєво обмежених горизонтів планування та переваги коротко- і середньострокових рішень.

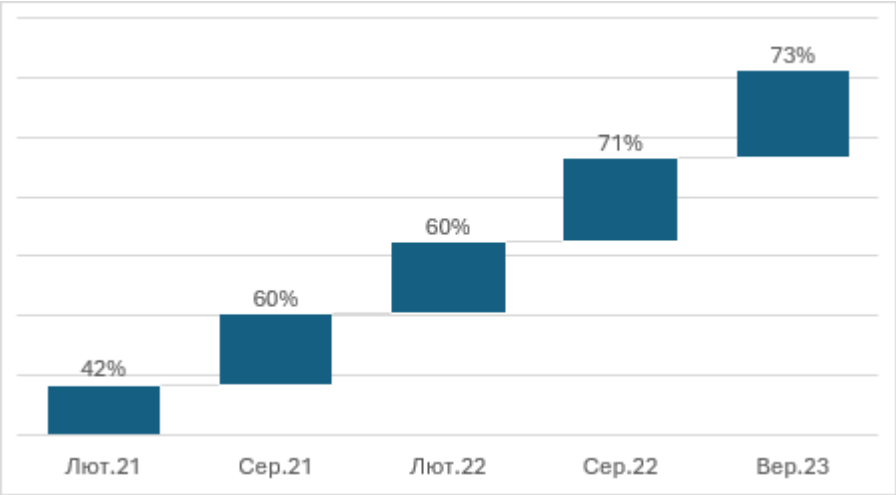


Рис. 2.8. Впевненість в економічному зростанні серед опитаних.

Джерело: побудовано автором за: [182]

Дані опитувань керівників компаній свідчать про поступове зростання впевненості бізнесу в перспективах економічного відновлення та зростання, що простежується протягом 2021–2023 рр. Важливо, що навіть у 2022 році, попри різке погіршення безпекових умов, частка респондентів із позитивними очікуваннями не знизилася, а надалі продовжила зростати. Це вказує на збереження адаптивного оптимізму бізнесу, який, однак, не обов'язково трансформується у зростання довгострокових інвестицій без відповідних інституційних передумов.

Показники очікувань бізнесу застосовуються як додаткове джерело оцінки інвестиційного клімату, що відображає реакцію економічних агентів на зміну інституційних та макроекономічних умов. Водночас інституційні обмеження знаходять відображення і в структурі фактичних інвестиційних потоків. Як показує аналіз прямих іноземних інвестицій, угод злиття та

поглинання, а також greenfield-проєктів (додатки Д.15-17, Д19), інвестиційна активність в Україні зосереджується переважно у формі прямих угод, проєктного фінансування та внутрішньокорпоративних трансакцій. Залучення капіталу через організований фондовий ринок залишається обмеженим, що свідчить про недостатню роль біржових механізмів у процесі трансформації інвестиційного потенціалу в реальні інвестиції. Дані щодо угод злиття та поглинання, greenfield-інвестицій і запланованих проєктів використовуються для ідентифікації фактичних форм залучення капіталу та оцінки ролі організованого фондового ринку в структурі інвестиційної активності.

Одним із потенційних механізмів мобілізації інвестиційних ресурсів на фінансовому ринку виступають інституційні інвестори, зокрема інвестиційні фонди, які акумулюють кошти широкого кола інвесторів та спрямовують їх у різні сегменти ринку цінних паперів. Як зазначають В. З. Кузьмінський та А. Коваль, розвиток ринку інвестиційних фондів, зростання активів під управлінням та вдосконалення регуляторної політики і захисту інвесторів є важливими передумовами підвищення ефективності фінансового ринку та залучення інвестицій в економіку [183].

Сукупність результатів аналізу міжнародних індексів, оцінок очікувань бізнесу та фактичної інвестиційної активності свідчить про наявність стійких детракторів інвестиційного клімату України, що мають системний інституційний характер. Йдеться насамперед про обмеження у сфері верховенства права та захисту прав власності, корупційні ризики, регуляторну нестабільність, фіскальні та адміністративні бар’єри, а також підвищену безпекову невизначеність. Ідентифікація зазначених детракторів ґрунтується, зокрема, на результатах опитувань інвесторів та підприємців, наведених у додатках Д.20, Д.21, що дозволяє емпірично підтвердити їхню релевантність для українського ринку. Наявність зазначених обмежень зумовлює підвищену країнову премію за ризик, стримує довгострокові інвестиції та обмежує розвиток організованого фондового ринку як ефективного каналу мобілізації

капіталу, що призводить до витіснення ринкових механізмів фінансування та обмеження реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

Таким чином, інвестиційний клімат України характеризується поєднанням наявного інвестиційного потенціалу та стійких інституційних бар'єрів, які стримують розвиток фондового ринку як каналу мобілізації довгострокового капіталу. Це обумовлює необхідність подальшого аналізу впливу макроекономічних та інституційних факторів на динаміку ринкових індикаторів та умови реалізації економічного потенціалу фондового ринку, що буде здійснено у наступному розділі дослідження.

Фактична інвестиційна активність є важливим індикатором стану інвестиційного клімату, оскільки відображає не лише задекларовані наміри економічних агентів, а й їхню готовність реалізовувати інвестиційні проєкти в наявному інституційному та макроекономічному середовищі. Дослідження сучасного стану фондового ринку України також свідчать про структурні обмеження його розвитку, зокрема домінування боргових інструментів та низьку ліквідність акцій українських емітентів [184]. Аналіз реальних обсягів і форм інвестування дозволяє оцінити, якими каналами мобілізується капітал та яку роль у цьому процесі відіграє організований фондовий ринок.

За наявними даними, упродовж 2021–2024 рр. в Україні реалізовувалися значні за масштабом інвестиційні проєкти, зокрема у формі прямих іноземних інвестицій, угод злиття та поглинання, а також greenfield-інвестицій. Перелік найбільших угод і проєктів, що охоплюють ключові галузі економіки, наведено в додатках Д.11, Д.15-17. Це свідчить про наявність інвестиційного потенціалу та інтересу з боку як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів навіть в умовах підвищеної макроекономічної та безпекової невизначеності [19; 20; 185-188].

Водночас принциповою особливістю зазначених інвестицій є переважання позабіржових форм залучення капіталу. Більшість угод реалізуються шляхом прямих корпоративних трансакцій, внутрішньокорпоративного фінансування або проєктного інвестування без використання механізмів публічного розміщення цінних паперів. Навіть у

випадках зміни структури власності великих компаній фондовий ринок виконує допоміжну технічну функцію, не забезпечуючи повноцінної мобілізації інвестиційних ресурсів через первинний або вторинний ринок. Низька готовність бізнесу до довгострокового інвестування підтверджується також результатами опитувань щодо очікуваної ефективності інвестицій (додаток Д.14).

Така структура інвестиційної активності відображає інституційні обмеження, ідентифіковані вище у підрозділі, зокрема високий рівень країнового ризику, недостатній захист прав інвесторів, регуляторну нестабільність та обмежену ліквідність фондового ринку. За цих умов інвестори віддають перевагу формам інвестування, що дозволяють мінімізувати транзакційні витрати та ризики, навіть ціною відмови від потенційних переваг публічних ринків капіталу.

Окремої уваги заслуговує галузева спрямованість реальних інвестицій, яка концентрується у капіталомістких секторах із довгостроковим горизонтом окупності, таких як енергетика, агропромисловий комплекс, обробна промисловість, логістика та оборонно-промисловий комплекс. Це свідчить про наявність структурних передумов для економічного зростання, однак водночас підкреслює обмеженість інструментів фінансування таких проєктів у межах національного фондового ринку. Така галузева концентрація інвестицій узгоджується з теоретичними підходами, відповідно до яких стійка економічна рента формується переважно в секторах із високою доданою вартістю, зростаючою віддачею та складною структурою виробництва, а також з інвестиційними підходами, що орієнтують відбір капіталу на компанії, здатні стабільно генерувати доходи вище середнього рівня [7; 189].

У контексті підвищення інвестиційної привабливості економіки важливу роль відіграють механізми реалізації масштабних інвестиційних проєктів, зокрема у сфері інфраструктури. У міжнародній практиці значна частина таких проєктів реалізується через механізми державно-приватного партнерства, які поєднують ресурси держави та приватного сектору для фінансування

довгострокових інвестицій [190-192]. Одним із ключових інструментів реалізації таких проєктів виступає проєктне фінансування, що передбачає залучення капіталу під конкретні інвестиційні проєкти з використанням спеціалізованих фінансових структур. Інфраструктурні проєкти, які реалізуються через механізми державно-приватного партнерства та проєктного фінансування, здатні формувати стабільний попит на довгострокові інвестиції та створювати додаткові можливості для участі інституційних інвесторів [193]. За наявності розвинених фінансових ринків частина таких інвестицій може залучатися через механізми фондового ринку, що сприяє диверсифікації джерел фінансування та підвищує ефективність трансформації заощаджень у інвестиції. Таким чином, розвиток інструментів проєктного фінансування та державно-приватного партнерства може розглядатися як важливий фактор підвищення інвестиційної активності та реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

Саме такі сектори та компанії розглядаються інвесторами як носії довгострокових доходів і визначають напрями руху капіталу. У цьому контексті державні ініціативи, спрямовані на розвиток індустріальних парків та оцінку інвестиційного потенціалу секторів економіки (додатки Д.7-Д.10), можуть розглядатися як спроба інституційного окреслення галузей, здатних генерувати економічну ренту та приваблювати інвестиційний капітал.

Доповнюючи характеристику форм залучення інвестицій, доцільно звернути увагу на діяльність Експортно-кредитного агентства України, інструменти якого спрямовані на підтримку зовнішньоекономічної діяльності та зниження ризиків експортно орієнтованих проєктів. Галузева структура підтримки ЕКА (додаток Д.6) свідчить про її концентрацію у секторах переробної промисловості та суміжних видах діяльності, де можливе формування стійкої економічної ренти. У цьому контексті державна підтримка експорту може розглядатися як інструмент мультиплікації рентних доходів через доступ до зовнішніх ринків із вищим потенціалом зростання ціни та обсягів попиту. Водночас інструменти ЕКА не виконують функції мобілізації

інвестиційного капіталу та не інтегровані з механізмами фондового ринку, а лише супроводжують уже реалізовані або заплановані проєкти, що додатково підтверджує домінування позабіржових форм фінансування інвестицій в Україні.

Слід також зауважити, що в Україні історично домінує залучення капіталу у формі довгострокового банківського кредитування, що, на відміну від потенційно дешевшого фінансування через фондовий ринок, характеризується високою вартістю ресурсів і, відповідно, знижує економічну ефективність інвестиційних проєктів [55].

Таким чином, аналіз реальних інвестицій та форм їх залучення в Україні засвідчує наявність інвестиційної активності за відсутності повноцінної участі фондового ринку в процесі мобілізації капіталу. Це означає, що економічний потенціал фондового ринку реалізується фрагментарно, а інвестиційне фінансування здійснюється переважно альтернативними, позабіржовими каналами. Виявлений розрив між наявністю інвестиційного попиту та слабкістю біржових механізмів обумовлює необхідність подальшого аналізу макроекономічних факторів, що впливають на динаміку ринкових індикаторів і функціонування фондового ринку в Україні.

У відповідь на обмеженість інвестиційної активності та підвищені макроекономічні й безпекові ризики держава реалізує широкий спектр програм підтримки інвестиційної діяльності. Вони охоплюють кредитні, бюджетні, грантові та адміністративні інструменти стимулювання бізнесу, а також інституційні ініціативи, спрямовані на залучення внутрішніх і зовнішніх інвесторів. Масштаб і спрямованість державних програм підтримки інвестицій, узагальнених у додатках Е.1 та Е.2, свідчать про домінування бюджетних, кредитних та адміністративних інструментів стимулювання, орієнтованих переважно на підтримку великих інфраструктурних проєктів, а також секторів переробної промисловості та експортно орієнтованих видів діяльності, де потенційно можливе формування економічної ренти. Водночас реалізація

зазначених програм відбувається за відсутності системної інтеграції фондового ринку в процес мобілізації інвестиційного капіталу.

У цьому контексті доцільно також врахувати стадійність розвитку галузей з позицій формування економічної ренти. Згідно з підходами до класифікації галузей за етапами життєвого циклу (додатки Ж.4, Ж.6), найвищий потенціал стійкої економічної ренти формується на ранніх та зростаючих стадіях розвитку галузей, тоді як зрілі, циклічні та галузі на стадії занепаду характеризуються обмеженими можливостями довгострокового зростання вартості. Аналіз спрямованості державних програм підтримки та фактичної інвестиційної активності свідчить, що вони переважно зосереджені у зрілих і циклічних секторах економіки, тоді як формування нових галузей і ринків із високим рентним потенціалом залишається поза системною інвестиційною стратегією. Це створює додаткові обмеження для реалізації економічного потенціалу фондового ринку та формує логічний перехід до аналізу галузевих і структурних аспектів інвестування у наступному розділі.

Попри масштабність і різноманітність таких заходів, їх реалізація переважно ґрунтується на механізмах прямого або опосередкованого бюджетного фінансування, пільгового кредитування та регуляторної підтримки. За своєю природою ці інструменти спрямовані на компенсацію ризиків та зниження вартості капіталу для окремих проєктів, однак не формують ринкових каналів довгострокової мобілізації інвестиційних ресурсів. Домінування неринкових механізмів мобілізації інвестиційного фінансування підтверджується також масштабами пільгового кредитування та грантової підтримки бізнесу, що реалізуються через державні програми (додатки Д.1–Д.3). Зазначені інструменти спрямовані на підтримку поточної інвестиційної активності, однак не формують ринкових каналів довгострокового залучення капіталу та не залучають фондовий ринок до процесу фінансування.

Важливою особливістю чинної системи державної підтримки є фактична відсутність інтеграції фондового ринку в механізми реалізації інвестиційної політики. Публічні розміщення цінних паперів, використання біржових

інструментів фінансування або розвиток вторинного ринку капіталу не виступають системним елементом державних програм. У результаті фондовий ринок залишається поза процесами перерозподілу інвестиційних ресурсів, а його потенціал як інструменту масштабування інвестиційної активності не реалізується.

З огляду на це державні програми, попри їхню кількість та обсяги фінансування, формують радше інституційний шум, ніж ринкову інфраструктуру залучення капіталу. Вони частково компенсують інституційні недоліки середовища, але не усувають структурні обмеження розвитку фондового ринку та не створюють передумов для переходу від адміністративних до ринкових механізмів інвестування.

Для узагальнення логіки державного реагування на інвестиційні виклики та механізмів стимулювання інвестиційної активності в умовах підвищених ризиків на рис. 2.9 подано концептуальну схему взаємозв'язків між інвестиційними ризиками середовища, державними програмами підтримки та фактичними формами реалізації інвестиційних проєктів.

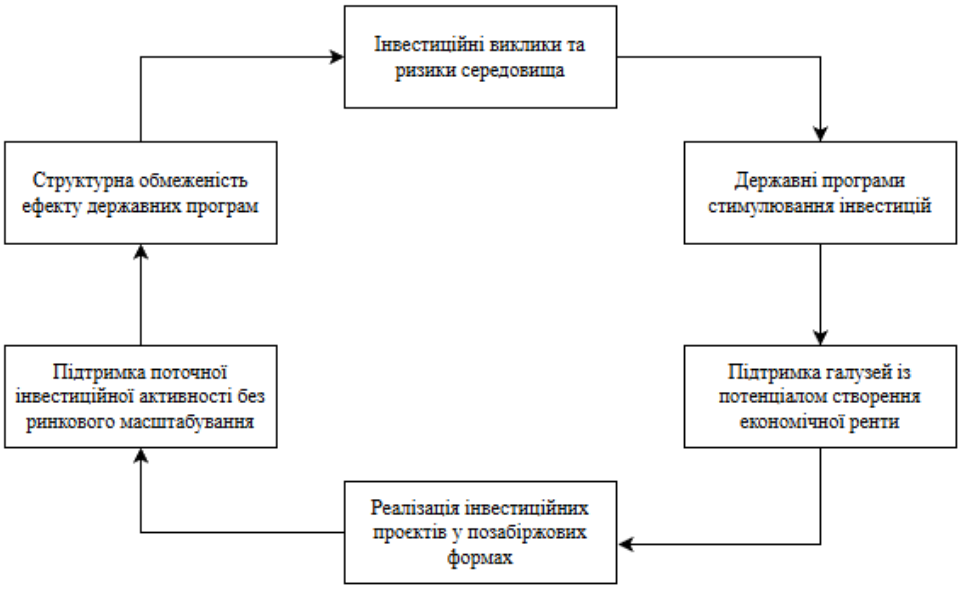


Рис. 2.9. Логіка державного стимулювання інвестиційної активності в умовах підвищених макроекономічних та інституційних ризиків.

Джерело: розроблено автором.

Подана схема відображає логіку державного реагування на інвестиційні виклики в умовах підвищених макроекономічних та інституційних ризиків. Вихідною точкою цього процесу виступає наявність інвестиційних ризиків середовища, які обмежують готовність приватного капіталу до довгострокового інвестування та зумовлюють підвищені вимоги до дохідності й гарантій. У відповідь держава реалізує програми стимулювання інвестицій, орієнтовані передусім на підтримку галузей із потенціалом створення економічної ренти, зокрема в переробній промисловості, інфраструктурі та експортно-орієнтованих секторах.

Водночас, за відсутності інтеграції фондового ринку в механізми реалізації інвестиційної політики, підтримка інвестиційної активності здійснюється переважно через позабіржові форми фінансування – бюджетні, кредитні та адміністративні інструменти. Це сприяє реалізації окремих інвестиційних проєктів, однак не забезпечує ринкового масштабування інвестиційної активності та призводить до структурної обмеженості ефекту державних програм. У результаті фондовий ринок залишається маргіналізованим у процесі мобілізації інвестиційного капіталу, що обмежує реалізацію його економічного потенціалу та формує замкнений контур низької ефективності державних інвестиційних політик.

Окрім інституційних обмежень, ефективність державних програм стимулювання інвестицій визначається не лише інституційним середовищем і наявними фінансовими інструментами, а й галузевою структурою економіки та стадіями розвитку окремих секторів. Інвестування у галузі, що перебувають на стадії зрілості або занепаду, навіть за умови державної підтримки, має обмежений потенціал формування довгострокової економічної ренти та масштабування інвестицій через фондовий ринок.

Таким чином, домінування бюджетно-кредитних інструментів державної підтримки за відсутності системного залучення фондового ринку поглиблює розрив між наявним інвестиційним попитом та можливостями його ринкового фінансування. Це підкреслює необхідність аналізу макроекономічних факторів,

що визначають функціонування фондового ринку та його спроможність трансформувати інвестиційний потенціал у стале економічне зростання.

Проведений аналіз інституційної якості, реальної інвестиційної активності та державних механізмів підтримки дозволяє ідентифікувати сукупність детракторів інвестиційного клімату України, що мають системний характер і безпосередньо впливають на вибір форм інвестування та канали мобілізації капіталу. Їх наявність зумовлює підвищену країнову премію за ризик і формує стимули до використання позабіржових, адміністративних або внутрішньокорпоративних механізмів фінансування.

До ключових інституційних детракторів належать обмеження у сфері верховенства права та захисту прав власності, корупційні ризики, низька ефективність судової системи та регуляторна нестабільність. Ці чинники негативно впливають на довіру інвесторів, обмежують горизонти інвестування та знижують привабливість публічних форм залучення капіталу, що підтверджується динамікою міжнародних рейтингів та індексів.

Важливу роль відіграють макрофінансові детрактори, зокрема висока волатильність макроекономічних показників, обмежений доступ до довгострокових фінансових ресурсів, домінування банківського кредитування та підвищена вартість капіталу. За таких умов фондовий ринок не виконує функції ефективного фінансового посередника між заощадженнями та інвестиціями, а залучення капіталу через емісію цінних паперів залишається економічно невигідним для більшості емітентів.

Окрему групу становлять ринкові детрактори, пов’язані з низькою ліквідністю, обмеженою глибиною та вузькою інвесторською базою національного фондового ринку. Відсутність активного вторинного ринку, слабка диверсифікація фінансових інструментів і обмежена участь інституційних інвесторів знижують інформаційну ефективність ринку та посилюють ризики цінової волатильності, що стримує використання біржових механізмів фінансування.

Таким чином, детрактори інвестиційного клімату в Україні формують взаємопов’язану систему обмежень, у межах якої інвестиційна активність зберігається, але реалізується поза організованим фондовим ринком. Це призводить до фрагментарної реалізації економічного потенціалу ринку капіталу та обмежує його внесок у довгострокове економічне зростання. Виявлені детрактори обґрунтовують необхідність кількісної оцінки впливу макроекономічних факторів на динаміку фондових індикаторів, що становить предмет подальшого економетричного аналізу. Таким чином, детрактори інвестиційного клімату в Україні формують взаємопов’язану систему обмежень, у межах якої інвестиційна активність зберігається, але реалізується поза організованим фондовим ринком. Це призводить до фрагментарної реалізації економічного потенціалу ринку капіталу та обмежує його внесок у довгострокове економічне зростання. Виявлені детрактори обґрунтовують необхідність кількісної оцінки впливу макроекономічних факторів на динаміку фондових індикаторів, що становить предмет подальшого економетричного аналізу. Логіку взаємопосилення зазначених детракторів та їхній вплив на ефективність державних інвестиційних політик узагальнено на рис. 2.10.

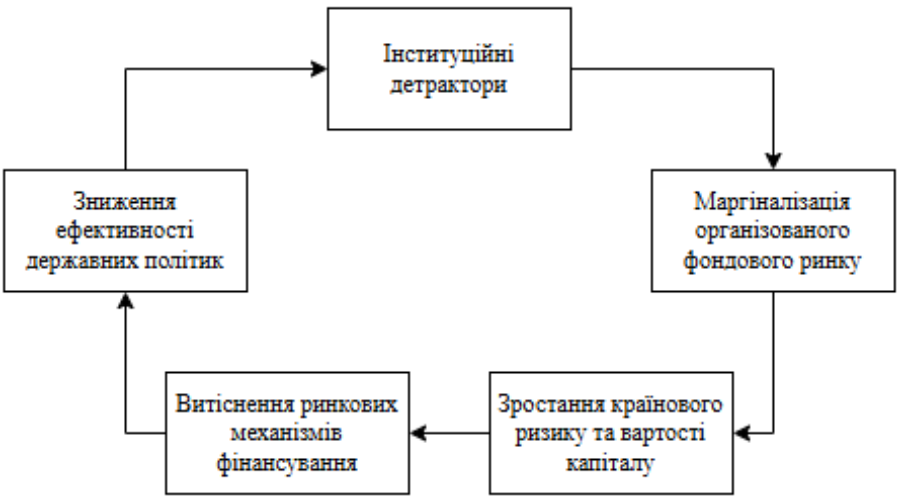


Рис. 2.10. Цикл взаємопосилення детракторів інвестиційного клімату та обмеження ефективності державних інвестиційних політик.

Джерело: розроблено автором.

Подана схема ілюструє механізм замкненого циклу взаємопосилення детракторів інвестиційного клімату. Інституційні обмеження у сфері верховенства права, захисту прав інвесторів і регуляторної стабільності формують підвищений ризик країни та збільшують вартість капіталу, що скорочує інвестиційні горизонти та стимулює інвесторів уникати публічних ринкових інструментів. У результаті відбувається витіснення ринкових механізмів фінансування позабіржовими та адміністративними формами, що призводить до маргіналізації організованого фондового ринку. За таких умов державні інвестиційні політики зосереджуються на компенсації ризиків, а не на розвитку ринкової інфраструктури, що знижує їхню довгострокову ефективність та сприяє відтворенню інституційних детракторів.

Для узагальнення виявлених інституційних та інвестиційних обмежень у контексті реалізації економічного потенціалу фондового ринку на рис. 2.11 подано концептуальну схему взаємозв'язків між інституційною якістю, інвестиційним кліматом, формами залучення капіталу та функціональною спроможністю організованого фондового ринку. Такий підхід дозволяє розмежувати короткострокові поведінкові реакції інвесторів і довгострокові інституційні передумови інвестиційної активності, а також окреслити роль фондового ринку у зниженні вартості капіталу та розширенні можливостей входу і виходу інвесторів.

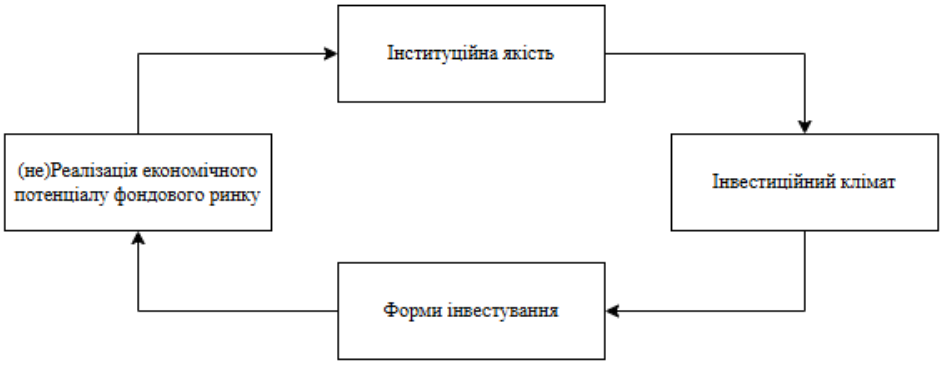


Рис. 2.11. Канал трансмісії інституційної якості в реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

Джерело: розроблено автором.

Схема відображає послідовний механізм трансмісії інституційних характеристик у результати функціонування фондового ринку. Низька інституційна якість, що проявляється у слабкому захисті прав власності, регуляторній нестабільності та обмеженій ефективності правозастосування, формує несприятливий інвестиційний клімат та підвищує ризики країни. За таких умов інвестиційна активність не зникає повністю, проте реалізується переважно через позабіржові, адміністративні або проєктні форми фінансування, які дозволяють інвесторам мінімізувати ризики та трансакційні витрати. Внаслідок цього організований фондовий ринок не залучається до процесів мобілізації довгострокового інвестиційного капіталу, що обмежує його ліквідність, глибину та функціональну спроможність. У результаті економічний потенціал фондового ринку залишається нереалізованим, попри наявність інвестиційного попиту та державних зусиль зі стимулювання економічної активності.

Доповнюючи оцінки інвестиційного клімату, сформовані на основі міжнародних рейтингів та індексів, доцільно проаналізувати структурні кількісні індикатори розвитку національного ринку капіталу, відображають фактичну спроможність фондового ринку виконувати функцію мобілізації довгострокового інвестиційного капіталу, зокрема співвідношення капіталізації фондового ринку та обсягів емісії цінних паперів до валового внутрішнього продукту, які широко використовуються в міжнародній практиці для порівняльної оцінки фінансової глибини економік.

У міжнародній практиці показники капіталізації фондового ринку до валового внутрішнього продукту та обсягу емісії корпоративних цінних паперів до ВВП широко використовуються як агреговані індикатори фінансової глибини та розвитку національного ринку капіталу. Водночас можливості їх застосування для України є істотно обмеженими з огляду на специфіку статистичного обліку та інституційні особливості функціонування фондового ринку. Зокрема, регулярна публікація офіційних даних щодо капіталізації ринку цінних паперів Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку

була припинена у 2016 році, що унеможливлює використання цього показника для повноцінного довгострокового динамічного аналізу. Крім того, агреговані та методологічно зіставні міжкраїнні дані щодо річних обсягів емісії корпоративних цінних паперів відсутні в більшості міжнародних статистичних баз, що обмежує можливості проведення коректного порівняльного аналізу за країнами. У зв'язку з цим у дослідженні застосовано підхід емпіричних порівняльних бенчмарків, широко використовуваний у літературі з проблем фінансового розвитку, який дозволяє ідентифікувати зміну режимів фінансового посередництва без побудови некоректних контрфактичних припущень. Варто зазначити, що у міжнародній практиці відсутні нормативно закріплені порогові значення співвідношення емісії цінних паперів до ВВП, які б однозначно забезпечували стабільне економічне зростання. Натомість у наукових дослідженнях використовуються емпіричні діапазони, характерні для країн з різним рівнем розвитку фінансових ринків. Для розвинених економік типовими є значення в межах 5–20% ВВП, для країн Центрально-Східної Європи – 3-10% ВВП, для класичних emerging markets – 2–8% ВВП, тоді як для периферійних фінансових ринків характерні значення, що не перевищують 2% ВВП. При цьому ключовим чинником впливу фондового ринку на економічне зростання вважається не обсяг емісій як такий, а їх структура, інституційне середовище та здатність трансформувати залучений капітал у продуктивні інвестиції [194-199].

Порівняння відношення річних обсягів емісії акцій та корпоративних облігацій до ВВП в Україні з наведеними емпіричними бенчмарками свідчить про суттєву зміну режиму фінансового посередництва після 2018 року [200]. У 2013–2017 роках значення цього показника перебували в діапазоні 6–11% ВВП, що відповідало типовим характеристикам країн Центрально-Східної Європи та нових ринків. Натомість, починаючи з 2018 року, спостерігається стійке зниження показника до рівнів нижче 2% ВВП, що є характерним для периферійних або слабко розвинених фінансових ринків у міжнародній класифікації. Така динаміка узгоджується з трактуванням України як

периферійного фінансового ринку, на якому фондовий ринок не виконує повноцінної функції мобілізації довгострокового капіталу [201].

З огляду на відсутність усталених емпіричних оцінок, які б однозначно підтверджували статистично значущий вплив інвестицій, залучених через фондовий ринок, на динаміку валового внутрішнього продукту в економіках із периферійним типом фінансового розвитку, здійснення коректної контрфактичної оцінки можливих темпів економічного зростання за альтернативних обсягів емісії є методологічно обмеженим. Водночас поєднання цього результату зі стійким зниженням відношення емісії корпоративних цінних паперів до ВВП після 2018 року свідчить про обмежену роль фондового ринку в каналах трансмісії інвестиційного фінансування та може бути інтерпретоване як прояв інституційних розривів у механізмах алокації капіталу. Стійко низькі обсяги емісії корпоративних цінних паперів можуть також розглядатися як індикатор підвищеної сприйнятої інвесторами країнової ризиковості, що обмежує готовність ринку до довгострокового фондового фінансування. За таких умов відновлення активності первинного ринку є ймовірнісно пов’язаним зі зниженням загальної оцінки ризику країни та покращенням інституційних і макрофінансових умов.

Таким чином, проведений у підрозділі 2.1 аналіз засвідчує, що інституційні характеристики середовища та структура інвестиційної активності обмежують можливості повноцінної реалізації економічного потенціалу фондового ринку України. З огляду на це постає необхідність кількісної оцінки впливу макроекономічних чинників на вартість капіталу та динаміку фондових індикаторів, що й становить предмет подальшого аналізу в підрозділі 2.2.

2.2. Аналіз впливу макроекономічних чинників на вартість капіталу та розкриття економічного потенціалу фондового ринку України

Як було встановлено раніше, наступним етапом фундаментального аналізу після оцінки інвестиційної привабливості та інвестиційного клімату є

аналіз макроекономічних показників країни. У науковій літературі фундаментальний аналіз макроекономічних параметрів трактується як оцінка їх абсолютних значень і динаміки з метою визначення можливих напрямів руху цін на фондовому ринку. Зокрема, О. М. Сохацька, В. М. Панасюк, , І. В. Роговська-Іщук та С. І. Вінницький зазначають, що даний тип аналізу вивчає динаміку цін під впливом макроекономічних чинників, тоді як В. Л. Дикань підкреслює його роль у визначенні напрямку руху ринку [163; 168]. І. С. Кравчук та В. Д. Юхимчук вказують, що застосування цього підходу дає змогу інвестору оцінити рівень впливу ключових макроекономічних показників на динаміку фондового ринку [202]. Результатом даного етапу є формування інформаційної бази для прийняття інвестиційних рішень щодо часових параметрів входу на ринок або вибору форми залучення капіталу підприємством [203].

Інформаційну основу аналізу становлять доступні макроекономічні показники, що впливають на динаміку цін біржових активів, а також аналітичні матеріали провідних дослідницьких центрів і інвестиційних компаній. З огляду на регулярність публікації таких даних та їх загальнодоступність, учасники ринку постійно переоцінюють макроекономічну інформацію, співвідносячи її з очікуваннями щодо розвитку економіки та відповідних ринкових сегментів. У разі інтерпретації оприлюднених показників як сприятливих для національного господарства або окремих галузей це, як правило, виступає чинником зростання котирувань відповідних активів. Таким чином, безперервний процес ринкової переоцінки макроекономічних даних зумовлює динамічний характер цін, а практичним результатом аналізу є визначення напряму зміни «справедливої» ціни капіталу.

Дослідження, присвячені фундаментальному аналізу фондового ринку та впливу макроекономічних процесів на нього, загалом демонструють узгодженість щодо переліку ключових індикаторів. Відмінності між підходами стосуються переважно включення фондових індексів до складу макроекономічних параметрів, а також класифікації показників на

випереджаючі, запізнілі та співпадаючі [162]. Питання використання таких індикаторів у прогнозуванні фаз економічного циклу та динаміки фондового ринку буде розглянуто далі. У додатку Ж.3 подано узагальнений перелік макроекономічних індикаторів, які застосовуються у наукових дослідженнях і можуть бути розраховані для економіки України з метою виявлення залежностей між цими показниками та середньою ціною капіталу на фондовому ринку.

У межах економічної теорії вартість капіталу трактується як ринкова ціна фінансових ресурсів, що відображає вимоги інвесторів до рівня дохідності з урахуванням прийнятого ризику та альтернативних можливостей вкладення коштів. Вона визначає умови залучення фінансування підприємствами та формує граничні параметри прийнятності інвестиційних проєктів. У межах даного дослідження вартість капіталу для підприємства інтерпретується як дивіденди, сплачені власникам акцій, або відсоткові платежі за корпоративними довгостроковими облігаціями. Водночас не всі макроекономічні індикатори мають прямий та однаково інтенсивний вплив на зазначені складові ціни капіталу. У практиці розвинених фондових ринків до показників з найбільшим впливом традиційно відносять такі [204-207]:

1) облікова ставка;
2) інфляція;
3) ВВП (темп приросту);
4) рівень безробіття;
5) торговий баланс;
6) індикатори ділової впевненості;
7) індикатори споживчих настроїв;
8) кредитна ставка.

Продовжимо дослідження з використанням даних індикаторів, при цьому відмітимо наступне:

1) в даному дослідженні ми не будемо враховувати рівень безробіття, тому що з початком повномасштабних бойових дій, мобілізацією, релокацією

та міграцією населення дані щодо зайнятості обліковуються та публікуються не повністю (НБУ публікує дані лише по офіційно зареєстрованим безробітним [208; 209]. Будемо виходити з припущення, що зміни реального безробіття опосередковано відображається в динаміці ВВП;

2) в якості індикатора ділової впевненості та споживчих настроїв візьмемо індикатор економічних настроїв, який впроваджено в 2017 році. Даний індикатор включає оцінку настроїв бізнесу та споживачів, розраховується за методологією Гармонізованої програми ЄС, тож може розглядатись як об'єктивний [210-212];

3) у зв'язку з цим ми порахуємо два варіанти моделей: 2013-2023 (без урахування індикатора ділової впевненості) та 2017-2023 (з його урахуванням);

4) динаміка даних макроекономічних показників є добре задокументованою у статистичних джерелах і не потребує окремого графічного аналізу в межах даного підрозділу. Аналіз зосереджено на їх впливі в рамках економетричних моделей.

Перейдемо до визначень параметрів, які будемо використовувати в дослідженні.

Облікова ставка НБУ. Облікова ставка – це ключовий інструмент монетарної політики, за допомогою якого Національний банк України задає орієнтир для вартості грошових коштів, що залучаються або розміщуються суб'єктами грошово-кредитного ринку. Облікова ставка – інструмент, що впливає на короткострокову вартість коштів, проте завдяки механізму перетоку капіталу між різними секторами фінансового ринку вона впливає на процентні ставки банків за кредитними та депозитними операціями з економічними агентами, обмінний курс гривні, а також ціни інших фінансових інструментів [213]. Тобто, облікова ставка опосередковано може впливати і на формування вартості довгострокового капіталу. У межах даного дослідження очікується прямий зв'язок між рівнем облікової ставки та індикативною вартістю капіталу на фондовому ринку: підвищення облікової ставки зумовлює зростання вартості капіталу, тоді як її зниження – відповідне зменшення.

Інфляція. Для відображення загальної динаміки цін в економіці у дослідженні використано дефлятор ВВП [214-216]. На відміну від індексу споживчих цін та індексу цін виробників, що розраховуються на основі фіксованого кошика, дефлятор ВВП ґрунтується на змінному кошику товарів і послуг (індекс Пааше) та охоплює всі компоненти валової доданої вартості [217]. У межах даного дослідження очікується прямий зв'язок між рівнем інфляції та індикативною вартістю капіталу на фондовому ринку, що зумовлено включенням інфляційної премії до вимог інвесторів щодо номінальної дохідності фінансових інструментів.

ВВП. Валовий внутрішній продукт – оцінка ринкової вартості усіх товарів і послуг кінцевого споживання, вироблених на території країни протягом року [119; 217]. Зростання ВВП, як правило, супроводжується підвищенням інвестиційної привабливості економіки та активізацією руху капіталу. У межах даного дослідження передбачається переважно зворотний зв'язок між рівнем ВВП та індикативною вартістю капіталу на фондовому ринку, що пояснюється домінуванням каналу пропозиції капіталу: економічне зростання сприяє припливу внутрішніх і зовнішніх інвестицій, розширюючи пропозицію фінансових ресурсів і, за інших рівних умов, знижуючи вимоги до дохідності капіталу.

Торговий баланс (баланс товарів і послуг, чистий експорт) – сальдо експорту та імпорту товарів і нефакторних послуг, один із елементів рахунку поточних операцій [217]. Позитивне значення чистого експорту зазвичай супроводжується припливом іноземної валюти в економіку, що може сприяти зміцненню національної валюти. Через валютний та інфляційний канали зміни торгового балансу можуть опосередковано впливати на умови монетарної політики та рівень процентних ставок, а відтак – на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку. За таких умов покращення торгового балансу потенційно асоціюється зі зниженням вартості капіталу, тоді як його погіршення – з протилежною динамікою.

Індикатор економічних настроїв – показник, що розраховується як зведена оцінка 15 стандартизованих показників, з яких 11 це компоненти індикаторів ділової впевненості в будівництві, промисловості, роздрібній торгівлі, сфері послуг, та 4 – компоненти індикатора споживчої впевненості [218]. Даний індикатор відображає узагальнені очікування ключових економічних агентів щодо короткострокових перспектив розвитку економіки. Зміна рівня економічних настроїв може впливати на інвестиційні рішення, готовність до прийняття ризику та формування очікуваної дохідності фінансових активів, а відтак – на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку. Зниження значення індикатора зазвичай асоціюється з посиленням песимістичних очікувань і підвищенням вимог до компенсації ризику, тоді як його зростання – з більш сприятливими умовами залучення капіталу. Крім того, динаміка індикатора економічних настроїв використовується органами економічної політики як допоміжний сигнал для оцінки поточного економічного циклу та коригування параметрів монетарної і фіскальної політики, що додатково підсилює його опосередкований вплив на фінансові ринки.

Кредитна ставка. Кредитна ставка є одним із ключових індикаторів грошового ринку та відображає вартість залучення позикових коштів для суб’єктів господарювання. На попередніх етапах дослідження було встановлено, що поряд із фондовим ринком альтернативним джерелом фінансування інвестиційної діяльності підприємств є ринок боргових запозичень. Зміна рівня кредитних ставок впливає на відносну привабливість різних каналів залучення капіталу та структуру фінансування інвестицій. Зростання кредитної ставки підвищує вартість боргового фінансування, що може змінювати умови попиту та пропозиції фінансових ресурсів між сегментами фінансового ринку. За таких умов, за інших рівних умов, підвищення кредитних ставок може асоціюватися зі зростанням індикативної вартості капіталу на фондовому ринку.

Проаналізуємо, як зазначені показники впливають на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку. Як показник, що відображає зміну таких умов, використаємо індекс облігацій, який розраховується фондовою біржею «Перспектива» [219]. Індекс калькулюється з 2013 року та характеризує узагальнену ринкову оцінку дохідності державних, муніципальних та корпоративних облігацій України. Вибір зазначеного індексу зумовлений особливостями методики його розрахунку: він формується на основі ефективної дохідності реальних боргових фінансових інструментів, що дозволяє інтерпретувати його як агрегований показник ринкових вимог до дохідності капіталу. На відміну від класичних фондових індексів, які відображають зміну вартості «кошика» цінних паперів, індекс ФБ «Перспектива» безпосередньо репрезентує зміну умов залучення боргового фінансування (формулу розрахунку значення індексу наведено в додатку М.1). У межах даного дослідження індекс інтерпретується як узагальнений показник індикативної вартості капіталу, а не як ставка дохідності окремих інструментів. Зростання його значення свідчить про погіршення умов залучення капіталу та формування вищих ринкових вимог до параметрів нових боргових емісій з боку інвесторів. Зміни значення індексу відобразимо на графіку нижче (рис. 2.12). Як бачимо, наявний певний висхідний тренд з ознаками циклічності: різке зростання вартості капіталу припадає на кризові періоди 2014 р. (паніка на ринку, пов’язаної з економічною та політичною кризою, спричинена анексією Криму та початком бойових дій на сході), 2020 р. (відповідає періоду світової пандемії та економічного спаду, спричиненого локдаунами), 2022 р. (початок повномасштабної війни, значний шок на фінансовому ринку, зростання ризиків та відтік інвестицій).

З метою перевірки гіпотез щодо впливу макроекономічних факторів на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку, відображенням якої є фондовий індекс, було оцінено низку альтернативних економетричних специфікацій із використанням різних комбінацій пояснювальних змінних та лагових структур.

Рис. 2.12. Індекс облігацій ФБ «Перспектива».

Джерело: побудовано автором за: [219]

Результати перевірки гіпотез, детальні розрахунки та проміжні оцінки наведено в додатку И.4. Оцінювання здійснювалося на основі квартальних даних із використанням таких змінних: облікова ставка (RATE), індекс-дефлятор ВВП (DEFL), темпи зростання реального ВВП (GDP), зміна торгового балансу (TB), індикатор економічних настроїв (ESI), індекс очікуваної ефективності інвестицій (EXP_INV_EF), індекс інвестиційної привабливості (IND_INV_ATTR), кредитної ставки (LOAN), а також індекс облігацій ФБ «Перспектива» як показник індикативної вартості капіталу (IND). Попередній аналіз парних кореляцій не виявив тісних лінійних зв’язків між змінними, що зменшує ризик мультиколінеарності в подальших регресійних оцінках (додаток И.1, И.2). Перед оцінюванням моделей часові ряди було перевірено на стаціонарність із використанням тесту Дікі–Фуллера (ADF); подальше моделювання здійснювалося виключно для змінних, що задовольняють вимоги стаціонарності (додаток И.3). Усі розрахунки виконано з використанням програмних пакетів EViews 12 та Gretl.

Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу більшості досліджуваних макроекономічних показників на індикативну вартість капіталу у межах розглянутих специфікацій моделі. Такий результат вказує на обмежений характер передачі макроекономічних імпульсів до

фондового ринку України та може бути інтерпретований через інституційні особливості його функціонування. Зокрема, вплив макроекономічних чинників у національних умовах реалізується нерівномірно та здебільшого опосередковано, що знижує статистично фіксовану чутливість ринкових індикаторів до змін фундаментальних параметрів економіки.

Як зазначає регулятор, фондовий ринок України обмежено використовується для обігу пайових цінних паперів, а його діяльність значною мірою зосереджена на операціях із державними борговими інструментами [220]. За таких умов фондовий ринок лише частково виконує функції каналу трансмісії макроекономічних імпульсів та механізму ефективної алокації капіталу, що обмежує прояв макроекономічних факторів у динаміці індикативної вартості капіталу.

Відповідно, виявлена слабка чутливість фондового індексу до макроекономічних змін свідчить не про відсутність економічного значення фондового ринку, а про структурно обмежений характер реалізації його функцій, що підтверджує наявність нереалізованого економічного потенціалу фондового ринку України.

У зв’язку з цим у подальшій частині підрозділу доцільно перейти від аналізу фактичного впливу макроекономічних чинників до оцінки економічного потенціалу фондового ринку України та його можливого внеску у зростання валового внутрішнього продукту. Перехід до оцінки економічного потенціалу фондового ринку ґрунтується на базовій макроекономічній ідентичності, відповідно до якої валовий внутрішній продукт визначається як сума споживання, інвестицій, державних видатків та чистого експорту [128; 217; 221; 222].

У цьому контексті фондовий ринок може впливати на динаміку ВВП передусім через інвестиційний канал, забезпечуючи мобілізацію та перерозподіл капіталу між економічними агентами. Водночас сукупні інвестиції в економіці формуються за рахунок різних джерел, зокрема банківського кредитування, прямих іноземних інвестицій, бюджетних

капітальних видатків та інвестицій, залучених через фондовий ринок. З метою ідентифікації саме внеску фондового ринку в економічне зростання у даному дослідженні інвестиційна складова рівняння ВВП розглядається у вузькому трактуванні – через показники інвестицій, залучених на фондовому ринку. Такий підхід дозволяє виокремити частковий ефект фондового ринку як інституційного каналу алокації капіталу, не ототожнюючи його з інвестиційною динамікою економіки в цілому. Для ілюстрації масштабів та динаміки інвестицій, залучених через фондовий ринок, на рис. 2.13 наведено їх часову динаміку за досліджуваний період. Ці показники використовуються в подальших розрахунках як вихідна база для оцінки мультиплікативного ефекту інвестицій фондового ринку на валовий внутрішній продукт**:**

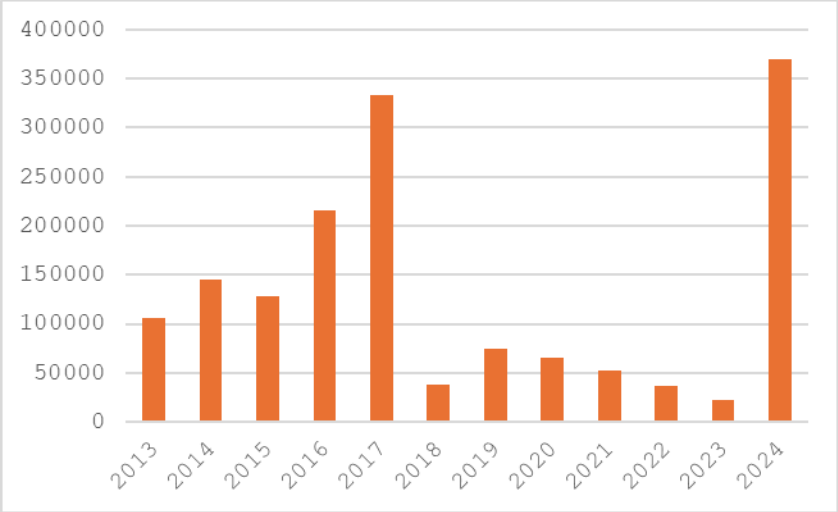


Рис. 2.13. Обсяги інвестицій (емісії), залучених через фондовий ринок.

Джерело: сформовано автором за [200]

Дані щодо річних обсягів емісії наведено в додатку Д.18.

Для ідентифікації механізму впливу інвестицій фондового ринку на динаміку валового внутрішнього продукту в роботі також використовується теоретична конструкція мультиплікатора витрат відкритої економіки. На відміну від закритої економіки, в умовах відкритості додатковим каналом вилучення з потоку доходів і витрат виступає імпорт, що зумовлює зменшення величини мультиплікативного ефекту інвестиційних імпульсів. У загальному

вигляді мультиплікатор відкритої економіки визначається за формулою 2.2, наведеною в табл. 2.2 [217]. Виходячи з цієї теоретичної конструкції, приріст інвестицій, залучених на фондовому ринку, розглядається як автономний інвестиційний імпульс, який транслюється в економічну динаміку через мультиплікативний механізм. Відповідно, теоретично очікуваний вплив інвестицій фондового ринку на зміну обсягу виробництва може бути представлений у вигляді формули 2.3 табл. 2.2 нижче (розраховані значення мультиплікатора та його складових зазначено в додатках И.5-И.8). Таким чином, включення мультиплікатора відкритої економіки до емпіричної моделі дозволяє не лише кількісно оцінити вплив інвестицій фондового ринку на ВВП, а й перевірити релевантність відповідного теоретичного каналу трансмісії в умовах відкритої економіки України. Отже, подальший аналіз спрямований не на оцінку загального впливу інвестицій на ВВП, а на кількісне визначення економічного потенціалу фондового ринку України та його можливого внеску у формування темпів економічного зростання.

Оцінка економічного потенціалу фондового ринку в роботі здійснюється шляхом дисконтування очікуваних макроекономічних ефектів інвестиційної активності на обмеженому часовому горизонті. Вибір часової вибірки 2014–2024 років зумовлений наявністю істотного структурного зламу в економіці України, пов’язаного з початком воєнних дій у 2014 році. Поєднання даних докризового та післякризового періодів у межах однієї моделі могло б призвести до порушення припущення про стабільність параметрів і, відповідно, до некоректних оцінок. Додатково, статистика емісії цінних паперів, що публікується Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, характеризується нерівномірною періодичністю (річною, піврічною або квартальною). З метою забезпечення узгодженості часових рядів та уникнення спотворень, пов’язаних із змішуванням частот або інтерполяцією даних, у дослідженні використано річні спостереження. Річна агрегація дозволяє нівелювати сезонні коливання, притаманні квартальним показникам емісії, та

уникнути додаткових припущень, пов'язаних із сезонним коригуванням, яке за умов обмеженого обсягу вибірки могло б спричинити додаткові спотворення.

З огляду на відносно коротку тривалість доступного часового ряду застосування довгострокових моделей із розширеним горизонтом прогнозування могло б призвести до зниження надійності оцінок і накопичення прогнозної похибки.

Таблиця 2.2

Формули для виведення та розрахунку економічного потенціалу фондового ринку України

Крок	***Пояснення***
Розрахунок ВВП	$\mathbf{Y = C + I + G + NX}$, (2.1) *де C – споживчі витрати, I – інвестиції, G – витрати державного сектору, NX – чистий експорт.* *Джерело: [128, 217; 221; 222]*
Розрахунок мультиплікатора відкритої економіки	$m_e = \frac{1}{1-(c-im)(1-t)}$, (2.2) *де c – гранична схильність до споживання, im – гранична схильність до імпорту, t – гранична податкова ставка.* *Джерело: [128, 217]*
Розрахунок зміни ВВП за рахунок зміни інвестицій фондового ринку опосередкована мультиплікатором відкритої економіки	$\Delta Y = m_e \times \Delta I_{s.m.}$, (2.3) *де m_e – мультиплікатор відкритої економіки, $\Delta I_{s.m.}$ – інвестиції, залучені через фондовий ринок.* *Джерело: розроблено автором.*
Розрахунок економічного потенціалу фондового ринку	$\sum_{t=1}^{T} \frac{m_e \times I_{s.m.}}{(1+r)^t}$, (2.4) *де m_e – мультиплікатор відкритої економіки, $\Delta I_{s.m.}$ – інвестиції, залучені через фондовий ринок, r – ставка дисконтування.* *Джерело: розроблено автором.*

Джерело: сформовано автором на основі джерел, зазначених в чарунках таблиці.

У зв'язку з цим у дослідженні використовується трирічний горизонт оцінки економічного потенціалу, який забезпечує компроміс між необхідністю врахування відкладених мультиплікативних ефектів інвестицій та обмеженнями, зумовленими розміром вибірки. Відповідно, економічний потенціал фондового ринку визначається як приведена вартість сукупних ефектів впливу інвестицій фондового ринку на валовий внутрішній продукт

протягом трьох наступних періодів (формула 2.4, табл. 2.2). Такий підхід дозволяє інтерпретувати отримані оцінки не як довгостроковий прогноз економічного зростання, а як консервативну кількісну характеристику середньострокового економічного потенціалу фондового ринку за умов наявної інституційної конфігурації.

Таблиця 2.3

Результати перевірки гіпотез впливу інвестицій фондового ринку на ВВП

№	*Гіпотеза*	*Висновок*
1	(H21) Існує пряма лінійна залежність між змінами інвестицій, мобілізованих через фондовий ринок, та змінами ВВП, яка може бути описана через мультиплікатор витрат відкритої економіки.	Як видно з графіку (***Рис. 2.13***), у більшість років (4 роки до початку повномасштабної війни (2015, 2018, 2020, 2021) та 2 роки з моменту (2022, 2023)) скорочення інвестицій супроводжується зростанням ВВП, тоді як падіння ВВП спостерігається лише у 2022 р. під впливом воєнного шоку [223; 224]. Відповідно, описовий аналіз часових рядів зміни ВВП та зміни внутрішніх інвестицій, мобілізованих через фондовий ринок, не підтвердив гіпотези про наявність простої пропорційної залежності виду $\Delta Y = M_e \Delta I_{s.m.}$.
2	(H22) Зміни інвестицій, мобілізованих через фондовий ринок, та мультиплікатор відкритої економіки статистично значуще впливають на зміну ВВП.	Специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,785), що свідчить про відсутність системного впливу обраних регресорів на динаміку ВВП у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.
3	(H23) Зміни інвестицій, мобілізованих через фондовий ринок, з урахуванням мультиплікатора відкритої економіки, мають статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,9633), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку ВВП у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Результати перевірки гіпотез викладено в табл. 2.3, детальні розрахунки та проміжні оцінки наведено в додатках И.9, И.10.

Оцінки моделей показали, що інвестиції, залучені на внутрішньому фондовому ринку, не мають статистично значущого впливу на зміну ВВП у досліджуваний період. Водночас інвестиційні ресурси надходять до економіки не лише з внутрішніх, а й із зовнішніх джерел. Портфельні інвестиції (FPI) є

тими іноземними коштами, що заходять у країну через операції з цінними паперами та безпосередньо пов'язані з діяльністю фондового ринку. На відміну від FPI, прямі іноземні інвестиції (FDI, додаток Д.13) можуть мати корпоративну або виробничу форму та не завжди залучаються через фондові інструменти. Тому вбачаємо за доцільне перевірити, чи справляють іноземні інвестиції (FDI, FPI) істотний вплив на динаміку ВВП, доповнивши модель відповідною змінною. Результати перевірки гіпотез подано в табл. 2.4.

Таблиця 2.4

Результати перевірки гіпотез впливу прямих та портфельних іноземних інвестицій на ВВП

№	*Гіпотеза*	*Результат*
1	(H24) Зміни іноземних портфельних інвестицій мають статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Оцінки початкової специфікації моделі не виявили статистично значущого впливу змін портфельних іноземних інвестицій на динаміку валового внутрішнього продукту. Отримані результати свідчать про відсутність системного впливу портфельних інвестицій на економічне зростання в межах розглянутої конфігурації моделі.
2	(H25) Зміни сальдо іноземних портфельних інвестицій мають статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Хоча оцінювання моделі із використанням змін сальдо портфельних іноземних інвестицій продемонструвало формальну статистичну значущість окремих параметрів, отримані результати не забезпечують достатньої економічної інтерпретованості та стійкості оцінок. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив сальдо портфельних інвестицій на динаміку ВВП не підтверджено.
3	(H26) Зміни іноземних прямих інвестицій мають статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Оцінювання моделі здійснено методом найменших квадратів. Модель є статистично значущою на 1%-му рівні, коефіцієнт детермінації свідчить про суттєву пояснювальну здатність. Перевірка залишків на автокореляцію та умовну гетероскедастичність не виявила порушень базових припущень МНК. Для підвищення стійкості оцінок до можливих відхилень стандартні похибки скориговано за методом Newey–West. Отримані результати підтверджують статистично значущий вплив змін прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП.
4	(H27) Зміни сальдо іноземних прямих інвестицій мають статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Оцінювання моделі свідчить про наявність статистично значущого впливу змін сальдо прямих іноземних інвестицій на динаміку валового внутрішнього продукту. Модель є значущою на 1%-му рівні та характеризується відносно високою пояснювальною здатністю, що вказує на істотний внесок зовнішніх інвестицій у формування змін ВВП у досліджуваний період. Перевірка базових припущень економетричної моделі не виявила порушень, які могли б поставити під сумнів отримані оцінки, що дозволяє розглядати результати як статистично стійкі. У цілому отримані емпіричні результати підтверджують гіпотезу про статистично значущий вплив змін сальдо прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП.

Продовження таблиці 2.4

5	(H28) Іноземні прямі інвестиції мають статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Результати оцінювання свідчать, що модель демонструє статистично значущу пояснювальну здатність на 5%-му рівні, пояснюючи близько половини варіації зміни валового внутрішнього продукту. Отримані оцінки підтверджують наявність статистично значущого впливу прямих іноземних інвестицій на динаміку ВВП у досліджуваний період. Корекція стандартних похибок для врахування можливих відхилень від базових припущень МНК не змінила якісних висновків моделі, що свідчить про стійкість отриманих результатів. У підсумку гіпотезу про статистично значущий вплив прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП України підтверджено.
6	(H29) Сальдо прямих іноземних інвестицій має статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Результати оцінювання свідчать, що модель характеризується високою пояснювальною здатністю та є статистично значущою на 1%-му рівні, пояснюючи понад половину варіації зміни валового внутрішнього продукту. Корекція стандартних похибок для врахування можливих відхилень від базових припущень МНК не вплинула на якісні висновки, що підтверджує стійкість отриманих оцінок. У цілому результати моделювання підтверджують наявність статистично значущого впливу змін сальдо прямих іноземних інвестицій на динаміку ВВП України. Фінальна специфікація моделі має вигляд: **$\Delta Y = 5{,}2032 \times FDIs + 129282$**

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

З метою кількісної оцінки можливого внеску фондового ринку у формування економічного зростання у подальшому аналізі інвестиції, залучені через фондовий ринок, включаються до економетричної моделі разом із показниками зовнішніх інвестицій. Базова специфікація моделі передбачає оцінювання впливу змін сальдо прямих іноземних інвестицій на динаміку валового внутрішнього продукту, після чого модель розширюється шляхом включення показника інвестицій фондового ринку. Такий підхід дозволяє перевірити, чи зберігається статистично значущий вплив зовнішніх інвестицій за умови врахування внутрішнього інвестиційного каналу, а також оцінити можливий граничний внесок фондового ринку у зміну ВВП. У подальшому аналізі також розглядається роль мультиплікатора відкритої економіки як теоретичного механізму трансмісії інвестиційних імпульсів у макроекономічну динаміку. Результати перевірки гіпотез подано в табл. 2.5.

Наступні кроки дослідження спрямовано на оцінку та прогнозування економічного потенціалу фондового ринку України на основі моделі № 30, яка серед специфікацій, що включають показник інвестицій, залучених через фондовий ринок, характеризується найвищою пояснювальною здатністю.

Таблиця 2.5

Результати перевірки гіпотез впливу прямих іноземних інвестицій та інвестицій фондового ринку на ВВП

№	*Гіпотеза*	*Висновок*
1	(H30) Сальдо прямих іноземних інвестицій, мультиплікатор відкритої економіки та зміна інвестицій фондового ринку має статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Результати оцінювання розширеної специфікації моделі свідчать про наявність статистично значущого впливу змін сальдо прямих іноземних інвестицій та мультиплікативного ефекту відкритої економіки на динаміку валового внутрішнього продукту. Модель характеризується відносно високою пояснювальною здатністю, що підтверджує вагомість зовнішнього інвестиційного каналу та мультиплікаторного механізму у формуванні змін ВВП. Водночас включення показника змін інвестицій, залучених через фондовий ринок, не призвело до виявлення його статистично значущого самостійного впливу в межах даної специфікації. Отримані результати вказують на те, що динаміка ВВП України у досліджуваний період є більш чутливою до змін зовнішніх інвестицій та загальних макроекономічних мультиплікативних умов, ніж до прямих змін обсягів капіталу, мобілізованого на внутрішньому фондовому ринку. У підсумку гіпотезу щодо впливу інвестиційних чинників на зміну ВВП **підтверджено частково**: статистично значущий вплив продемонстрували сальдо прямих іноземних інвестицій та мультиплікатор відкритої економіки, тоді як вплив змін інвестицій фондового ринку виявився статистично незначущим. Фінальна специфікація моделі має вигляд: $\mathbf{\Delta Y = 5{,}296 \times \Delta FDIs + 20023 \times Mctmi + 0{,}287 \times \Delta Ism + 128239}$
2	(H31) Сальдо прямих іноземних інвестицій та зміна інвестицій фондового ринку має статистично значущий вплив на зміну ВВП.	Результати оцінювання моделі свідчать, що статистично значущий вплив на динаміку валового внутрішнього продукту демонструє лише показник сальдо прямих іноземних інвестицій. Модель характеризується відносно високою пояснювальною здатністю та підтверджує наявність вагомого зовнішнього інвестиційного каналу впливу на зміну ВВП у досліджуваний період. Водночас включення показника змін інвестицій, залучених через фондовий ринок, не дозволило виявити його статистично значущого самостійного впливу на динаміку ВВП у короткостроковому вимірі. Отримані результати свідчать про те, що економічне зростання України в аналізований період було значно більш чутливим до змін зовнішніх інвестицій, ніж до прямих змін обсягів капіталу, мобілізованого на внутрішньому фондовому ринку. У підсумку гіпотезу щодо впливу інвестиційних чинників на зміну ВВП **підтверджено частково**: статистично значущий вплив продемонструвало сальдо прямих іноземних інвестицій, тоді як вплив змін інвестицій, залучених через фондовий ринок, виявився статистично незначущим.

Продовження таблиці 2.5

3	(H32) Зміни прямих іноземних інвестицій мають статистично значущий вплив на річну зміну ВВП, тоді як вплив внутрішніх інвестицій фондового ринку є умовним і залежить від величини мультиплікатора відкритої економіки.	Результати оцінювання моделі з урахуванням мультиплікативного ефекту відкритої економіки свідчать, що статистично значущий вплив на динаміку валового внутрішнього продукту України демонструє сальдо прямих іноземних інвестицій. Модель характеризується відносно високою пояснювальною здатністю та підтверджує визначальну роль зовнішнього інвестиційного каналу у формуванні змін ВВП у досліджуваний період. Водночас вплив внутрішніх інвестицій, залучених через фондовий ринок, має умовний характер і проявляється лише за умови врахування мультиплікатора відкритої економіки. Це свідчить про те, що прямі зміни обсягів капіталу, мобілізованого на фондовому ринку, не формують самостійного короткострокового ефекту на ВВП, а їхній вплив реалізується через загальні макроекономічні умови та інтенсивність мультиплікативного механізму. У підсумку отримані результати **підтверджують**, що зміни прямих іноземних інвестицій мають статистично значущий вплив на річну динаміку ВВП, тоді як ефект внутрішніх інвестицій фондового ринку є опосередкованим і залежить від величини мультиплікатора відкритої економіки.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Сценарний характер розрахунків зумовлений використанням альтернативних припущень щодо динаміки мультиплікатора відкритої економіки.

При цьому внесок інвестицій фондового ринку у зміну ВВП визначається оціненим коефіцієнтом при ΔIsm. Хоча оцінений коефіцієнт при змінній інвестицій фондового ринку має економічно очікуваний знак, він не є статистично значущим на стандартних рівнях значущості. У зв’язку з цим результати подальших розрахунків інтерпретуються не як емпірично підтверджений ефект, а як аналітична сценарна оцінка економічного потенціалу, що відображає можливий масштаб макроекономічного впливу за умови активізації інвестиційного каналу фондового ринку в довшому часовому горизонті або за більш репрезентативної вибірки.

Для кількісної оцінки економічного потенціалу фондового ринку України у середньостроковій перспективі здійснено прогнозування ключових регресорів фінальної економетричної моделі. На основі отриманих прогнозних значень обчислено очікувані зміни валового внутрішнього продукту у 2025–2028 роках,

після чого економічний потенціал фондового ринку визначено як приведену вартість прогнозованих ефектів за трирічний горизонт. Узагальнені результати сценарних розрахунків наведено в основному тексті дослідження, тоді як детальні етапи прогнозування та проміжні обчислення подано в додатку И.11.

Економічний потенціал фондового ринку оцінюється як приведена вартість прогнозованих ефектів впливу інвестицій, залучених через фондовий ринок, на зміну валового внутрішнього продукту. Формально економічний потенціал визначається за формулою:

$$EP_d = \sum_{t=1}^{T} \frac{b \times \Delta I_{sm}}{(1 + r_d)^t}, \quad (2.5)$$

де EPd – економічний потенціал фондового ринку, b – оцінений коефіцієнт при змінній інвестицій фондового ринку у фінальній економетричній моделі, ΔIsm – зміна обсягу інвестицій, мобілізованих через фондовий ринок, r_d – ставка дисконту, T = 3 – горизонт оцінки, обраний з урахуванням обмеженого обсягу вибірки.

За результатами розрахунків економічного потенціалу фондового ринку за трирічним горизонтом, на початку 2025 року очікуваний чистий ефект оцінювався на рівні –9,4 млрд грн, тоді як на початку 2026 року – на рівні +16,7 млрд грн. Отримані величини відображають ілюстративну оцінку можливого внеску фондового ринку у приріст ВВП за трирічний період за умови реалізації передбачених траєкторій інвестицій та ставки дисконту.

Наведені результати свідчать, що навіть за реалізації заданих сценарних припущень очікуваний внесок фондового ринку у зміну валового внутрішнього продукту за трирічний період залишається обмеженим за масштабом. Отримані оцінки економічного потенціалу фондового ринку України слід інтерпретувати як аналітичну сценарну ілюстрацію можливого масштабу впливу інвестиційної активності фондового ринку на динаміку валового внутрішнього продукту, а не як емпірично підтверджений кількісний ефект. Узагальнення результатів сценарних розрахунків свідчить про відсутність стійкого та позитивного макроекономічного ефекту від інвестицій, залучених через фондовий ринок, у середньостроковій перспективі. Виявлення нульового або від’ємного економічного потенціалу не є наслідком обмежень використаної моделі чи

застосованих статистичних процедур, а відображає об'єктивну слабкість трансмісійних механізмів перетворення фінансових потоків у стійке економічне зростання в межах наявної інституційної конфігурації.

Узгоджуючи отримані емпіричні результати з теоретичними підходами до аналізу економічного зростання, слід зазначити, що класична модель економічного зростання, у межах якої інвестиції та мультиплікатор витрат позитивно впливають на приріст ВВП, емпірично підтверджується переважно для країн із розвиненими фінансовими ринками та ефективними інститутами. Зокрема, наявність глибокого фондового ринку, ефективного банківського посередництва та захищених прав власності є необхідною передумовою трансформації інвестицій у стійке економічне зростання [197; 225; 226].

Отримані в дослідженні результати свідчать, що для України зазначені передумови не виконуються, унаслідок чого класичний інвестиційний мультиплікатор не демонструє статистично значущого впливу на приріст ВВП. Така асиметрія між теоретично очікуваними та фактично спостережуваними ефектами узгоджується з інституційним підходом, відповідно до якого слабкість формальних і неформальних інститутів обмежує ефективність макроекономічних каналів зростання [169; 227].

Водночас економетричні оцінки вказують на наявність статистично значущого зв'язку між приростом ВВП України та потоками прямих іноземних інвестицій. Попередні дослідження показують, що вплив ПІІ на економічне зростання суттєво залежить від рівня розвитку внутрішніх фінансових ринків і може компенсувати їхню слабкість лише частково [228]. Значна частка прямих іноземних інвестицій в Україну надходить з юрисдикцій, які виконують функцію транзитних або офшорних фінансових центрів, зокрема Кіпру, Швейцарії, Нідерландів, Австрії та ОАЕ [229]. Така структура ПІІ узгоджується з явищем round-tripping, за якого формально іноземні інвестиції за своєю економічною сутністю є внутрішніми потоками капіталу [230; 231]. За відсутності ефективного фондового ринку фінансування економічної активності відбувається поза національними інституційними рамками, що

обмежує внутрішню капіталізацію та знижує мультиплікативний ефект інвестицій [196]. У таких умовах додана вартість не закріплюється в національній економіці, а значною мірою вилучається через транснаціональні фінансові канали. Описана модель фінансування може бути інтерпретована як прояв екстрактивної інституційної структури, у межах якої економічні ресурси концентруються та перерозподіляються поза механізмами інклюзивного ринку капіталу [232]. Відповідно, домінування офшорних інвестиційних каналів замість внутрішнього фондового ринку поглиблює інституційну слабкість та відтворює низьку ефективність інвестиційного мультиплікатора. Слід підкреслити, що наведене трактування має інтерпретаційний характер і ґрунтується на поєднанні отриманих емпіричних результатів із усталеними підходами інституційної теорії та досліджень фінансового розвитку.

Таким чином, емпіричні результати цього підрозділу свідчать, що макроекономічні параметри та інвестиційні агрегати самі по собі не дозволяють пояснити механізми формування індикативної вартості капіталу та економічного потенціалу фондового ринку України. Це зумовлює необхідність переходу до аналізу поведінкових та інституційних чинників, які можуть спотворювати ринкові сигнали, обмежувати ефективність фондового ринку та визначати характер його взаємодії з реальним сектором економіки, що і становить предмет подальшого дослідження.

2.3. Оцінка впливу поведінкових та інституційних чинників у формуванні вартості капіталу та економічного потенціалу фондового ринку України

Отже, за результатами проведеного аналізу встановлено, що макроекономічні фактори, які традиційно вважаються значущими детермінантами вартості капіталу, в українських реаліях не чинять суттєвого впливу на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку (на прикладі

індексу облігацій фондової біржі «Перспектива»). Водночас виявлено наявність факторів, які є постійно присутніми та чинять істотний вплив на динаміку котирувань індексу облігацій, що зумовлює необхідність подальшого поглиблення дослідження з метою їх ідентифікації та інтерпретації.

Як зазначалося на попередніх етапах дослідження, фондова біржа є специфічним ринком, на якому роль товару відіграють різні види цінних паперів, стороною попиту виступають інвестори та спекулянти, зацікавлені у придбанні відповідних активів, а стороною пропозиції – емітенти та інші власники цінних паперів, які мають намір їх відчужити. Відповідно до фундаментальних ринкових законів попиту та пропозиції, сформульованих і розкритих у працях А. Сміта, А. Маршалла та А. Курно, у процесі взаємодії економічних агентів на ринку формується рівноважна ціна активу, яка виконує координуючу функцію, впливає на перерозподіл ресурсів, подальшу економічну активність та, зрештою, на реалізацію економічного потенціалу фондового ринку загалом [74; 233; 234].

У межах класичної фінансової теорії зазначений механізм ціноутворення доповнюється припущенням про інформаційну ефективність ринку та раціональні очікування його учасників, за яких динаміка цін фінансових активів набуває характеру випадкової ходи, а систематичні відхилення котирувань від фундаментальних значень є неможливими [59]. Однак результати проведеного емпіричного аналізу свідчать, що на фондовому ринку України дані теоретичні припущення не виконуються, що актуалізує необхідність виходу за межі суто макроекономічних пояснень і звернення до аналізу поведінкових та інституційних чинників формування вартості капіталу.

Виходячи з того, що індекс за методикою розрахунку опирається на реальну та номінальну дохідність облігацій, що котируються на фондовій біржі, по суті він відображає рівноважну ціну, за якою емітенти та продавці (у випадку вторинного ринку) цінних паперів готові їх продати, а покупці (інвестори) – придбати (алокувати ресурси на фондовому ринку замість інших варіантів їх використання) [219]. Тобто, чим вище значення індексу, тим вищу

доходність має пропонувати продавець (емітент) боргового цінного паперу, щоб зацікавити покупця (інвестора). Відповідно, ми вважаємо за доцільне перевірити, чи впливають на котирування індексу обсяги та кількість операцій власне на біржі.

Для початку наведемо статистичну інформацію щодо обсягів торгових операцій на фондовій біржі за період обрахунку власне індексу облігацій, подамо дані в графічному виді (рис. 2.14 нижче):

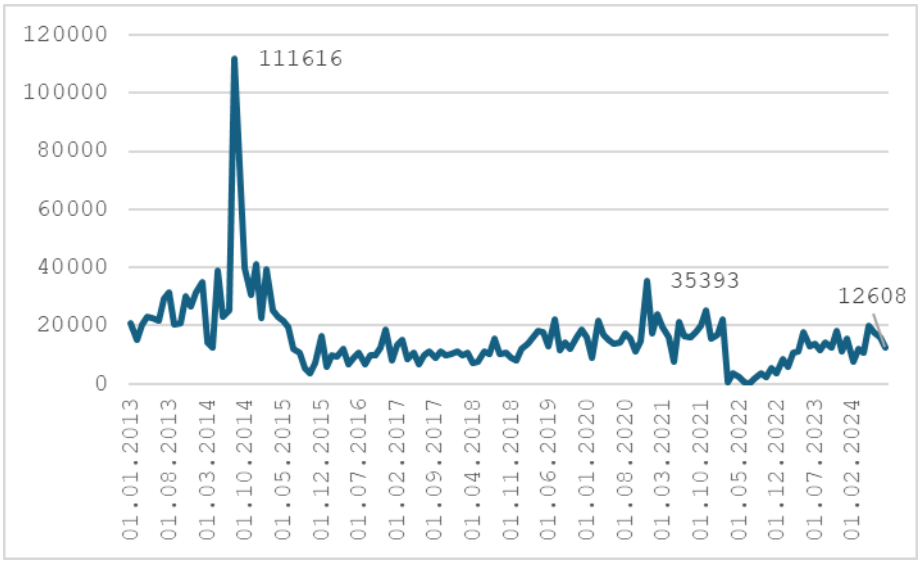


Рис. 2.14. Обсяг операцій із державними облігаціями на фондовій біржі «Перспектива», млн. грн.

Джерело: побудовано автором за: [235]

Графік демонструє надзвичайно високу волатильність обсягу торгів. Протягом усього періоду спостерігаються різкі сплески, що свідчать про панічні або кризові продажі/купівлі, що були спричинені макроекономічними та політичними потрясіннями. Як бачимо, пікове значення становило 111,616 млрд. грн. в серпні 2014 року (період активних бойових дій на Сході країни), за яким відбувся спад, обсяги торгів різко впали і стабілізувалися на значно нижчому рівні (близько 10 000-20 000 млн грн) аж до 2022 року. Наступний пік ми бачимо в грудні 2020 року – 35,393 млрд. грн. (рік карантину, спричиненого пандемією COVID-19), це короткочасне зростання не змогло змінити загальної тенденції, обсяги знову повернулись в межі 20 млрд. грн. З початком

повномасштабного вторгнення ми спостерігаємо поступове нарощування обсягів торгових операцій на фондовій біржі з державними цінними паперами та вихід на обсяги, які були притаманними до лютого 2022 року. Тобто, попит та пропозиція на даний актив перебувають у відносно врівноваженому стані, тобто, ціна боргового капіталу відповідає цій динамічній рівновазі.

Тепер звернемо увагу на обсяги операцій із корпоративними цінними паперами за такий же часовий проміжок (подано на рис. 2.15 нижче):

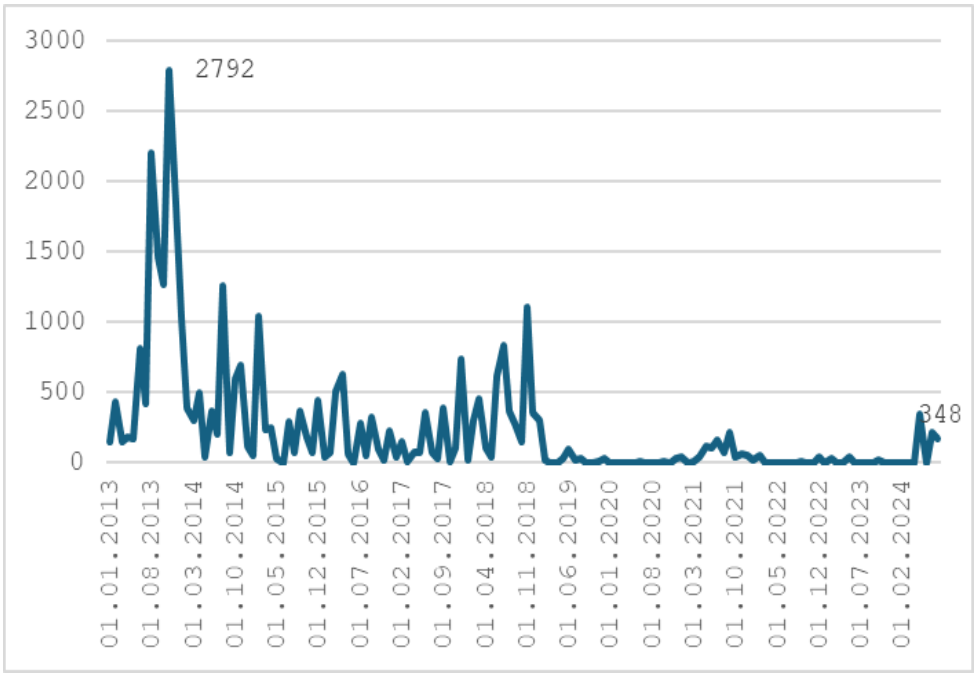


Рис. 2.15. Обсяг операцій із корпоративними облігаціями на фондовій біржі «Перспектива», млн. грн.

Джерело: побудовано автором за: [235]

Як бачимо, протягом 2013-2018 рр. обсяг торгів був значно більшим, ніж протягом 2018-2024 рр., при чому спад активності спостерігаємо ще з грудня 2018 року (задовго до початку повномасштабного вторгнення). На піку (за підсумками листопада 2013 року) обсяг торгів корпоративними борговими цінними становив 2,792 млрд. грн. За період 01.2022 р. – 08.2024 р. максимальне значення спостерігаємо у травні 2024 року – 0,348 млрд. грн.

Також відобразимо графічно дані по кількості укладених угод із кожною групою боргових цінних паперів (рис. 2.16 нижче).

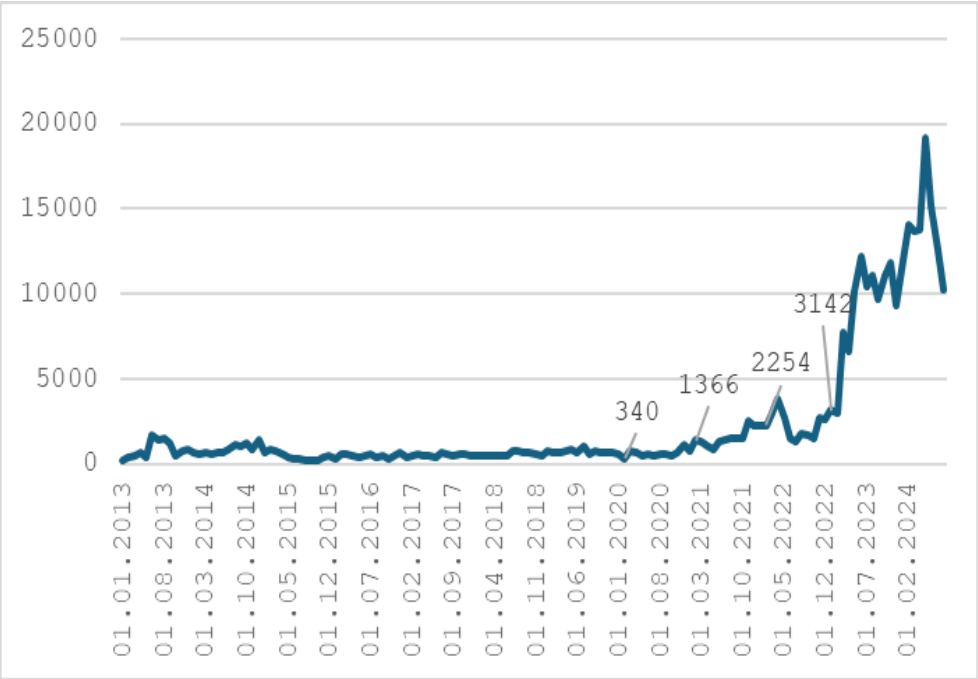


Рис. 2.16. Кількість операцій із державними облігаціями на фондовій біржі «Перспектива», шт.

Джерело: побудовано автором за: [235].

Як бачимо, кількість торгових операцій на фондовій біржі почала суттєво зростати з 2021 року. Якщо в лютому 2020 року було укладено 340 біржових угод, то в лютому 2021 року уже 1366 угод (+302%), в лютому 2022 року – 2254 угоди (+65%), а в лютому 2023 року – 3142 угоди (+39% відносно попереднього року).

Іншу ситуацію ми спостерігаємо із корпоративними облігаціями (рис. 2.17 нижче). Як бачимо, до грудня 2015 року кількість операцій перебувала на рівні 150 операцій на місяць, однак після – зменшилась практично до нуля (для прикладу, в травні 2024 року на фондовій біржі було виконано 2 операції із приватними борговими паперами).

При цьому в липні-серпні 2024 року ми спостерігаємо значний приріст кількості укладених угод: 2265 та 2931 відповідно. На графіку із обсягами торгів ми вказували, що в травні на біржі значно зросли обсяги торгів облігаціями, а враховуючи те, що середня сума угод в липні-серпні становила 94 та 60 тис. грн. відповідно, ми припускаємо, що це відбувався перепродаж паперів попередньої емісії роздрібним інвесторам.

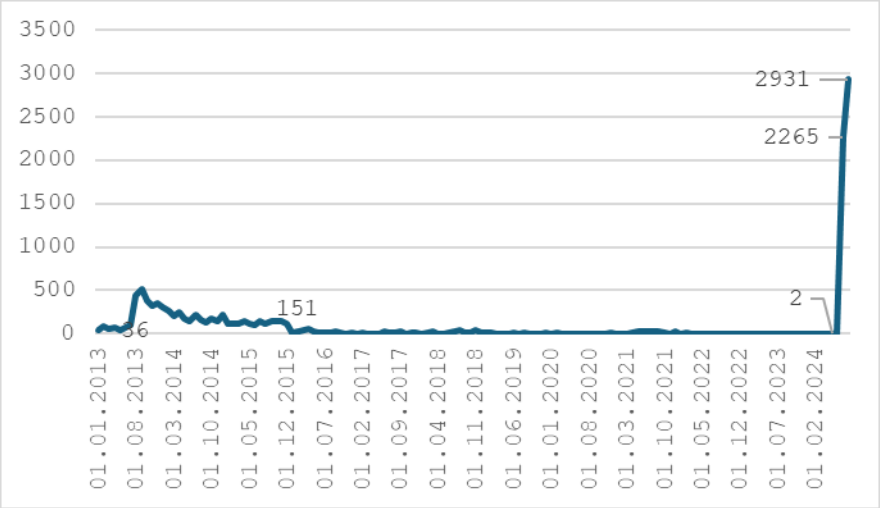


Рис. 2.17. Кількість операцій із корпоративними облігаціями на фондовій біржі «Перспектива», шт.

Джерело: побудовано автором за: [226]

З метою перевірки гіпотез щодо впливу параметрів торгових операцій на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку, відображенням якої є фондовий індекс, було оцінено низку альтернативних економетричних специфікацій із використанням різних комбінацій пояснювальних змінних та лагових структур. Оцінювання здійснювалося на основі квартальних даних із використанням таких змінних: обсяг операцій із державними облігаціями (STATE_BONDS); кількість операцій із державними облігаціями (Q_STATE_BONDS); обсяг операцій із корпоративними облігаціями (CORP_BONDS); кількість операцій із корпоративними облігаціями (Q_CORP_BONDS); а також індекс облігацій ФБ «Перспектива» як показник індикативної вартості капіталу (INDEX). Попередній аналіз парних кореляцій не виявив тісних лінійних зв'язків між змінними, що зменшує ризик мультиколінеарності в подальших регресійних оцінках (додаток И.16). Перед оцінюванням моделей часові ряди було перевірено на стаціонарність із використанням тесту Дікі–Фуллера (ADF); подальше моделювання здійснювалося виключно для змінних, що задовольняють вимоги стаціонарності (додаток И.17). Узагальнені результати перевірки гіпотез подано в табл. 2.7, тоді як детальні розрахунки та проміжні оцінки наведено в додатку

И.18. Усі розрахунки виконано з використанням програмних пакетів EViews 12 та Gretl.

Таблиця 2.7

Гіпотези та результати перевірок

№	*Гіпотеза*	*Результат перевірки*
1	(H33) Обсяг операцій із державними облігаціями значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу обсягу операцій із державними облігаціями на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
2	(H34) Кількість операцій з державними облігаціями значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу кількості операцій із державними облігаціями на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
3	(H35) Обсяги операцій із корпоративними облігаціями значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу обсягу операцій із корпоративними облігаціями на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
4	(H36) Кількість операцій із корпоративними облігаціями значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу кількості операцій із корпоративними облігаціями на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
5	(H37) Обсяги операцій із державними та корпоративними облігаціями значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу обсягів операцій із державними та корпоративними облігаціями на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
6	(H38) Кількість операцій з державними та корпоративними облігаціями значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу кількості операцій із державними та корпоративними облігаціями на індикативну вартість капіталу, відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на **обмежену** пояснювальну здатність моделі.
7	(H39) Обсяги операцій з державними облігаціями з лагом 1 місяць значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу обсягів операцій із державними облігаціями з лагом 1 місяць на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на **обмежену** пояснювальну здатність моделі.

Продовження таблиці 2.7

8	(H40) Кількість операцій з державними облігаціями з лагом 1 місяць значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу кількості операцій із державними облігаціями з лагом 1 місяць на індикативну вартість капіталу, відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
9	(H41) Обсяги операцій із корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Оцінений коефіцієнт при змінній, що характеризує обсяги операцій із корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць, є статистично значущим, що свідчить про наявність часткового впливу на індикативну вартість капіталу. Водночас низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації підтверджує обмежену пояснювальну здатність моделі.
10	(H42) Кількість операцій із корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу кількості операцій із корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць на індикативну вартість капіталу, відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
11	(H43) Обсяги операцій із державними та корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати свідчать про часткове підтвердження гіпотези: обсяги операцій із корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць мають статистично значущий вплив на індикативну вартість капіталу, тоді як обсяги операцій із державними облігаціями з лагом 1 місяць статистично значущого впливу не демонструють. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.
12	(H44) Кількість операцій з державними та корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу кількості операцій із державними та корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць на індикативну вартість капіталу, відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.

Джерело: побудовано на основі розрахунків автора.

Як бачимо з розрахунків, безпосередній вплив обсягів торгових операцій та їх кількості на котирування індексу облігацій відсутній.

Перевіримо також, чи має місце такий вплив з врахуванням часового лагу. Параметри розрахованих моделей подамо в таблиці И.10. За результатами розрахунків не підтверджено припущення про наявність впливу обсягів та кількості операцій із облігаціями на значення індексу облігацій фондової біржі. Тобто, існує інший фактор, який регулярно та суттєво чинить тиск на процеси ціноутворення. Продовжимо дослідження, звернувши увагу на середньомісячні

обсяги торгових операцій даними класами активів за періоди 01.2013 р. – 12.2021 р. та 01.2022 р. – 08.2024 р. (до та після початку повномасштабних бойових дій). Результати відобразимо в таблиці 2.8 нижче.

Таблиця 2.8.

Дані щодо зміни обсягів торгів борговими цінними паперами

Актив	***Середньомісячний обсяг торгових операцій, млн. грн.***		***Зміна, %***
	01.2013-12.2021	01.2022-08.2024	
Державні облігації	17953	10149	-43,47
Корпоративні облігації	289	30	-89,62

Джерело: складено автором за: [235].

Як свідчать дані таблиці 2.8, середній обсяг торгів корпоративними борговими інструментами у другому періоді скоротився на 89,62%, тоді як за державними облігаціями зниження становило 43,47%. Така асиметрія динаміки вказує на істотно різну ринкову оцінку ризиків державних і приватних емітентів у досліджуваний період. З позицій фінансової теорії це означає, що ризик дефолту приватного боржника та супутні ризики (ліквідності, рефінансування, інформаційної асиметрії) закладаються ринком у значно більшому обсязі, ніж суверенний ризик. Відповідно, саме оцінка ризику виступає сталим фактором, який визначає як номінальні умови розміщення боргових інструментів, так і їх ринкову вартість на вторинному ринку.

З огляду на результати моделей, розрахованих на попередньому етапі дослідження, у яких було включено основні практично значущі макроекономічні фактори (кредитна ставка, облікова ставка, індекс економічних настроїв), а також фактичні обсяги операцій з борговими цінними паперами, вплив зазначених змінних на вартість капіталу виявився або статистично незначущим, або відсутнім. Водночас побудова моделей для різних за тривалістю часових періодів (2017–2023 рр., 2013–2023 рр.) засвідчила наявність стійкої неврахованої компоненти, що впливає на динаміку індикатора облігацій незалежно від специфікації вибірки (наявна суттєва частка варіації індикативної вартості капіталу, яка не пояснюється фундаментальними

макроекономічними показниками та параметрами біржової активності). За таких умов динаміка вартості капіталу може бути пов'язана з дією латентного фактора, що відображає зміну сприйняття ризику учасниками ринку. У фінансовій літературі подібний фактор інтерпретується як ринковий сентимент, або плата за ризик (фактор страху), що відображає сукупну оцінку інвесторами невизначеності, ризиків та очікувань щодо майбутньої динаміки ринку.

Оскільки для фондового ринку України відсутні офіційно розраховані або загальноприйняті індикатори ринкового сентименту (на відміну від ринку США, де використовуються, зокрема, індекс страху та жадібності або VIX, у межах даного дослідження припускається, що поточне значення індексу облігацій може розглядатися як проксі-показник цього сентименту [236; 237]. Таке припущення узгоджується з підходами до аналізу фінансових ринків, у межах яких ціни та індекси акумулюють очікування учасників ринку та відображають інерційну динаміку адаптивних очікувань.

Механізм впливу ринкового сентименту на динаміку індексу облігацій інтерпретується таким чином: зниження рівня сентименту зумовлює скорочення пропозиції капіталу на ринку (або зниження попиту на боргові цінні папери), що, своєю чергою, призводить до зростання вартості залучення капіталу для економічних суб'єктів і відображається у підвищенні котирувань індексу облігацій. Схематично цей взаємозв'язок може бути представлений у вигляді ланцюга: $\downarrow \mathbf{IS} \rightarrow \downarrow \mathbf{S_k} \rightarrow \uparrow \mathbf{i_k} \rightarrow \uparrow \mathbf{I_o}$.

Відповідно, у разі хибності зазначеного припущення модель, що ґрунтується на використанні значення індексу облігацій для прогнозування його подальшої динаміки, не повинна демонструвати кращих пояснювальних або прогнозних властивостей порівняно з раніше побудованими регресійними моделями, які базуються на макроекономічних параметрах або обсягах торговельних операцій. Тож тепер побудуємо просту авторегресійну модель на основі квартальних даних, яка визначає залежність поточного значення індексу облігацій від попереднього. Узагальнені результати перевірки гіпотез подано в

табл. 2.9, тоді як детальні розрахунки та проміжні оцінки наведено в додатку И.19.

Таблиця 2.9.

Гіпотези та результати перевірок

№	*Формулювання гіпотези*	*Частота даних*	*Операціоналізація (модель)*	*Результат перевірки*
45	Динаміка індексу облігацій характеризується інерційністю з відкладеною складовою.	-	Сукупність AR-моделей	Підтверджено
45.1	Інерційність динаміки індексу облігацій реалізується через короткостроковий інерційний ефект.	Квартальна	AR(1)	Підтверджено
45.2	Інерційність динаміки індексу облігацій включає додаткову відкладену складову.	Квартальна	AR(1,2)	Частково підтверджено
45.3	Розширення інерційної структури до трьох квартальних лагів покращує статистичну якість моделі.	Квартальна	AR(1,2,3)	Не підтверджено
45.4	Короткострокова інерційність динаміки індексу облігацій зберігається на місячних даних.	Місячна	AR(1)	Підтверджено
45.5	Відкладена інерційна складова динаміки індексу є стабільною на місячних даних.	Місячна	AR(1,2)	Не підтверджено
45.6	Розширення кількості місячних лагів призводить до покращення пояснювальної здатності моделей.	Місячна	AR(1,2,3)	Не підтверджено

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

З метою перевірки стійкості отриманих результатів та повноти аналізу динамічної структури індексу облігацій додатково було оцінено альтернативні специфікації авторегресійних моделей, зокрема з несуцільними лагами та окремими відкладеними ефектами (AR(1,3), AR(2,3), AR(2), AR(3)). Зазначені моделі не продемонстрували статистично обґрунтованих переваг порівняно з парсимонійною специфікацією AR(1), що підтверджує домінування короткострокової інерційної складової в динаміці індексу. Емпіричні результати свідчать, що інерційність динаміки індексу облігацій має переважно короткостроковий характер, тоді як розширення інерційної структури за рахунок додаткових лагів не призводить до статистично обґрунтованого

покращення моделі. Перевірка стійкості оцінок із використанням робастних стандартних похибок не змінює якісних висновків щодо інерційної структури моделі. Узагальнююча (референтна) авторегресійна специфікація має вигляд:

$$\mathbf{INDEX = 0{,}9610 \times INDEX(-1) + 247{,}02} \qquad (2.6)$$

де INDEX – наступне значення індексу, INDEX(-1) – попереднє значення індексу.

Джерело: розроблено автором.

Представлене рівняння відображає інерційний характер динаміки індексу облігацій, за якого поточне значення індексу значною мірою визначається його значенням у попередньому періоді. При цьому модель не включає фундаментальних або макроекономічних детермінант, що підкреслює обмеженість ринкового механізму ціноутворення в аналізованому середовищі

Отримані результати авторегресійного аналізу свідчать, що динаміка індексу облігацій значно краще пояснюється його власними попередніми значеннями, ніж включеними макроекономічними факторами. Це вказує на домінування інерційного механізму формування котирувань та обмежену чутливість ринку до фундаментальних параметрів у короткостроковому періоді. Перевірка даного ефекту на місячних даних підтвердила його стійкість до зміни частоти спостережень, що свідчить про наявність постійної компоненти в механізмі формування ринкових очікувань. У таких умовах зміни котирувань індексу можуть слугувати сигналом для учасників ринку щодо очікуваної динаміки дохідності боргових інструментів, незалежно від поточних змін макроекономічного середовища. Виявлена інерційність та роль очікувань у динаміці індексу створюють підстави для подальшого аналізу нецінових та інституційних чинників, які можуть бути інтерпретовані як складові ринкового сентименту.

Як ми зазначали на попередніх етапах дослідження, одним із індикаторів, на який варто звертати увагу інвестору при відборі країни та об'єкта

інвестування є кредитний рейтинг емітента. Для прикладу наведемо дані по суверенному кредитному рейтингу від агентства S&P (таблиця 2.10).

Таблиця 2.10

Зміни кредитного рейтингу України від агентства S&P.

Дата перегляду	***Довгострокові зобов'язання***	***Прогноз***	***Короткострокові зобов'язання***	***Прогноз***
7 грудня 2012 р.	B	↓	B	
16 травня 2013 р.	B		B	
1 листопада 2013 р.	B-	↓	B	
26 грудня 2013 р.	B-		B	
28 січня 2014 р.	B-		B	
21 лютого 2014 р.	B-		B	
11 липня 2014 р.	B-		B	
19 грудня 2014 р.	CCC+	↓	C	↓
10 квітня 2015 р.	CCC+		C	
28 серпня 2015 р.	CCC+		C	
25 вересня 2015 р.	CCC+		C	
19 жовтня 2015 р.	B-	↑	B	↑
11 грудня 2015 р.	B-		B	
10 червня 2016 р.	B-		B	
9 грудня 2016 р.	B-		B	
12 травня 2017 р.	B-		B	
10 листопада 2017 р.	B-		B	
20 квітня 2018 р.	B-		B	
19 жовтня 2018 р.	B-		B	
12 квітня 2019 р.	B-		B	
27 вересня 2019 р.	B	↑	B	
13 березня 2020 р.	B		B	
11 вересня 2020 р.	B		B	
12 березня 2021 р.	B		B	
10 вересня 2021 р.	B		B	
25 лютого 2022 р.	B-	↓	B	
11 березня 2022 р.	B-		B	
27 травня 2022 р.	B-		B	
29 липня 2022 р.	B-		B	
12 серпня 2022 р.	CCC+	↓	C	↓
19 серпня 2022 р.	CCC+		C	
10 березня 2023 р.	CCC+		C	
6 квітня 2023 р.	CCC+		C	
8 вересня 2023 р.	CCC+		C	
8 березня 2024 р.	CCC+		C	

Джерело: складено автором за: [238]

Так як на ринку капіталу використовуються боргові цінні папери з терміном погашення понад 2 роки, ми звернемо увагу на рейтинг

довгострокових суверенних зобов'язань. Як ми бачимо, на початку аналізованого періоду рейтинг суверенних цінних паперів був на рівні B. Із початком подій Революції Гідності та подальших військових дій на Сході рейтинг було понижено до CCC+ з негативним прогнозом. В жовтні 2015 року рейтинг переглянули до B- з позитивним прогнозом. З початком повномасштабного вторгнення рейтинг було знову понижено: спочатку до B- з негативним прогнозом, а потім до CCC+ з негативним прогнозом. Згідно пояснень агентства S&P рейтинги слід трактувати наступним чином (таблиця 2.11 нижче).

Таблиця 2.11.

Пояснення деяких кредитних рейтингів від агентства S&P

Рейтинг	***Пояснення***
B	Зобов'язання (емітент) є більш схильним до неплатежів, ніж емітент із рейтингом BB, але все ще має достатню можливість для виконання зобов'язань. Погіршення фінансових, ділових чи економічних умов, скоріше за все, вплине на його готовність чи можливість дотримуватись своїх зобов'язань. Активи з даним кредитним рейтингом розглядаються як спекулятивні (неінвестиційні).
B-	Знак мінуса свідчить про вищий кредитний ризик у порівнянні з рейтингом B.
CCC+	Знак плюсу вказує на нижчий кредитний ризик у порівнянні з рейтингом CCC. Власне рейтинг CCC вказує на те, що емітент (актив) схильний до неплатежів, так як є залежним від ділових, фінансових та інших економічних умов. У випадку їх погіршення емітент не матиме достатньої спроможності, щоб повністю виконати свої зобов'язання за борговими активами.

Джерело: складено автором за: [238; 239]

Отже, суверенний рейтинг України та емітованих урядом зобов'язань протягом аналізованого періоду мали спекулятивний кредитний рейтинг. Так як цінні папери приватних емітентів не можуть мати клас вищий, ніж клас країни, то і приватні активи розцінювались як спекулятивні. Інвестування в цінні папери з таким рейтингом розцінюється як ризиковане, а інвестори мають бути готовими до значних втрат (втрат інвестованого капіталу, втрат купонних платежів тощо). Приклад реструктуризації суверенних боргових зобов'язань ми спостерігали у вересні 2024 року, в підсумку перемовин з кредиторами борг було скорочено на близько 9 млрд дол. США (номінальне зниження вартості боргу на 37% та зниження чистої приведеної вартості боргу на 60%. Витрати на

обслуговування боргу до 2033 року зменшились на 77% або на 22,8 млрд дол. США [240].

Спекулятивний кредитний рейтинг України зумовлює формування підвищеної премії за суверенний ризик, що безпосередньо відображається у високій дохідності державних боргових інструментів. Оскільки дохідність суверенних облігацій виступає базовим орієнтиром вартості капіталу на внутрішньому фінансовому ринку, це формує загальний підвищений рівень процентних ставок як для державних, так і для корпоративних емітентів. Порівняльну оцінку таких умов наведено у табл. 2.12.

Таблиця 2.12.

Дохідність 2-річних державних облігацій окремих країн залежно від суверенного кредитного рейтингу

Країна	***Рейтинг S&P***	***Дохідність 2-річних облігацій, %***
США	AA+	~3,6
Німеччина	AAA	~2,2
Польща	A-	~4,6
Україна	CCC+/B-	4,4-9,75 (ОВДП у валюті); До 19,75 (грн)
Україна (корпоративні боргові папери)		До 30 (грн)

Джерело: складено автором за: [241-247]

Вища дохідність українських боргових інструментів відображає премію за ризик, пов’язану з інституційною нестабільністю та воєнними чинниками. (Приклади щодо деяких українських емітентів наведено в додатках К.1-К.12) Звернемо увагу, що кредитний рейтинг Польщі за оцінкою агентства S&P перебуває на рівні A-, Німеччини – AAA, США – AA+, тобто державні цінні папери цих країн мають інвестиційний кредитний рейтинг [248-250]. Натомість державні боргові інструменти України, як і більшість корпоративних емісій, належать до спекулятивного класу, що зумовлює формування підвищеної суверенної премії за ризик. Оскільки дохідність суверенних облігацій виступає базовим орієнтиром вартості залучення капіталу на внутрішньому фінансовому ринку, зміна оцінки суверенного ризику транслюється у вимоги інвесторів до

дохідності як державних, так і корпоративних боргових інструментів. Виходячи з припущення про раціональну поведінку інвесторів, зростання ризиків супроводжується підвищенням вимог до дохідності наданого капіталу, тоді як їх зниження – відповідним здешевленням фінансування.

З огляду на це доцільно перевірити, чи зміни глобальної оцінки кредитоспроможності України як інтегральної міри суверенного ризику відображаються у динаміці індикативної вартості капіталу. Для цього на графіку котирувань індексу облігацій відображено моменти перегляду кредитного рейтингу України та здійснено оцінку їхнього впливу на динаміку індексу (рис. 2.18).

Рис. 2.18. Котирування індексу облігацій та моменти перегляду суверенного рейтингу України агентством S&P. Місячні дані.

Джерело: побудовано автором за: [219; 238]

Отримані результати свідчать, що події, пов’язані з переглядом суверенного довгострокового кредитного рейтингу, асоціюються зі змінами в динаміці котирувань індексу облігацій. Зокрема, епізоди зниження рейтингу (наприклад, з B− до CCC+ у 2014 році або до B− у 2022 році) супроводжувалися зростанням дохідності боргових інструментів, що

узгоджується з підвищенням сприйнятого рівня ризику та відповідним зростанням премії за ризик, яку інвестори закладають у вартість капіталу. Водночас підвищення суверенного рейтингу, зафіксоване у 2019 році, корелює зі зниженням дохідності, що може бути інтерпретовано як відображення зменшення ризикових очікувань та зростання довіри до емітента. Період 2014–2015 рр. характеризувався різким зростанням дохідності боргових інструментів, що відображало загострення макроекономічних та інституційних ризиків; перегляд рейтингу в цей період виступав радше формалізованим підтвердженням уже наявних негативних ринкових очікувань. Аналогічно, кризові події 2022 року супроводжувалися суттєвим підвищенням дохідності та різким зростанням значень індексу облігацій, що може бути інтерпретовано як закладення ринком надзвичайно високої премії за ризик. Разом із тим у 2023 році, попри збереження воєнних чинників, спостерігається поступове зниження дохідності, що свідчить про адаптацію ринку та часткову стабілізацію очікувань інвесторів.

Розрахуємо, як кожен перегляд рейтингу вплинув на котирування, зміни будемо враховувати між датами перегляду, результати подано в таблиці 2.13. На основі наведених даних можемо відмітити наступне:

1) після пониження рейтингу з B до B- спостерігається зростання індексу облігацій, тобто, зростає реальна дохідність облігацій (зростають витрати емітентів на обслуговування боргу). В 2013 році зростання склало +235%, в 2022 році – +78%;

2) пониження рейтингу з B- до CCC+ сприймається ринком як менш суттєве. В 2014 році індекс знизився (і це при зниженні рейтингу) на 16%, а перегляд рейтингу в 2022 році ще відіграється ринком;

3) підвищення рейтингу з CCC+ до B- сприймається ринком негативно – індикативна вартість при цьому зростає (+179% у 2015 році);

4) тоді як за підвищенням рейтингу з B- до B слідує певне зниження індексу (та, відповідно, реальної дохідності) – -26% у 2019 році;

5) відсутні чіткі межі зростання чи падіння індексу, які слідують за переглядами суверенного рейтингу, а кожна зміна, навіть якщо це пониження після рівнозначного підвищення (що ми спостерігаємо в 2019 та 2022 рр.), коштує економіці нерівнозначної суми.

Таблиця 2.13

Динаміка індексу облігацій ФБ «Перспектива» у періоди перегляду суверенного кредитного рейтингу агентством S&P.

Дата	***Суть зміни рейтингу***	***Значення індексу на дату перегляду***	***Значення індексу на дату наступного перегляду***	***Зміна значення, пунктів***	***Зміна значення, %***
01.11.13 р.	Пониження: B → B-	1064	3447	+2418	+235
19.12.14 р.	Пониження: B- → CCC+	3447	2903	-544	-16
19.10.15 р.	Підвищення: CCC+ → B-	2903	8103	+5200	+179
27.09.19 р.	Підвищення: B- → B	8103	5983	-2120	-26
25.02.22 р.	Пониження: B → B-	5983	10673	+4690	+78
12.08.22 р.	Пониження рейтингу: B- → CCC+	10673	-	-	-

Джерело: складено автором за: [219; 238]

Примітка: значення індексу взято на дату перегляду рейтингу.

Якщо ми накладемо на графік лінію тренду, то побачимо, що за переглядами рейтингу слідують коливання ринку під або над цю лінію, що відображає, на нашу думку, внутрішню ринкову динаміку: поступовий пошук рівноваги з високою волатильністю (рис. 2.19 нижче): Варто також відмітити, що котирування загалом перебуває в коридорі 3500-4000 пунктів, а перегляди рейтингів з певних причин відбуваються в моменти, коли ринок близький до верхньої або нижньої меж цього коридору. По факту досягнення межі коридору ринок починає рухатись у зворотному напрямку, при чому саме цей рух описується рівнянням авторегресії, яке ми виводили вище в рамках даного дослідження. Одразу варто зазначити, що авторегресія не може передбачати точки розвороту локальних трендів, тому при використанні рівнянь такого типу

для прийняття рішень щодо розміщення чи інвестування необхідно бути певним у тому, що на ринку не формується патерн до розвороту.

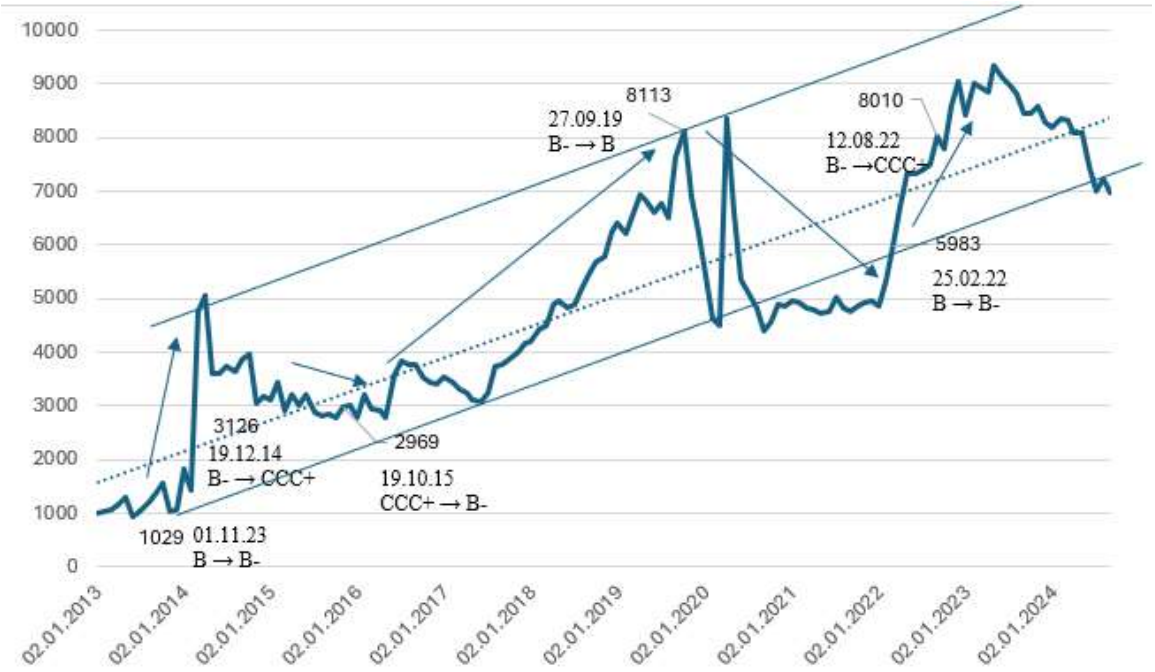


Рис. 2.19. Реакція ринку на перегляд суверенного рейтингу України агентством S&P.

Джерело: побудовано автором за: [212; 229]

Оскільки для більшості учасників ринку дати перегляду суверенного рейтингу є невідомими, то, на нашу думку, інвестор чи емітент може використовувати певний індикатор, який би сигналізував про наближення до потенційних зон розвороту. Враховуючи наведені вище спостереження ми тепер спробуємо сформувати український аналог «індексу страху та жадібності» для фондового ринку (ринку капіталу) та описати можливі варіанти його інтерпретації для учасників ринку. Виконаємо дії в такій послідовності:

1) визначимо рівняння тренду для індексу облігацій;
2) розрахуємо відхилення котирувань відносно лінії тренду;
3) відобразимо результат графічно;
4) виділимо ті значення відхилень від тренду, після яких котирування повертаються до середнього (тренду);

5) сформулюємо можливі варіанти інтерпретації отриманих результатів.

Отже, рівняння тренду для індексу можна подати таким чином (побудовано з використанням EViews12):

$$INDEX = 1560,36 + 48,96t, \quad (2.7)$$

де t – порядковий номер місяця котирування, починаючи з 01.01.2013 року (дата початку розрахунку індексу облігацій).

Джерело: розроблено автором.

Відобразимо на графіку нижче (рис. 2.20):

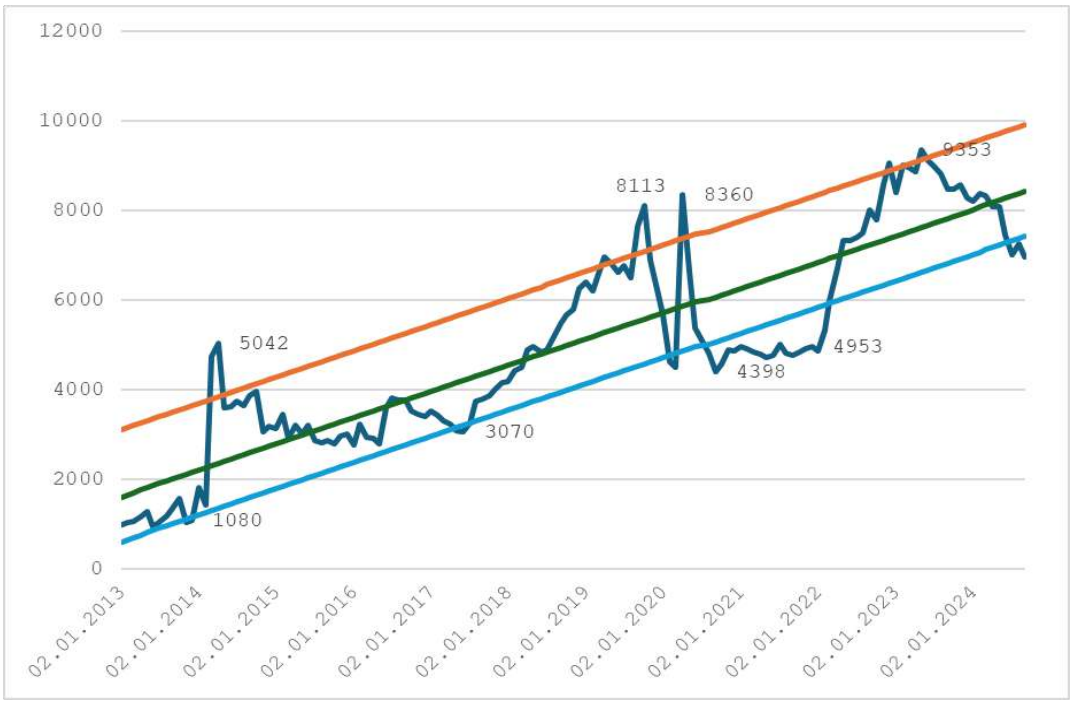


Рис. 2.20. Тренд та відхилення від тренду котируванням індексу облігацій.

Джерело: побудовано автором за: [219]

Встановлено, що після відхилення котирування відносно лінії тренду в позитивний бік на понад 1500 пунктів відбувається розворот, котирування прямує до лінії тренду. Після відхилення котирування в негативний бік на понад 1000 пунктів відбувається розворот, ринок прямує до лінії тренду. Рівняння для «фактору страху» можна подати в таким чином:

$$F_F = \frac{INDEX - INDEX_TREND}{1000}, \quad (2.8)$$

де F_F – фактор страху (Factor of fear), INDEX – котирування закриття останнього торгового дня місяця, INDEX_TREND – значення тренду для індексу, розраховане за формулою 3 (наведено вище).

Джерело: сформовано автором.

Інтерпретувати ці значення з практичної точки зору можем таким чином:

1) **F_F > 1,5** → емпірично виділена зона підвищеної ймовірності розвороту індексу донизу, реальна дохідність облігацій буде знижуватись, потенційно нові розміщення будуть виконуватись із нижчими купонами. З моменту досягнення межі 1,5 можна застосовувати модель авторегресії з лагом 1 та 3 періоди для визначення наступного значення індексу. Для емітентів це може слугувати орієнтиром щодо не доцільності розміщення нові цінні папери при таких значеннях «індексу страху та жадібності», натомість варто дочекатись пониження індексу під лінію тренду, і планувати розміщення в цей час. Інвесторам вигідно купувати нові емісії в діапазоні, близькому до F_F=1,5, так як номінальні ставки за такими активами будуть найвищими, і утримувати їх до погашення. В цей же час інвесторам не доцільно купувати активи на вторинному ринку, натомість доцільно закривати відкриті довгі позиції або ж розглянути варіанти відкриття коротких позицій (у випадку спекулятивних операцій);

2) **F_F < -1** → емпірично виділена зона підвищеної ймовірності розвороту індексу доверху, реальна дохідність облігацій буде зростати, потенційно нові розміщення будуть здійснюватись із вищими номінальними ставками. З моменту досягнення межі F_F=-1 для визначення наступного значення індексу можна використовувати авторегресійну модель з лагом 1 та 3 періоди, яку ми виводили вище. Відповідно, це може слугувати орієнтиром для емітентів щодо виконання розміщення боргових активів в цій зоні. Якщо компанія з певних причин розглядає варіанти зворотного викупу своїх боргових зобов’язань, то це також найоптимальніше виконувати в даному часовому

проміжку. Для інвесторів доцільно розглядати дані часові діапазони для відкриття довгих позицій за борговими цінними паперами на вторинному ринку, так як їх реальна доходність буде зростати. Нові розміщення для інвесторів в даній зоні не будуть такими ефективними.

При цьому також зауважимо, що даний індекс, не враховує операції, які були здійснені через компанії з управління активами (наприклад, облігації, які не пройшли реєстрацію на біржі, можна придбати на позабіржовому ринку через ТОВ «УНІВЕР КАПІТАЛ» [251], КУА «ДалізФінанс» [252] та ін.) або інші фондові біржі України [253]. Однак, враховуючи те, що учасники фондового ринку України загалом мають доступ до однакової інформації (за виключенням певних інсайдерських даних) – новин, аналітичних звітів, обсягів торгів на фондових біржах тощо – то і рішення вони приймають схожі (і вони не завжди є раціональними, як ми бачимо на прикладі поведінки індексу в моменти між переглядами суверенного рейтингу).

Проведений у підрозділах 2.1–2.3 аналіз дозволив встановити низку принципових характеристик функціонування фондового ринку України та механізму формування ціни капіталу. Зокрема, було показано, що традиційні макроекономічні чинники, які у класичних моделях фундаментального аналізу розглядаються як ключові детермінанти динаміки фінансових інструментів, не демонструють стабільного та статистично значущого впливу на індекс облігацій на досліджуваному часовому інтервалі. Натомість результати авторегресійного аналізу свідчать про домінування інерційного механізму ціноутворення, за якого поточна динаміка індексу значною мірою визначається його власними попередніми значеннями. Така структура динаміки вказує на обмежену раціональність ринку в короткостроковому періоді та на провідну роль очікувань учасників ринку, що формуються незалежно від змін фундаментальних макроекономічних параметрів. Подальша формалізація цього ефекту у вигляді індикатора ринкового страху дозволила інтерпретувати виявлену інерційність як прояв системної премії за ризик, зумовленої не лише поточною економічною кон’юнктурою, а й ширшим інституційним контекстом

функціонування ринку. Зокрема, реакція індексу на події, пов'язані з переглядом суверенних кредитних рейтингів та змінами сприйняття ризику, підтверджує чутливість механізму ціноутворення до інституційних сигналів, які виходять за межі стандартного макроекономічного аналізу. Для узагальнення встановлених результатів та відображення механізму впливу поведінкових і інституційних чинників на формування індикативної вартості капіталу відповідні взаємозв'язки систематизовано у табл. 2.14:

Таблиця 2.14

Механізм впливу поведінкових та інституційних чинників на вартість капіталу фондового ринку України

Група чинників	***Прояв***	***Канал впливу***	***Ефект для вартості капіталу***
Інституційні	Суверенний рейтинг, воєнний ризик.	Зростання невизначеності.	Підвищення премії за ризик.
Структурні	Домінування держборгу.	Ефект витіснення приватних інвестицій.	Високий ринковий бенчмарк.
Поведінкові	Зміна очікувань інвесторів.	Ринковий сентимент.	Волатильність дохідності
Інформаційні	Рейтингові перегляди.	Переоцінка ризику.	Зміна індикативної вартості капіталу.

Джерело: сформовано автором на основі результатів дослідження.

Узагальнення результатів, представлених у табл. 2.14, вказують на те, що вплив поведінкових та інституційних чинників на індикативну вартість капіталу реалізується через послідовний причинний механізм. Інституційні характеристики фондового ринку України – обмежена глибина ринку, домінування державних боргових інструментів та підвищений суверенний ризик – формують високий рівень невизначеності для інвесторів. За таких умов інвестиційні рішення значною мірою визначаються не фундаментальними макроекономічними показниками, а змінами у сприйнятті ризику та очікуваннях учасників ринку. Зростання інституційної невизначеності або погіршення кредитного рейтингу підвищує вимоги інвесторів до дохідності, що безпосередньо проявляється у зростанні індикативної вартості капіталу. Відповідно, поведінкові реакції інвесторів виступають каналом трансляції

інституційних змін у параметри ціноутворення на фондовому ринку та визначають рівень реалізації його економічного потенціалу.

Отримані результати свідчать, що адекватне пояснення динаміки вартості капіталу на українському фондовому ринку потребує виходу за рамки суто економетричних моделей та звернення до аналізу інституційного середовища, у межах якого формуються очікування, ризикові уявлення та поведінкові установки ключових учасників ринку. У зв’язку з цим подальше дослідження зосереджується на аналізі інституційних чинників, зокрема ролі еліт, якості інститутів та рівня економічної складності, що визначають умови функціонування фінансового ринку та механізм перерозподілу капіталу в економіці.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

1. Проведено аналіз ролі фундаментального аналізу та інвестиційного клімату у прийнятті інвестиційних рішень на фондовому ринку. Встановлено, що інвестиційні рішення формуються на основі багаторівневого фундаментального аналізу, який охоплює глобальний, регіональний, національний і галузевий рівні. Обґрунтовано доцільність одночасного врахування зовнішніх індикаторів інвестиційної привабливості, зокрема суверенних рейтингів і оцінок міжнародних агентств, а також внутрішніх оперативних показників, які, попри вищу суб’єктивність, відображають поточний стан економічного середовища.

2. Обґрунтовано вплив інвестиційного клімату на функціонування ринку капіталу та вартість залучених ресурсів. Доведено, що поліпшення інвестиційного середовища за наявності розвинутого фондового ринку сприяє припливу капіталу та зниженню його вартості. Водночас встановлено, що недостатній рівень розвитку фондового ринку обмежує інвестиційну активність переважно прямими формами інвестування та супроводжується підвищеною волатильністю біржових котирувань.

3. Визначено роль держави у формуванні сприятливого інвестиційного середовища та умов функціонування фондового ринку.

Показано, що державна підтримка ключових галузей економіки, зокрема енергетики, переробної промисловості та логістики, у поєднанні з розвитком фондового ринку може забезпечити доступ до капіталу та стимулювати економічне зростання. Виявлено, що слабкими місцями залишаються проблеми верховенства права, корупції та застосування часткових інституційних рішень, таких як інвестиційні агентства, які не здатні компенсувати системну інституційну слабкість. Обґрунтовано необхідність створення умов не лише для входу інвесторів у галузі, а й для їх виходу через біржові механізми як передумови реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

4. Розкрито роль фондового ринку як інструменту залучення інвестицій у національну економіку. Встановлено, що державні програми фінансової підтримки у формі грантів і пільгових кредитів мають обмежений за масштабом ефект і не здатні забезпечити довгострокове розширення інвестиційної бази. Доведено, що повноцінно функціонуючий фондовий ринок створює ширші можливості доступу до капіталу для підприємств і інвесторів, у тому числі роздрібних, та сприяє диверсифікації джерел фінансування.

5. Проаналізовано вплив макроекономічних факторів на процес ціноутворення на фондовому ринку України. Систематизовано макроекономічні індикатори за функціональними групами та часовими характеристиками (випереджаючі, співпадаючі та запізнілі). Встановлено, що в українських умовах фактичний вплив більшості макроекономічних показників на біржові котирування є нижчим за теоретично очікуваний або статистично незначущим. Водночас доведено, що найбільший вплив на індекс облігацій мали інфляція у поєднанні з кредитною ставкою, індекс економічних настроїв, а також кредитна ставка як самостійний фактор.

6. Обґрунтовано визначальну роль ризику у формуванні вартості капіталу на фондовому ринку. Встановлено, що вартість капіталу на фондовому ринку значною мірою визначається альтернативною вартістю капіталу на інших сегментах фінансового ринку. Доведено, що рівень ризику для інвесторів на фондовому ринку України є вищим порівняно з грошовим ринком, що пояснює

динаміку індексу. Показано, що вплив ризикових факторів є змінним у часі: у короткостроковій перспективі домінує індекс економічних настроїв, тоді як у довгостроковій – інфляція та кредитна ставка.

7. Виявлено вплив нефундаментальних економічних факторів на динаміку біржових котирувань. Доведено, що обсяги та кількість біржових операцій не мають істотного пояснювального впливу на зміну котирувань. Натомість встановлено, що ринковий сентимент, зокрема «фактор страху», пояснює переважну частку коливань фондового індексу – від 77% на квартальному до 93% на місячному часовому інтервалі. Обґрунтовано, що суверенний рейтинг України виступає ключовим тригером активації зазначеного поведінкового чинника.

8. Оцінено рівень ефективності українського фондового ринку та наявні викривлення його функціонування. Встановлено, що український фондовий ринок характеризується ознаками часткової маніпульованості та не відповідає базовим критеріям ефективного ринку. Доведено, що це знижує його здатність виконувати функцію перерозподілу капіталу, обмежує інвестиції у реальний сектор економіки, підвищує фінансове навантаження на споживачів і стримує реалізацію економічного потенціалу фондового ринку.

9. Визначено практичну цінність отриманих результатів і напрями подальших досліджень. Показано, що результати аналізу інвестиційного клімату та функціонування фондового ринку можуть бути використані інвесторами й підприємцями під час ухвалення рішень щодо розширення бізнесу та вибору джерел фінансування. Обґрунтовано доцільність подальших досліджень, спрямованих на оцінювання ефективності фондового ринку, розроблення інструментів його регулювання та прогнозування.

Результати проведених теоретичних досліджень і наукових розробок висвітлено у працях автора: [99; 203]

РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІЧНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Моделювання сценаріїв інтерпретації ринкових цін в умовах ірраціональної поведінки учасників фондового ринку

У межах економічної думки ринок розглядається як динамічний процес координації дій економічних агентів в умовах обмеженої та асиметричної інформації, де ціни виконують сигнальну функцію, проте водночас є чутливими до ірраціональних очікувань, часових уподобань та соціально-інституційних викривлень [254-257]. У межах цієї логіки ринкові процеси набувають циклічного характеру не лише через макроекономічні шоки, а й унаслідок масового повторення схожих помилок інтерпретації цінових сигналів агентами з різними часовими горизонтами, що посилює нелінійність та інерційність ринкової динаміки [258].

Теорія рефлексивності додатково підкреслює двосторонній зворотний зв’язок між сприйняттями учасників ринку та фактичними ціновими змінами, внаслідок чого очікування не лише відображають, а й формують ринкову реальність [73; 259].

Сучасні поведінкові підходи, у свою чергу, показують, що систематичні відхилення від раціональної моделі поведінки зумовлені евристиками, ефектами якоря та асиметричним сприйняттям виграшів і втрат, що робить ірраціональність не випадковим, а повторюваним структурним чинником ринкових процесів [68; 260; 261].

Таким чином, ірраціональна поведінка економічних агентів не є випадковою, а має повторюваний характер, зумовлений однаковими когнітивними упередженнями та схожими способами інтерпретації інформації. За умов масової участі агентів такі реакції агрегуються в цінах фінансових активів, формуючи інерційні та авторегресивні патерни ринкової динаміки. У

цьому контексті індикатори технічного аналізу доцільно розглядати не як інструменти прямого прогнозування, а як формалізований спосіб ідентифікації наслідків колективної поведінки учасників ринку в умовах невизначеності [262].

У попередній частині дослідження було виявлено наявність авторегресійної залежності в динаміці індексу облігацій, що свідчить про інерційний характер змін вартості капіталу та суттєвий вплив попередніх значень цін на поточні ринкові очікування. Така властивість узгоджується з припущенням про повторюваність поведінкових реакцій учасників ринку та створює підґрунтя для використання інструментів, що дозволяють формалізувати ці закономірності на основі історичних даних.

З огляду на це, у подальшому аналізі для інтерпретації змін значення індексу було застосовано індикатори технічного аналізу, зокрема ковзні середні та осцилятори, підходи до використання яких розкрито в попередніх дослідженнях автора [263-275]. У межах класичної методології технічного аналізу ковзні середні розглядаються як трендослідні індикатори, що дозволяють згладжувати короткострокові коливання цін і виявляти домінуючий напрям ринкової динаміки, тоді як осцилятори є чутливішими до відхилень від середніх значень і потенційних змін ринкових очікувань [276-278].

З метою уніфікації інтерпретації результатів та забезпечення порівнюваності ефективності різних підходів усі сигнали індикаторів було зведено до бінарного вигляду, що дозволяє зіставляти напрям змін індексу в межах альтернативних стратегій прогнозування. Такий підхід є поширеним у дослідженнях, присвячених тестуванню торгових правил і порівнянню активних та пасивних стратегій управління портфелем [279].

Для перевірки стабільності отриманих результатів часовий ряд було поділено на навчальну та перевірочну вибірки у співвідношенні 80/20, що відповідає загальноприйнятій практиці аналізу часових рядів [280]. Формалізацію торгових сигналів здійснено шляхом порогової бінаризації змін значень індикаторів, що дозволяє уникнути неоднозначності інтерпретації

ринкових очікувань та забезпечити коректне зіставлення результатів різних специфікацій [281]. Детальні формули розрахунку використаних індикаторів і правил формування сигналів наведено в додатках В.1, В.2.

Для оцінки ефективності індикаторів технічного аналізу було застосовано процедуру тестування, що включала поділ часових рядів на навчальну та перевірочну вибірки, побудову ковзних середніх і осциляторів різних часових горизонтів, відбір індикаторів за критерієм оптимальності та порівняння активних стратегій із підходом «купівля та утримання». Такий підхід відповідає загальноприйнятій практиці аналізу фінансових часових рядів [276; 280] і ґрунтується на попередніх авторських дослідженнях [263-268]. Детальний опис послідовності розрахунків наведено в додатку В.3.

З метою оцінки ефективності ковзних середніх як інструменту інтерпретації змін вартості капіталу було протестовано різні типи та часові горизонти МА. Результати емпіричного аналізу свідчать, що незалежно від обраного типу ковзної середньої та періоду її розрахунку відповідні торгові стратегії демонструють від’ємний кумулятивний результат. Це вказує на обмежену придатність трендослідних індикаторів в умовах ринку, що характеризується високою інерційністю, авторегресивністю та переважанням короткострокових поведінкових реакцій, за яких ковзні середні не здатні своєчасно ідентифікувати точки зміни ринкових очікувань. Детальні результати тестування наведено в додатках В.4, В.5, В.6. У зв’язку з цим подальший аналіз зосереджено на осциляторах як індикаторах, чутливіших до змін ринкових очікувань у коротко- та середньостроковому періодах. Результати перевірки наведено в табл. 3.1 нижче.

З метою перевірки стабільності отриманих результатів та виявлення можливих часових концентрацій ефекту додатково проаналізовано динаміку накопичених результатів стратегій, побудованих на основі осциляторів, у часовому розрізі (рис. 3.1).

Таблиця 3.1

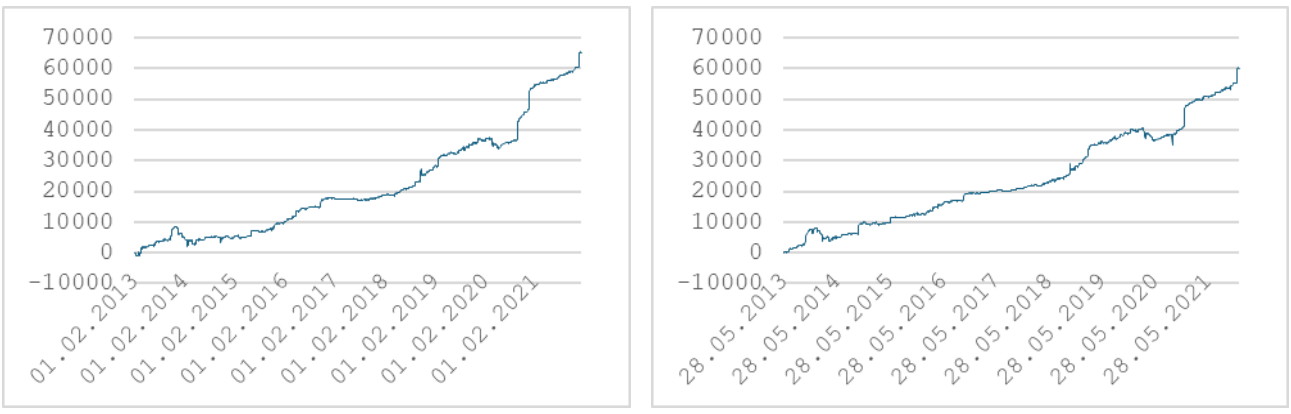
Результати застосування осциляторів на навчальному діапазоні

Oscillator	*Mx*	*Std*	*Skew*	*Kurt*	*Min*	*Max*	*Mo*	*Me*	*Result*	*Cor., %*
O(S20-S2)	29,44	236,19	5,07	72,13	-1722,06	3123,94	-	5,04	64922,40	56,19
O(S96-S2)	28,06	235,93	3,63	75,70	-3083,25	3123,94	-	5,31	59741,86	56,18
O(S96-S20)	13,38	237,22	-0,45	75,87	-3123,94	3067,32	-	1,48	28477,79	50,96
O(E20-E2)	25,78	238,13	2,73	70,84	-2625,96	3123,94	-	5,08	59499,73	57,24
O(E100-E20)	32,65	237,29	1,50	72,23	-3083,25	3123,94	-	5,51	73188,01	57,42
O(E100-E2)	30,84	237,53	3,36	71,01	-2625,96	3123,94	-	5,51	69162,76	58,00
O(L20-L2)	24,37	236,77	3,97	72,30	-2507,28	3123,94	-	4,80	53732,09	56,28
O(L89-L2)	27,44	235,64	4,44	75,49	-2507,28	3123,94	-	5,34	58603,05	56,37
O(L89-L20)	28,11	235,56	1,52	76,94	-3083,25	3123,94	-	5,47	60048,67	56,60

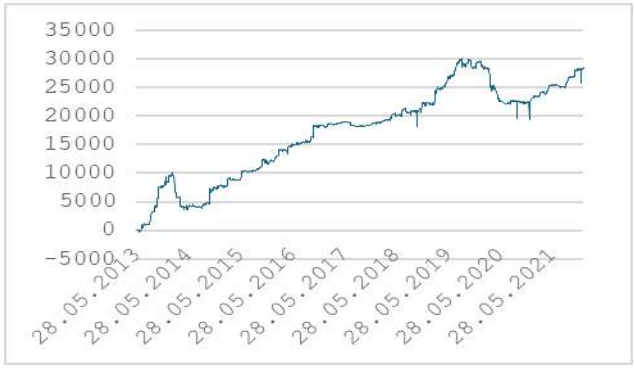
Джерело: розраховано автором.

Примітки: Oscillator – осцилятор, S2 і т.д. – проста ковзна відповідного періоду, використана для побудови осцилятора, E2 і т.д. - експоненційна ковзна відповідного періоду, використана для побудови осцилятора, L2 і т.д. – лінійно зважена ковзна відповідного періоду, використана для побудови осцилятора, Mx – середнє значення результату, Std – стандартне відхилення, Skew – асиметрія результату, Kurt – ексцес результату, Min – мінімальне значення результату, Max – максимальне значення результату, Mo – мода результату (через те, що ціни закриття різні, однакові значення результату відсутні), Me – медіанне значення результату, Result – накопичений результат стратегії, пунктів, Cor., % - коректність прогнозу.

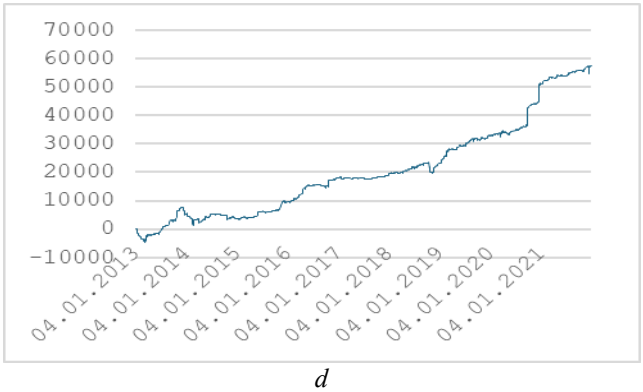
Графічне представлення результатів (рис. 3.1) дозволяє оцінити, чи не зосереджуються позитивні результати в окремих коротких інтервалах, що могло б свідчити про наявність вибіркового ефекту.



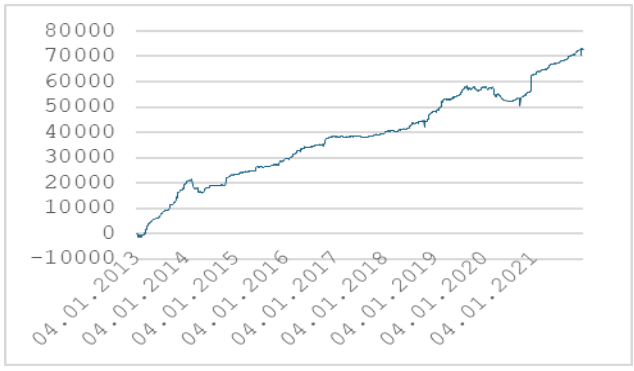
a *b*



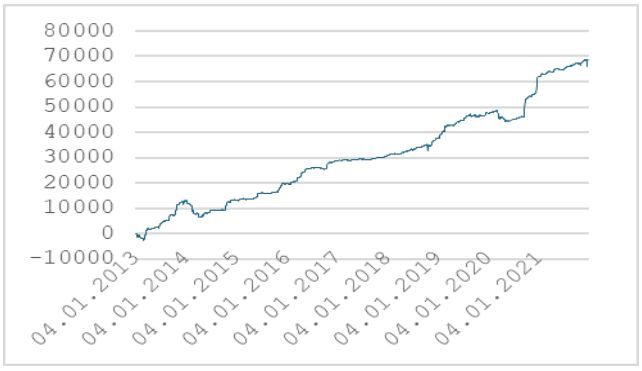
c



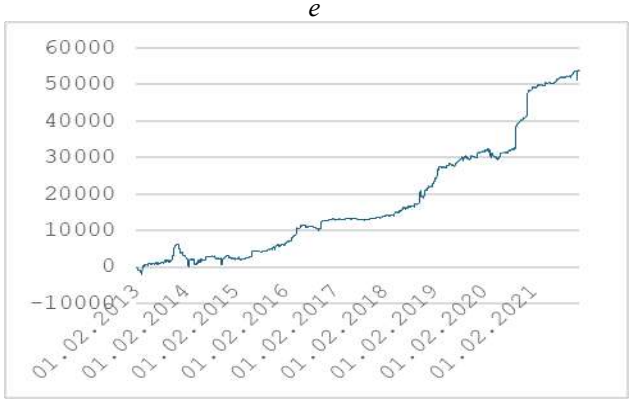
d



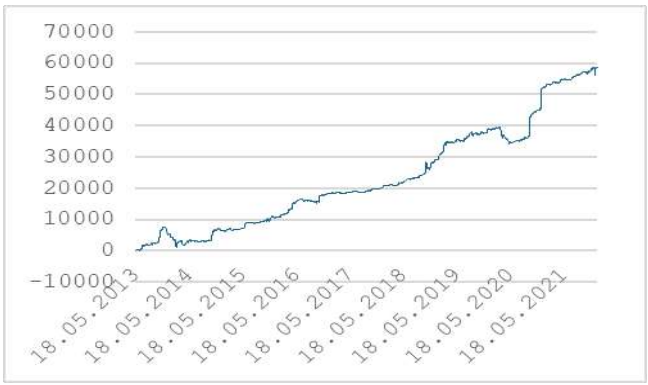
e



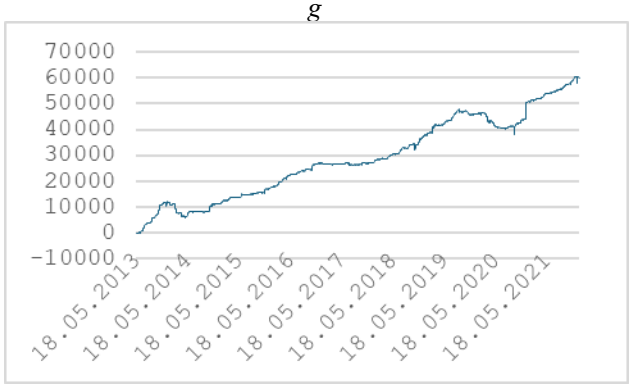
F



g



H



i

Рис. 3.1. Графічне відображення накопичених результатів застосування стратегій на основі осциляторів на навчальному діапазоні, пунктів: a – O(S20-S2), b – O(S96-S2), c – O(S96-S20), d – O(E20-E2), e – O(E100-E20), f – O(E100-E2), g – O(L20-L2), h – O(L89-L2), i – O(L89-L20).

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків.

Як видно з наведених графіків, більшість стратегій демонструють відносно стабільну тенденцію до накопичення результату з періодичними корекціями, що свідчить про системний, а не випадковий характер отриманого ефекту.

Для оцінки відносної ефективності активних стратегій отримані результати було зіставлено з підходом «купівля та утримання», який у межах дослідження використовується як базовий орієнтир пасивної поведінки інвестора (табл. 3.2). Застосування цього підходу на досліджуваному часовому інтервалі забезпечує обмежений кумулятивний результат, що відображає загальну динаміку індексу без урахування короткострокових коливань та змін ринкових очікувань.

Таблиця 3.2

Порівняння результатів підходів прогнозування на навчальному діапазоні.

Oscillator	***Result***	***% to B&H***
O(S20-S2)	64922,40	1682
O(S96-S2)	59741,86	1547
O(S96-S20)	28477,79	738
O(E20-E2)	59499,73	1541
O(E100-E20)	73188,01	1896
O(E100-E2)	69162,76	1791
O(L20-L2)	53732,09	1392
O(L89-L2)	58603,05	1518
O(L89-L20)	60048,67	1555

Джерело: розраховано автором.

Примітки: % to B&H – перевищення результату підходу «купівля та утримання» відповідною стратегією з використанням осцилятора, %.

Порівняння з результатами пасивної стратегії «купівля та утримання» свідчить про системну перевагу активних підходів, побудованих на основі осциляторів, здатних адаптуватися до інерційної та авторегресивної структури ринку. Таким чином, використання осциляторів як інструментів інтерпретації ринкових цін забезпечує вищу результативність порівняно з пасивною стратегією утримання активу.

Для подальшої перевірки на валідаційному діапазоні було відібрано індикатори з найвищими значеннями критерію оптимальності Mx, розрахованого на навчальній вибірці. Такий підхід дозволяє зосередити подальший аналіз на специфікаціях, що демонструють найкращі результати за попереднім тестуванням, і перевірити їхню здатність до узагальнення результатів поза межами навчального інтервалу. Результати селекції індикаторів та подальшої емуляції торгових операцій на перевірочному діапазоні наведено в таблиці 3.3.

Таблиця 3.3

Результати застосування осциляторів на перевірочному діапазоні

Oscillator	Mx	Std	Skew	Kurt	Min	Max	Mo	Me	Result	Cor., %
O(E100-E20)	50,34	288,08	0,06	28,28	-2400,52	2413,91	-	9,21	38562,59	56,99
O(E100-E2)	49,92	288,16	0,00	28,29	-2400,52	2413,91	-	11,75	38238,16	62,01
O(S20-S2)	42,93	289,28	0,02	27,84	-2400,52	2413,91	-	5,42	32884,72	56,14
O(L89-L20)	43,05	289,26	-0,11	27,93	-2400,52	2413,91	-	5,12	32976,10	58,09

Джерело: розраховано автором.

Результати валідаційного тестування свідчать, що всі відібрані осцилятори демонструють позитивний кумулятивний ефект, що підтверджує релевантність їх використання для інтерпретації змін котирування індексу облігацій. При цьому індикатор, який мав найвище значення критерію оптимальності Mx на навчальному діапазоні, зберігає лідируючі позиції і на перевірочній вибірці за величиною кумулятивного результату. Водночас найвищу частку коректних прогнозів демонструє специфікація, яка характеризувалася підвищеною точністю і на етапі навчання, що свідчить про узгодженість результатів між вибірками. Перевищення частки вірних прогнозів над випадковим рівнем у всіх випадках вказує на наявність систематичних закономірностей у динаміці ринку, а не на випадковий характер отриманого ефекту.

З метою перевірки стабільності результатів у часі та виключення можливості їх концентрації в окремих коротких інтервалах, динаміку накопичених результатів для кожного осцилятора проаналізовано графічно. Такий підхід дозволяє оцінити, чи не зумовлена загальна результативність ефектом вибірки, та перевірити стійкість отриманих висновків у часовому розрізі (рис. 3.3)

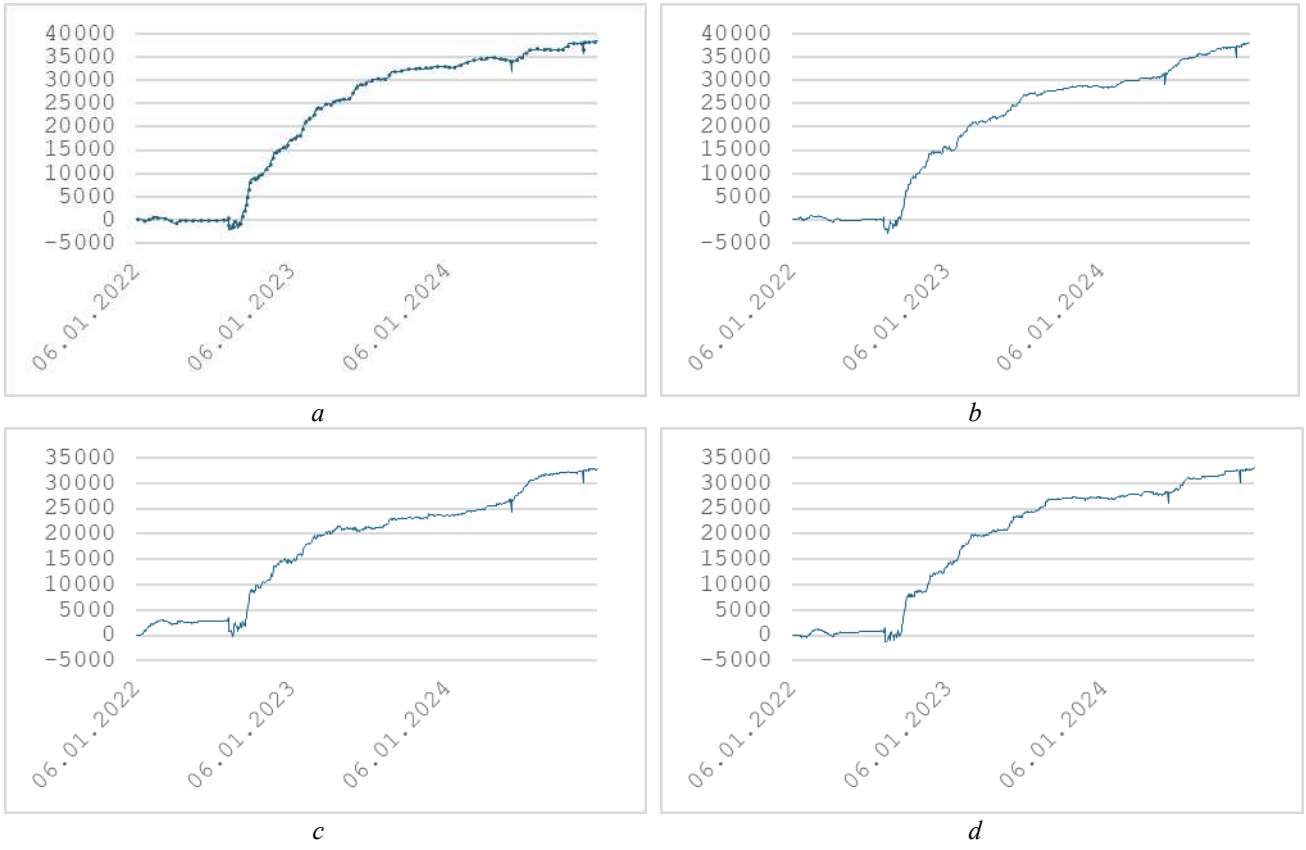


Рис. 3.3. Графічне відображення накопичених результатів застосування стратегій на основі осциляторів на перевірочному діапазоні, пунктів: a – O(E100-E20), b – O(E100-E2), c – O(S20-S2), d – O(L89-L20)

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків.

Динаміка накопичених результатів стратегій, побудованих на основі обраних осциляторів, свідчить про загалом стабільну тенденцію до зростання кумулятивного ефекту протягом більшої частини перевірочного періоду, за винятком інтервалу з січня по вересень 2022 року, який характеризується підвищеною волатильністю та різкою зміною ринкових умов.

Для порівняння отриманих результатів з пасивною поведінкою інвестора було визначено кумулятивний ефект застосування підходу «купівля та утримання» на перевірочному діапазоні. Відповідний результат розраховано як різницю між значеннями індексу на початок і кінець періоду та використано як базовий орієнтир для зіставлення з активними стратегіями. Порівняльні результати обох підходів наведено в таблиці 3.4

Таблиця 3.4

Порівняння результатів підходів прогнозування на перевірочному діапазоні

Oscillator	***Result***	***% to B&H***
O(E100-E20)	38562,59	1776
O(E100-E2)	38238,16	1762
O(S20-S2)	32884,72	1515

Джерело: розраховано автором.

Результати перевірочного тестування свідчать, що на валідаційному діапазоні підхід до прогнозування змін індексу облігацій із використанням осциляторів демонструє стійку перевагу порівняно з пасивною стратегією «купівля та утримання». Перевищення результативності активних стратегій над бенчмарком є істотним за величиною, що підтверджує їхню практичну релевантність та узгоджується зі зростаючим характером кумулятивного результату для всіх відібраних індикаторів (табл. 3.6). Принципова відмінність між пасивним та активним підходами полягає у можливостях управління портфелем активів або боргових зобов’язань. У межах стратегії «купівля та утримання» економічний агент фіксує свою позицію на визначений період без адаптації до змін ринкових умов, тоді як використання індикаторів для регулярної інтерпретації ринкових сигналів створює передумови для активного коригування рішень щодо алокації чи залучення ресурсів.

З урахуванням отриманих результатів подальший аналіз спрямовано на інтерпретацію можливих економічних наслідків застосування запропонованого підходу для різних груп економічних агентів. У разі використання індикаторів

для інтерпретації змін вартості капіталу на внутрішньому ринку державні рішення щодо управління борговими інструментами можуть бути пов'язані з прогнозованою динамікою індексу облігацій. Узагальнену послідовність можливих економічних ефектів у випадку зниження значення індексу облігацій подано на рис. 3.4.

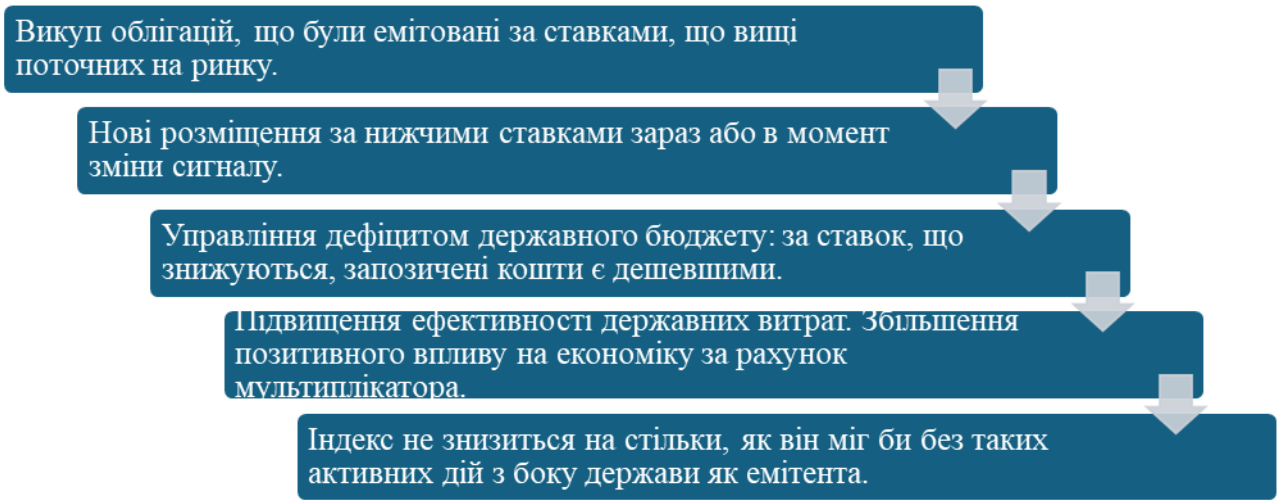


Рис. 3.4. Можливі результати використання державою інструменту для прогнозування змін вартості капіталу на ринку.

Джерело: розроблено автором.

Представлена схема ілюструє потенційний механізм взаємозв'язку між динамікою індексу облігацій, вартістю державних запозичень та фіскальними наслідками для бюджету. У разі зниження вартості залучення боргового капіталу держава отримує можливість оптимізувати витрати на обслуговування довгострокових зобов'язань, що, за інших рівних умов, зменшує бюджетне навантаження. Вивільнення частини фінансових ресурсів створює передумови для їх альтернативного використання, зокрема у напрямах, що мають мультиплікативний вплив на економічну активність.

Водночас слід враховувати, що наведена схема має узагальнений характер і відображає модель можливих дій та наслідків, а не безпосередній алгоритм управління борговими інструментами. Реалізація подібних рішень на практиці потребує врахування часових лагів, обмежень ліквідності та

інституційних факторів, що зумовлює необхідність аналізу тенденцій на більш тривалих часових інтервалах, ніж короткостроковий період. Саме з цією метою подальший аналіз ґрунтується на дослідженні динаміки індикаторів на тижневих і місячних даних.

У разі застосування запропонованого підходу органами місцевого самоврядування механізм інтерпретації змін вартості капіталу на ринку боргових інструментів зберігає загальну логіку, проте реалізується з урахуванням особливостей муніципальних запозичень. Узагальнену послідовність можливих економічних ефектів у випадку зниження значення індексу облігацій для муніципальних емітентів подано на рис. 3.5.

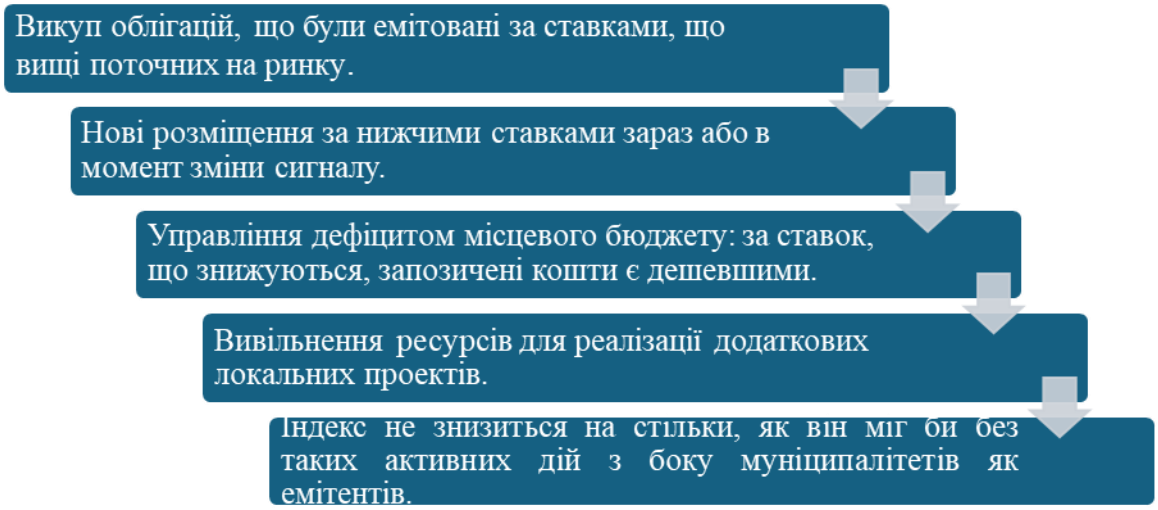


Рис. 3.5. Можливі результати використання органами місцевого самоврядування інструменту для прогнозування змін вартості капіталу на ринку.

Джерело: розроблено автором.

Потенційний ефект від активного управління борговими зобов'язаннями органів місцевого самоврядування в цілому є співставним за напрямом із результатами, отриманими для державного сектору, проте має інші масштабні характеристики. За умови зниження вартості залучення боргового капіталу муніципалітети отримують можливість оптимізувати витрати на

обслуговування власних зобов'язань, що створює передумови для вивільнення ресурсів на фінансування додаткових локальних проєктів.

Водночас вплив рішень муніципальних емітентів на динаміку індексу облігацій є обмеженим унаслідок меншої частки муніципальних боргових інструментів у загальній структурі ринку порівняно з державними запозиченнями. Разом із тим для окремих територіальних громад відносний ефект від зниження вартості капіталу може бути більш відчутним з огляду на менший масштаб бюджетів та вищу чутливість до змін умов фінансування. Таким чином, використання індикаторів для інтерпретації ринкових сигналів може мати диференційований вплив на фінансові можливості органів місцевого самоврядування залежно від їхньої боргової позиції та інституційних умов.

У разі застосування запропонованого підходу емітентами – суб'єктами господарської діяльності – механізм інтерпретації змін вартості капіталу реалізується з урахуванням мікроекономічних особливостей корпоративних фінансів. Узагальнену послідовність можливих економічних ефектів у випадку прогнозованого зниження значення індексу облігацій подано на рис. 3.6

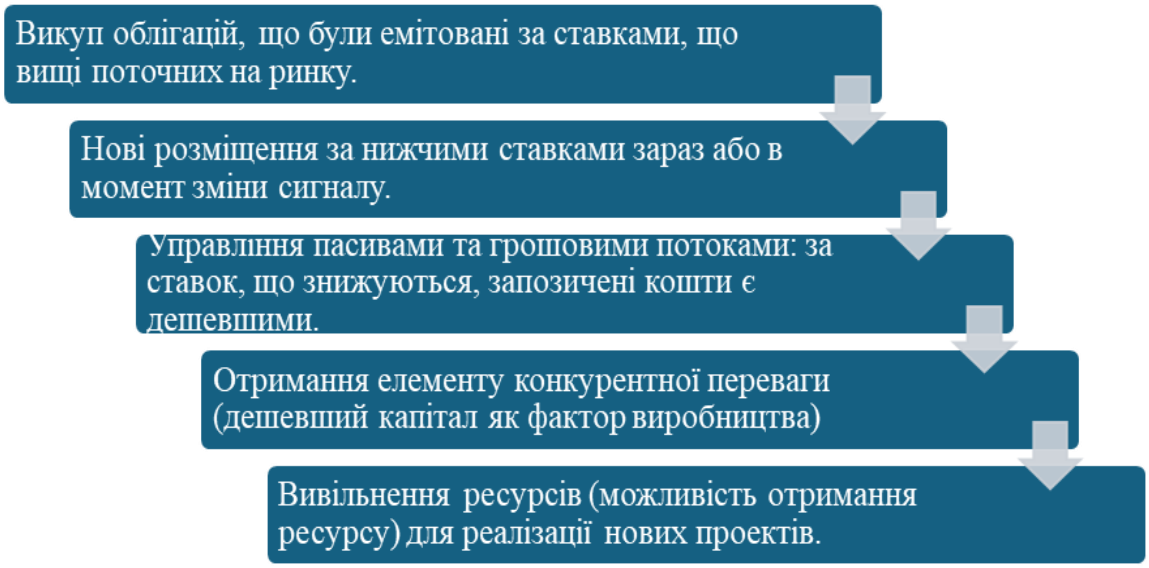


Рис. 3.6. Можливі результати використання емітентами-суб'єктами господарської діяльності інструменту для прогнозування змін вартості капіталу на ринку.

Джерело: розроблено автором.

Для підприємств зниження вартості залучення боргового капіталу асоціюється зі зменшенням фінансових витрат та підвищенням гнучкості у прийнятті інвестиційних рішень. Дешевший капітал як фактор виробництва створює передумови для розширення інвестиційної діяльності, впровадження нових технологій або коригування цінової політики без погіршення фінансової стійкості.

Крім того, можливість інтерпретації змін вартості капіталу на ринку боргових інструментів сприяє кращій координації фінансових рішень підприємств щодо структури фінансування та строків залучення ресурсів. Водночас, як і у випадку муніципальних емітентів, вплив окремих корпоративних рішень на динаміку агрегованого індексу облігацій є обмеженим з огляду на фрагментованість корпоративного сектору. Таким чином, використання індикаторів для прогнозування та інтерпретації ринкових сигналів може розглядатися як інструмент підвищення ефективності управління капіталом на рівні окремих підприємств, а не як чинник безпосереднього формування ринкової динаміки в цілому.

У разі розгляду інституційних інвесторів як окремої групи економічних агентів, що використовують інструменти прогнозування змін вартості капіталу та активні підходи до управління портфелем боргових активів, механізм впливу ринкових сигналів на інвестиційні рішення має власні особливості. Узагальнену послідовність можливих дій та економічних наслідків для інституційних інвесторів у випадку прогнозованого зниження значення індексу облігацій подано на рис. 3.7. Представлена схема ілюструє можливий механізм прийняття рішень інституційними інвесторами у разі використання індикаторів для інтерпретації змін вартості капіталу на ринку боргових інструментів. Активне управління портфелем боргових активів у поєднанні з прогнозуванням напрямку змін індексу облігацій асоціюється з підвищенням ефективності алокації ресурсів та адаптацією інвестиційних рішень до змін ринкових умов. На відміну від емітентів, для яких ключовим каналом впливу є вартість

залучення капіталу, інституційні інвестори впливають на ринок переважно через вторинний ринок боргових інструментів.

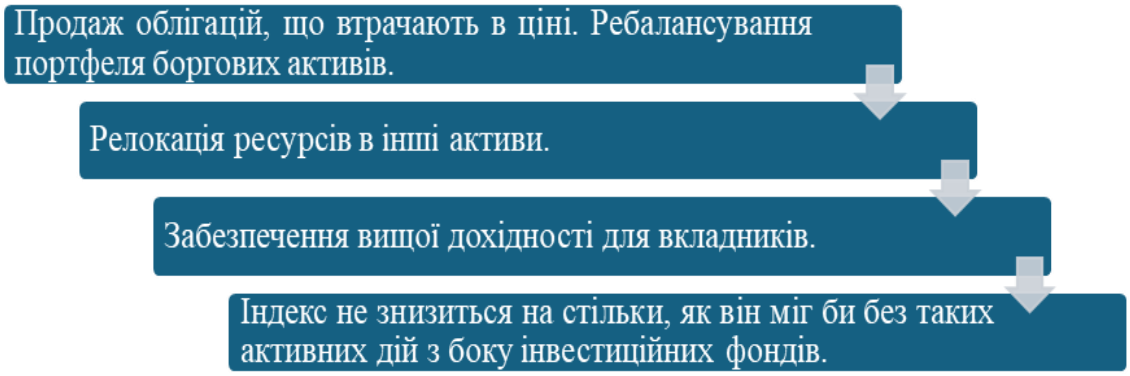


Рис. 3.7. Можливі результати використання інституційними інвесторами інструменту для прогнозування змін вартості капіталу на ринку.

Джерело: розроблено автором.

Масштаб операцій таких агентів зумовлює здатність формувати додатковий попит або пропозицію, що відображається у динаміці ринкових котирувань облігацій та, відповідно, значенні індексу. Водночас наведена схема має узагальнений характер і відображає модель потенційних дій та наслідків, а не детермінований алгоритм інвестування.

Сценарій зростання значення індексу облігацій передбачає реалізацію протилежних за напрямом економічних ефектів для розглянутих груп економічних агентів порівняно зі сценарієм його зниження. У такому випадку зростання вартості капіталу обмежує можливості активного управління борговими зобов'язаннями та портфелями активів, посилюючи фіскальні, корпоративні та інвестиційні обмеження, що вже були проілюстровані для альтернативного сценарію.

Незалежно від напряму зміни індексу облігацій, результати реалізації таких сценаріїв не обмежуються фінансовими показниками відповідних економічних агентів, а транслюються на ширший макроекономічний рівень через систему цін та доходів. Рішення щодо управління борговими зобов'язаннями та інвестиційними портфелями, що ухвалюються державними

органами, органами місцевого самоврядування, корпоративними емітентами та інституційними інвесторами, формують економічні наслідки, які виходять за межі фінансового сектору. Для фізичних осіб, які не беруть безпосередньої участі у прийнятті таких рішень, але виступають кінцевими споживачами товарів і послуг, ці наслідки реалізуються через канал цін та купівельної спроможності. Зростання вартості боргового капіталу для емітентів транслюється у підвищення витрат виробництва та, зрештою, у ціни, тоді як ефективне управління вартістю капіталу створює передумови для зниження інфляційного тиску та збереження реальних доходів населення.

Узагальнення результатів попереднього аналізу свідчить, що індекс облігацій протягом досліджуваного періоду перебував переважно у висхідному тренді з окремими фазами корекції, що відображає стійке зростання дохідності боргових інструментів у довгостроковій перспективі (додаток Д.12). Така динаміка створює сприятливі умови для застосування індикаторів технічного аналізу та формування активних стратегій управління борговими активами.

Разом із тим стійкість висхідного тренду не може бути пояснена виключно короткостроковими ринковими чинниками і потребує структурного аналізу. З одного боку, попит на боргові інструменти з боку інвесторів зумовлений обмеженою кількістю альтернативних напрямів розміщення капіталу, з іншого – пропозиція таких інструментів формується в умовах низької частки секторів, здатних генерувати стійку економічну ренту. За відсутності розвинених виробничих та інноваційних сегментів економіки капітал концентрується у боргових інструментах як відносно доступному та ліквідному активі. Таким чином, спостережуваний висхідний тренд індексу облігацій відображає не лише поведінкові реакції учасників ринку, а й глибші структурні обмеження економіки, пов’язані з характером галузевої структури, інвестиційного середовища та інституційних умов функціонування ринку капіталу.

Структурні обмеження економіки підтверджуються також галузевою структурою валової доданої вартості, у якій частка переробної промисловості

залишається обмеженою, що зменшує кількість секторів, здатних генерувати стійку економічну ренту (табл. 3.5)

Таблиця 3.5

Структура валової доданої вартості за видами економічної діяльності у 2021 р.

Вид економічної діяльності	***Внесок у валову додану вартість, %***
Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство	12,7
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів	7,5
Переробна промисловість	12
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря	3,9
Водопостачання; каналізація, поводження з відходами	0,4
Будівництво	3,2
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	15,8
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	6,3
Тимчасове розміщування й організація харчування	1
Інформація та телекомунікації	5,5
Фінансова та страхова діяльність	3,4
Операції з нерухомим майном	6,7
Професійна, наукова та технічна діяльність	3,4
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	1,4
Державне управління, обов'язкове соціальне страхування	7,2
Освіта	5
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	2,9
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	0,7
Надання інших видів послуг	1

Джерело: сформовано автором за: [282]

Галузева структура валової доданої вартості свідчить про обмежену частку секторів, здатних формувати стійку економічну ренту та виступати довгостроковими реципієнтами інвестиційного капіталу. Низька питома вага переробної промисловості у структурі ВДВ означає, що реальний сектор економіки має обмежені можливості для абсорбції фінансових ресурсів на умовах, конкурентних із борговими інструментами.

За таких структурних умов поведінка інвесторів та емітентів на фондовому ринку набуває системного характеру. Обмеженість альтернативних напрямів розміщення капіталу з боку інвесторів поєднується з високою потребою у борговому фінансуванні з боку держави, органів місцевого самоврядування та корпоративного сектору. У результаті боргові інструменти виконують функцію основного каналу акумулювання капіталу, що проявляється у стійкій висхідній динаміці індексу облігацій та підвищенні вартості капіталу в економіці.

Таким чином, обмеження реалізації економічного потенціалу фондового ринку зумовлені не лише поведінковими чинниками або особливостями ринкової інфраструктури, а насамперед характеристиками національної виробничої структури та логікою державної економічної політики. За відсутності достатньої кількості секторів із високою доданою вартістю фондовий ринок переважно обслуговує боргові потреби економіки, а не сприяє трансформації заощаджень у продуктивні інвестиції. Це зумовлює необхідність аналізу трансформації урядових політик і національної виробничої структури з метою покращення використання економічного потенціалу фондового ринку, що є предметом наступного підрозділу.

3.2. Трансформація урядових політик і національної виробничої структури для покращення використання економічного потенціалу фондового ринку

У цьому контексті важливого значення набуває формування державою стратегічних пріоритетів економічного розвитку, спрямованих на підтримку галузей, здатних забезпечити довгострокове зростання та підвищення конкурентоспроможності економіки. Визначення таких пріоритетів є важливим елементом державної економічної політики, оскільки дозволяє координувати інвестиційні потоки, стимулювати розвиток перспективних секторів та

формувати передумови для структурної трансформації економіки. Як зазначають дослідники, реалізація стратегічних пріоритетів економічної політики може сприяти активізації інвестиційної діяльності, підвищенню ефективності використання ресурсів та прискоренню соціально-економічного розвитку країни [283; 284]. У довгостроковому вимірі така політика створює передумови для зміцнення економічної стійкості національної економіки до зовнішніх і внутрішніх шоків, що особливо актуально для економік, які перебувають у процесі структурної трансформації. Відповідно, визначення стратегічних пріоритетів розвитку може розглядатися як важливий інструмент формування ефективної інвестиційної політики та підвищення ролі фінансових ринків у мобілізації капіталу для модернізації економіки. Особливо важливим є спрямування інвестиційних потоків у галузі зі зростаючою віддачею та високим мультиплікативним ефектом, які здатні забезпечувати довгострокове підвищення продуктивності праці та економічного зростання.

Різні види економічної діяльності мають неоднаковий потенціал створення доданої вартості та формування довгострокових джерел економічного зростання. Ключова відмінність між ними полягає у характері віддачі від масштабу. Галузі зі зростаючою віддачею здатні забезпечувати кумулятивне підвищення продуктивності праці, доходів і зайнятості, тоді як сектори зі спадною або постійною віддачею мають обмежений потенціал розвитку та не формують стійкого попиту на довгостроковий інвестиційний капітал [7; 285].

Згідно із законом Вердорна, зростання обсягів виробництва в обробній промисловості супроводжується підвищенням продуктивності праці внаслідок ефектів масштабу, навчання та технологічного прогресу [285]. У межах такого механізму формується самопідсилюваний процес, за якого розширення випуску стимулює подальше зростання ефективності, а економічна політика, спрямована на розвиток відповідних галузей, може мати довгостроковий позитивний вплив на економічне зростання. Подібні висновки містяться в працях П. Кругмана, який показав, що в умовах зростаючої віддачі та широкого

поділу праці відбувається просторове концентрування економічної активності, формування агломерацій і центрів довгострокового розвитку [286].

Практичним прикладом реалізації ефектів зростаючої віддачі на наднаціональному рівні є формування Єдиного ринку Європейського Союзу. Як показано в доповіді П. Чекіні, переважна частина економічних вигод інтеграції була зумовлена саме ефектами масштабу в промисловості, а не зниженням торговельних бар'єрів як таких [287].

Економічним наслідком зростаючої віддачі є виникнення економічної ренти – надприбутку, що формується в окремих секторах унаслідок технологічної складності, бар'єрів входу та динамічної недосконалої конкуренції [7]. У політико-економічному вимірі саме рента виступає ключовим стимулом руху капіталу та визначає напрями структурних зрушень у національній економіці. За сприятливих умов така рента трансформується у так звану потрійну ренту, вигоди від якої розподіляються між основними економічними агентами: підприємцями – у формі підвищених прибутків, працівниками – через зростання заробітної плати у високопродуктивних секторах, та державою – шляхом збільшення податкових надходжень [7; 288].

Історичний досвід розвинених економік свідчить, що формування стійкої ренти було пов'язане не лише з дією ринкових механізмів, а й з активною роллю держави у захисті та розвитку галузей зі зростаючою віддачею. Інституційні бар'єри входу, режими захисту знань і технологій, а також контроль доступу до внутрішніх ринків створювали умови для концентрації інвестицій у складних виробництвах і підтримували їхню прибутковість у довгостроковій перспективі [7; 289-291]. У цьому сенсі держава виступала не лише арбітром ринкових відносин, а й архітектором економічної структури, забезпечуючи передбачуваність економічної політики та стабільність інституційного середовища.

Натомість у країнах з домінуванням секторів зі спадною віддачею можливості формування економічної ренти є істотно обмеженими. Це проявляється у низькому рівні доходів, обмеженій інвестиційній привабливості

та залежності економічної динаміки від зовнішніх цінових циклів. За таких умов фінансові ресурси спрямовуються переважно у спекулятивні або рентно-вичерпні види діяльності, тоді як потенціал фондового ринку як механізму довгострокового фінансування розвитку залишається нереалізованим [7].

Просторово-галузевий вимір формування економічної ренти безпосередньо випливає з особливостей виробничої структури та характеру віддачі, оскільки зростаюча віддача має тенденцію до територіальної та секторної концентрації. У цьому контексті, як підкреслював Дж. Маршалл, поділ праці між промисловими та аграрними секторами є фундаментом функціонування сучасної економіки, оскільки саме промислові та урбанізовані центри формують платоспроможний попит, технологічні імпульси та кумулятивні ефекти зростання [292]. У цьому контексті сільські та периферійні території, інтегровані в національні виробничі ланцюги переробки, можуть виступати не лише джерелом сировини, а й простором розміщення виробництв із вищою доданою вартістю. Водночас переважна експортна орієнтація аграрного сектору без розвитку внутрішньої переробки обмежує синергію з національною промисловістю, посилюючи структурні дисбаланси та знижуючи інклюзивність економічного зростання, що зумовлює необхідність активної ролі держави у формуванні виробничої структури [293; 294]. Таким чином, просторово-галузева концентрація економічної ренти визначає не лише структуру виробництва, а й формує базу для заощаджень та інвестиційних потоків, які в подальшому знаходять своє відображення на фондовому ринку. За відсутності внутрішньої переробки та інституційної підтримки ці потоки набувають експортно-сировинного характеру, що обмежує роль фондового ринку як механізму довгострокового фінансування розвитку.

Відповідно, наявність галузей зі зростаючою віддачею та здатність економіки формувати й відтворювати економічну ренту є базовою передумовою структурного розвитку та зростання добробуту. Водночас реалізація цього потенціалу залежить не лише від ринкових стимулів, а й від

якості інституційних рішень і стратегій економічних еліт, які визначають напрями структурної трансформації виробництва.

Історичний досвід економічного розвитку свідчить, що періоди стійкого зростання національного добробуту ґрунтувалися на формуванні комплексної економічної ренти, яка виникала внаслідок поєднання контролю над джерелами сировини або доступу до них на пільгових умовах, наявності розвиненої переробної промисловості та участі у міжнародній торгівлі кінцевою продукцією з високою доданою вартістю. Така рента мала не лише ресурсний, а передусім технологічний і знаннєвий характер, що забезпечувало можливість її довгострокового відтворення та трансформації у зростання продуктивності праці й доходів населення [7].

Важливу роль у підтриманні та відтворенні економічної ренти відігравали інституційні та структурні бар'єри для входу в галузі, зокрема захист знань і технологій через патентні та ліцензійні механізми, регуляторні обмеження, а також наявність захищених внутрішніх ринків. Такі бар'єри обмежували швидку дифузію технологій, дозволяючи країнам-лідерам утримувати переваги у найбільш прибуткових сегментах виробництва та міжнародної торгівлі.

У цьому контексті держава виступала не лише як арбітр ринкових відносин, а як активний учасник процесу формування економічної ренти. Як показують дослідження, державна спроможність до забезпечення безпеки, контролю над насильством і підтримання інституційного порядку створювала передумови для концентрації ресурсів, захисту прав власності та реалізації довгострокових економічних стратегій [289; 290]. Саме ці чинники забезпечували можливість спеціалізації у видах діяльності зі зростаючою віддачею та формування стійких конкурентних переваг у міжнародному поділі праці.

Розвиваючи дану логіку, в українських дослідженнях особлива увага приділяється інструментам, через які держава реалізує свою спроможність у площині інвестиційної та структурної політики. Зокрема, Є. В. Редзюк наголошує, що ефективне державне стимулювання має бути зорієнтоване на

чітко визначені інвестиційні пріоритети, пов’язані з розвитком виробництв із високою доданою вартістю та довгостроковим мультиплікативним ефектом [295]. Такий підхід дозволяє інституціоналізувати процес формування економічної ренти, перевівши його з площини спонтанних ринкових результатів у площину цілеспрямованої структурної трансформації економіки.

Натомість у країнах із низьким рівнем інституційної спроможності виробнича структура, як правило, формується навколо секторів зі спадною віддачею, що істотно обмежує можливості накопичення економічної ренти. Це проявляється у низькому рівні доходів, обмеженій інвестиційній привабливості та високій залежності економічної динаміки від зовнішніх цінових циклів. За таких умов фінансові ресурси спрямовуються переважно у спекулятивні або рентно-вичерпні види діяльності, тоді як потенціал фондового ринку як механізму довгострокового фінансування розвитку залишається нереалізованим [7].

У такому розумінні економічний розвиток може бути інтерпретований як процес формування технологічно, знаннєво та інституційно зумовленої економічної ренти, яка реалізується та посилюється через взаємодію з міжнародною торгівлею між країнами з різним рівнем економічного розвитку. Відповідно, характер участі національної економіки в глобальній системі обміну значною мірою визначається не лише відкритістю ринків, а й попередньо сформованою структурою виробництва та якістю державних і інституційних рішень.

Ліберальна інтерпретація капіталізму традиційно розглядає міжнародну торгівлю та рух капіталу як універсальні механізми економічного зростання, виходячи з припущення, що ринкова лібералізація та відкритість автоматично забезпечують ефективний розподіл ресурсів і конвергенцію доходів між країнами. У межах такого підходу структура національного виробництва, інституційні умови та історичні передумови розвитку часто трактуються як другорядні фактори, попри аргументи про контекстну зумовленість ефективних

стратегій розвитку та відсутність універсальних рецептів економічної політики [7; 296; 297].

Водночас емпіричний досвід свідчить про асиметричний характер глобалізації. За умов структурної нерівності між країнами міжнародна торгівля має тенденцію закріплювати наявну спеціалізацію, посилюючи відмінності у рівнях доходів і технологічного розвитку. Згідно з гіпотезою Пребіша–Зінгера, у довгостроковій перспективі ціни на первинні товари знижуються відносно цін на промислову продукцію, унаслідок чого умови торгівлі погіршуються для країн, що спеціалізуються на експорті сировини, та покращуються для індустріально розвинених економік [298; 299].

Ці ефекти підсилюються механізмами міжнародної спеціалізації, описаними в моделі Рибчинського, відповідно до якої відкриття економіки та зростання торгівлі зміцнюють ті галузі, що інтенсивно використовують відносно надлишковий фактор виробництва [300]. У країнах із низьким рівнем індустріалізації це сприяє закріпленню спеціалізації на трудомістких або ресурсних секторах зі спадною віддачею, що обмежує можливості формування економічної ренти та довгострокового зростання добробуту [7].

У цьому контексті різке відкриття економіки та лібералізація торгівлі в країнах із незрілою виробничою структурою можуть призводити до витіснення найбільш перспективних і технологічно складних секторів. Цей процес, відомий як ефект Ванека–Райнерта, супроводжується деіндустріалізацією, скороченням зайнятості у продуктивних галузях і зміщенням економічної активності у сектори зі низькою доданою вартістю, формуючи замкнене коло структурної деградації [7].

Історично хвилі глобалізації мали циклічний характер і завершувалися корекцією економічної політики з боку держав, зокрема у країнах – світових економічних лідерах. Сучасний етап глобалізації також характеризується переглядом ліберальної парадигми та поверненням активної ролі держави в економіці, насамперед у сфері промислової політики, контролю ланцюгів доданої вартості та підтримки стратегічних галузей [7; 297].

Інтеграція України у світову економіку в постсоціалістичний період відбувалася переважно в межах рекомендацій, сформованих у руслі Вашингтонського консенсусу, що передбачали макроекономічну стабілізацію, лібералізацію торгівлі та ринків капіталу, а також скорочення ролі держави в економіці [232; 297]. Передбачалося, що приплив капіталу в поєднанні з ліберальними інститутами автоматично забезпечить структурну модернізацію. Однак за відсутності зрілих галузей зі зростаючою віддачею фінансові ресурси спрямовувалися переважно на імпорт і споживання, а не на розширення національного виробництва. Унаслідок цього міжнародна спеціалізація України закріпилася у сферах з низькою доданою вартістю та спадною віддачею, що підвищило вразливість економіки до зовнішніх цінових коливань і обмежило можливості накопичення національного багатства. Така модель розвитку супроводжується низьким рівнем доходів, відтоком капіталу й робочої сили та слабким попитом на довгостроковий інвестиційний капітал, у тому числі з боку фондового ринку [7; 301].

Таким чином, глобалізація та вільна торгівля не є нейтральними щодо структури національної економіки. За відсутності цілеспрямованої індустріальної та інституційної політики вони мають тенденцію відтворювати структурну нерівність, обмежуючи формування галузей зі зростаючою віддачею та економічної ренти.

Відповідно, реалізація економічного потенціалу фондового ринку в умовах відкритої економіки залежить не лише від рівня фінансової лібералізації, а й від якості інституційних рішень і стратегій економічних еліт, що визначають напрями структурної трансформації виробництва. Системні відмінності між моделлю національно орієнтованого та глобального капіталізму, які визначають умови формування зростаючої віддачі та економічної ренти, узагальнено в таблиці 3.6. Технологічний прогрес забезпечує підвищення продуктивності праці, створення нових ринків і товарів та визначає здатність економіки переходити до видів діяльності зі зростаючою віддачею [7; 302].

Таблиця 3.6.

Порівняння національно-орієнтованого та глобального капіталізму

Національно-орієнтований капіталізм	***Глобальний капіталізм***
Індустрії з високими технологіями цілеспрямовано формуються у широкому колі країн.	Індустрії з високими технологіями концентруються переважно у найбільш розвинених країнах.
Складні види економічної діяльності є у всіх країнах.	Складні види економічної діяльності є у найрозвиненіших країн, відбувається імпорт робочої сили до цих галузей.
Для подолання кризових явищ створюються робочі місця, щоб забезпечити платоспроможний попит.	Для подолання кризових явищ використовується емісія грошей.
Економічна влада розподілена між державою, бізнесом і соціальними інститутами.	Економічна влада має тенденцію до концентрації у фінансовому секторі та транснаціональних корпораціях.
Національна еліта орієнтована на довгостроковий розвиток власної економіки.	Еліти інтегровані у глобальні економічні та фінансові мережі.

Джерело: складено автором за: [7; 297; 303; 304]

Центральну роль інновацій у механізмі економічного розвитку підкреслював Й. Шумпетер, який розглядав капіталізм як динамічну систему, рушійною силою якої є процес «творчого руйнування» [302]. Інновації, ініційовані підприємцями, порушують наявну рівновагу, формуючи нові продукти, технології та організаційні форми, водночас витісняючи застарілі види діяльності. За такого підходу конкуренція має динамічний характер і відбувається у часі через зміну економічної структури, а не лише через цінову боротьбу в межах існуючих ринків.

Формалізований розвиток цієї логіки представлено в моделях ендогенного економічного зростання, де інноваційна діяльність виступає головним джерелом довгострокового підвищення продуктивності [305]. Інвестиції в дослідження, розробки та людський капітал створюють кумулятивні ефекти, які забезпечують виникнення економічної ренти у технологічно складних секторах і формують стійкий попит на довгостроковий інвестиційний капітал.

Важливим джерелом технологічного прогресу історично виступав попит з боку держави, насамперед у військовій сфері. Ще В. Зомбарт звертав увагу на

те, що війни та підготовка до них стимулювали розвиток нових технологій, організаційних рішень і виробничих практик, які згодом поширювалися на цивільну економіку [306; 307]. Військові замовлення, на відміну від масових ринків, характеризуються готовністю фінансувати капіталомісткі, ризиковані та технологічно складні проєкти, створюючи умови для прискореного накопичення знань і формування технологічних заділів.

Подальші дослідження підтвердили, що військово-промисловий попит та виробництво предметів розкоші часто виступали первинними майданчиками для апробації інновацій, які згодом знаходили застосування у цивільних секторах, сприяючи зростанню продуктивності та формуванню нових галузей [7; 308]. Таким чином, держава постає не лише як регулятор, а як активний суб'єкт формування інноваційного попиту, здатний спрямовувати технологічний розвиток у структурно перспективні напрями.

Водночас інновації мають асиметричний вплив залежно від структури економіки та її позиції у міжнародному поділі праці. Як зазначали Зінгер та його послідовники, технологічні зміни у сировинних секторах периферійних економік часто призводять до зниження світових цін і перерозподілу вигод на користь країн-імпортерів, тоді як інновації у високотехнологічних галузях індустріально розвинених країн сприяють зростанню доходів і заробітних плат [7; 299; 309]. Це означає, що сам по собі технологічний прогрес не гарантує зростання добробуту без відповідної структурної позиції економіки.

Кількісні оцінки підтверджують визначальну роль технологічного прогресу. М. Абрамовіц показав, що більша частина зростання продуктивності не пояснюється накопиченням праці та капіталу, а припадає на «залишковий фактор», який інтерпретується як результат технологічних змін та синергій [310]. Аналогічних висновків дійшла модель Солоу–Свана, згідно з якою за відсутності технічного прогресу економіка вичерпує потенціал довгострокового зростання [2; 311].

Інституційний вимір інноваційного розвитку систематизовано в концепції національних інноваційних систем, де наголошується на ролі координації між

державою, промисловістю та науково-освітнім сектором [312]. Саме така координація визначає здатність економіки перетворювати інновації на стійкі джерела ренти та довгострокового зростання. За відсутності відповідних інститутів навіть запозичення сучасних технологій не забезпечує структурного прориву.

З позицій австрійської школи ринок розглядається як динамічний процес відкриття, у центрі якого перебуває підприємець, що діє в умовах невизначеності та реагує на ринкові диспропорції [256; 257]. Інновації в цьому контексті виступають інвестиціями з відкладеним ефектом, які трансформують структуру виробництва у часі та формують нові ланцюги доданої вартості.

Таким чином, основна частина довгострокового економічного зростання генерується у високотехнологічних секторах зі зростаючою віддачею, де інновації, підкріплені державним попитом і відповідними інституційними умовами, створюють передумови для формування стійкої економічної ренти. Ефективність цього процесу визначається не лише наявністю капіталу чи підприємницької ініціативи, а й якістю стратегічних рішень держави та економічних еліт, що спрямовують інноваційний потенціал у структурно перспективні напрями.

Механізми економічного зростання, структура виробництва та характер конкуренції змінюються разом із переходом від однієї технологічної епохи до іншої. Кожна технологічна доба характеризується специфічним поєднанням провідних галузей, типів інновацій і джерел економічної ренти, що визначають довгострокову динаміку розвитку національних економік. Перехід між такими епохами супроводжується глибокими структурними зрушеннями, перерозподілом капіталу та зміною ролі окремих секторів у формуванні національного багатства [7; 313-316].

Зміна домінуючих технологічних епох супроводжується трансформацією структури виробництва, характеру зайнятості та джерел економічної ренти, однак перехід між такими епохами не є автоматичним і значною мірою залежить від інституційної спроможності економіки. Узагальнену

характеристику ключових технологічних епох та їхніх структурних наслідків наведено в додатку Ж.5.

Історичний досвід свідчить, що економіки, які зуміли інтегрувати галузі, характерні для актуальної технологічної доби, отримували доступ до джерел зростаючої віддачі та формували стійку економічну ренту. Натомість країни, що зберігали спеціалізацію на видах діяльності попередніх технологічних укладів, стикалися з обмеженнями у зростанні продуктивності та ризиком довгострокової стагнації [7; 315]. Водночас перехід до нової технологічної епохи не означає автоматичного витіснення старих галузей: у межах більшості економік співіснують різні технологічні уклади, однак саме технологічно складні сектори визначають довгострокову траєкторію розвитку.

Кількісним інструментом оцінювання структурної позиції економіки є підхід економічної складності, відповідно до якого здатність країни виробляти та експортувати технологічно складні товари відображає накопичений обсяг виробничих знань, компетенцій і інституційних можливостей [317]. Індекс економічної складності дозволяє оцінити не лише поточний рівень розвитку, а й потенційні траєкторії структурної трансформації економіки.

Емпіричні дані Atlas of Economic Complexity та платформи OEC свідчать про збереження структурної інерційності економіки України, що проявляється у домінуванні галузей з низькою технологічною складністю та обмеженим експортним потенціалом [317-319]. Відсутність істотного зростання економічної складності упродовж тривалого періоду вказує на обмежені можливості переходу до видів діяльності зі зростаючою віддачею.

Важливою характеристикою галузевої структури є її стійкість до зовнішніх шоків та здатність підтримувати інвестиційну активність у кризових умовах. Як показано у прикладних дослідженнях, галузі, що поєднують вищу технологічну складність із диверсифікованим попитом і глибшими виробничими ланцюгами, демонструють вищу адаптивність і меншу циклічну вразливість порівняно з сировинними та низькотехнологічними секторами [284]. Це додатково підтверджує, що структурна інерційність економіки

обмежує не лише темпи зростання, а й її здатність до відновлення та мобілізації інвестиційних ресурсів, у тому числі через фондовий ринок.

Водночас можливі переходи між галузями не є довільними. Згідно з підходом «продуктового простору», країни здатні освоювати нові види діяльності лише за наявності суміжних виробничих можливостей, технологічних компетенцій і людського капіталу [317]. За вузької або сировинної спеціалізації кількість доступних переходів істотно обмежується, що посилює ефект структурної інерції та ускладнює реалізацію активної індустріальної політики.

У цьому контексті навіть зростання обсягів інвестицій не гарантує структурного прориву, якщо вони спрямовуються у галузі, не пов’язані з формуванням нових технологічних компетенцій. За відсутності структурно перспективних секторів фінансові ресурси мають тенденцію концентруватися у рентно-вичерпних або спекулятивних видах діяльності, що обмежує можливості фондового ринку виконувати функцію механізму структурної трансформації економіки.

Таким чином, технологічна позиція національної економіки та рівень її економічної складності виступають ключовими обмеженнями реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Подолання структурної інерційності потребує не лише інвестицій, а й цілеспрямованих інституційних рішень, здатних сформувати нові виробничі можливості та забезпечити перехід до видів діяльності зі зростаючою віддачею.

Одним із ключових інструментів аналізу структурної динаміки економіки є концепція життєвого циклу товарів і галузей, відповідно до якої виробництво проходить послідовні фази становлення, зростання, зрілості та спаду [320-323]. На ранніх стадіях життєвого циклу виробництво характеризується високою технологічною складністю, значним інноваційним потенціалом і здатністю формувати зростаючу віддачу, що створює передумови для підвищення продуктивності праці та доходів. У міру стандартизації продукції та дифузії

технологій виробництво переміщується до економік з нижчими витратами праці, а потенціал формування доданої вартості поступово знижується.

З позицій політичної економії життєвий цикл галузей безпосередньо пов'язаний із розподілом економічної ренти між країнами. Економіки, що спеціалізуються на виробництві товарів ранніх стадій життєвого циклу, отримують основну частину технологічної та організаційної ренти, тоді як країни, залучені до виробництва стандартизованої продукції пізніх стадій, змушені конкурувати переважно за рахунок зниження витрат, що обмежує зростання заробітних плат і добробуту населення [7; 320].

Важливим доповненням до цієї логіки є аналіз продуктивності праці як функції структури виробництва. Як показано в працях Е. Райнерта, у високотехнологічних і капіталомістких галузях крива продуктивності має майже вертикальний характер, що означає значне зростання випуску за відносно незначного приросту витрат праці. Натомість у трудомістких секторах зі спадною віддачею зростання виробництва супроводжується пропорційним або навіть випереджальним зростанням витрат, що обмежує потенціал підвищення доданої вартості [7].

Можливість переходу економіки від пізніх до ранніх стадій життєвого циклу не є автоматичною і залежить від інституційних та структурних умов. Згідно з концепцією національних інноваційних систем, здатність економіки засвоювати, вдосконалювати та комерціалізувати технології визначається рівнем координації між державою, промисловістю та науково-освітнім сектором [312]. За відсутності такої координації навіть перенесення виробництв не призводить до накопичення технологічних компетенцій і не змінює структурну позицію економіки.

Ці обмеження деталізуються в підході економічної складності та «продуктового простору», відповідно до якого країни можуть розширювати виробничу структуру лише в напрямках, суміжних до наявних компетенцій [317]. Це означає, що спеціалізація на галузях пізніх стадій життєвого циклу

істотно звужує спектр можливих структурних переходів і підсилює ефект інерційності розвитку.

У такому контексті навіть значні інвестиційні потоки не забезпечують довгострокового економічного зростання, якщо вони спрямовуються у галузі з обмеженим потенціалом зростаючої віддачі. Інвестиції у виробництва пізніх стадій життєвого циклу можуть тимчасово підтримувати зайнятість і експорт, однак не створюють стійкого попиту на інноваційний капітал і не формують нових джерел економічної ренти. Це зумовлює обмежену роль фондового ринку, який за таких умов переважно обслуговує перерозподіл ресурсів у межах наявної структури, а не її трансформацію.

Таким чином, життєвий цикл галузей і товарів виступає важливим аналітичним інструментом пояснення структурних меж економічного зростання. Реалізація економічного потенціалу фондового ринку вимагає не лише наявності інвестиційних ресурсів, а й цілеспрямованого формування таких секторів економіки, які перебувають на ранніх або середніх стадіях життєвого циклу та здатні забезпечувати зростаючу віддачу, інноваційний попит і формування економічної ренти.

У межах концепції життєвого циклу галузей і товарів динаміка добробуту безпосередньо залежить від того, на яких стадіях життєвого циклу зосереджена структура національного виробництва. Економіки, що спеціалізуються на видах діяльності ранніх і середніх стадій життєвого циклу, отримують доступ до зростаючої віддачі, технологічної та організаційної ренти, що створює передумови для підвищення продуктивності праці та сталого зростання реальних доходів населення [7; 320]. Натомість домінування галузей пізніх стадій життєвого циклу обмежує потенціал формування доданої вартості та звужує можливості зростання добробуту.

Емпіричні оцінки економічної складності свідчать про те, що впродовж тривалого періоду структура економіки України еволюціонувала у напрямі збереження та відтворення спеціалізації на видах діяльності з низькою технологічною складністю та обмеженим експортним потенціалом [318; 324].

Така спеціалізація відповідає товарам і галузям завершальних стадій життєвого циклу, для яких характерні низькі темпи зростання продуктивності та мінімальні можливості формування економічної ренти. Ілюстративні матеріали щодо динаміки індексу економічної складності України наведено в додатках Ж.7-Ж.9.

За цих умов зростання виробництва не трансформується у пропорційне зростання реальних доходів і стандартів життя. Обмежений приріст доданої вартості стримує формування платоспроможного попиту з боку домогосподарств, що, у свою чергу, звужує базу внутрішніх заощаджень та можливості масового інвестування. Водночас підприємства, які функціонують у секторах пізніх стадій життєвого циклу, мають обмежений інноваційний потенціал і не формують інвестиційних проєктів, здатних зацікавити довгостроковий капітал, орієнтований на отримання ренти [7; 317].

У результаті формується замкнений цикл: структурна орієнтація економіки на низькотехнологічні та зрілі галузі → обмежене зростання продуктивності → стагнація добробуту → дефіцит внутрішніх інвестиційних ресурсів → звуження попиту на фінансові інструменти. За таких умов фондовий ринок не може виконувати функцію акумуляції та перерозподілу довгострокового капіталу, оскільки відсутні як достатні заощадження з боку населення, так і критична маса підприємств, готових до емісії фінансових інструментів, привабливих для великого капіталу.

Таким чином, структурна позиція економіки в межах життєвого циклу галузей виступає фундаментальним обмеженням запуску циклу зростання добробуту та реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

Відповідно, розвиток галузей, що перебувають на ранніх і середніх стадіях життєвого циклу та характеризуються високою технологічною складністю, створює мультиплікативний ефект для всієї економіки. Передусім це проявляється у зростанні продуктивності праці та підвищенні рівня заробітної плати не лише в самих високотехнологічних секторах, а й у суміжних видах економічної діяльності. У результаті формується розширений

внутрішній попит, зростають доходи домогосподарств і обсяги заощаджень, що закладає основу для відтворення циклу зростання стандартів життя та добробуту [324-326].

На відміну від галузей завершальних стадій життєвого циклу, де підвищення витрат компенсується зростанням цін без відповідного приросту продуктивності, високотехнологічні виробництва формують додану вартість за рахунок інновацій, організаційних ефектів і зростаючої віддачі. Саме тому вони створюють простір для сталого підвищення добробуту без інфляційного тиску, характерного для секторів із низькою динамікою продуктивності [7; 327].

У цьому циклі фондовий ринок відіграє допоміжну, але принципово важливу роль. Його функція полягає не в автономному генеруванні економічного зростання, а в прискоренні перерозподілу капіталу з низькопродуктивних і рентно-вичерпних видів діяльності до нових високотехнологічних виробництв і складних послуг. Завдяки механізмам емісії та обігу цінних паперів фондовий ринок здатен скорочувати часові лаги між виникненням інвестиційних можливостей, їх фінансуванням і реалізацією у вигляді продуктивних активів, підсилюючи ефект структурної трансформації економіки [317; 326].

Водночас економічний потенціал фондового ринку не є самодостатнім. Він реалізується лише за наявності відповідної структурної, інноваційної та промислової політики держави, спрямованої на формування галузей зі зростаючою віддачею та створення умов для виникнення економічної ренти. За відсутності таких передумов фінансові інструменти обслуговують переважно перерозподіл ресурсів у межах наявної структури виробництва, не запускаючи повноцінного циклу зростання добробуту [7; 325].

Разом з тим сучасна світова економіка характеризується тенденціями, що ускладнюють рівномірне відтворення такого циклу. Фрагментація виробничих процесів і формування глобальних ланцюгів доданої вартості призводять до розриву між місцем створення інновацій та місцем розміщення виробництва, що обмежує можливості країн щодо утримання технологічної ренти та

трансформації її у зростання добробуту населення [328]. За таких умов роль державної політики та інституційних рішень у спрямуванні капіталу до структурно перспективних видів діяльності набуває вирішального значення.

Поточна економічна політика держави значною мірою спрямована на підтримку функціонування та відновлення наявної структури виробництва, що є об'єктивно зумовленим короткостроковими викликами макроекономічної стабільності та безпеки. Пріоритети бюджетної, інвестиційної та промислової політики зосереджуються переважно на традиційних секторах економіки, які забезпечують зайнятість, валютні надходження та базову виробничу спроможність, але водночас належать до галузей зрілих або завершальних стадій життєвого циклу (дані офіційної статистики України; узагальнення за матеріалами, наведеними в розділі 2.2).

Такий підхід дозволяє пом'якшувати короткострокові соціально-економічні наслідки кризових шоків, однак має обмежену здатність формувати довгострокові джерела зростання добробуту. Інвестиції та державні стимули, спрямовані у галузі з низькою технологічною складністю, не створюють умов для накопичення економічної ренти та не запускають механізми зростаючої віддачі. Як наслідок, підтримка наявної структури виробництва консервує траєкторію розвитку, що обмежує потенціал підвищення продуктивності праці та реальних доходів населення [7].

З позицій теорії структурної трансформації, державна політика, орієнтована виключно на підтримку «старих» галузей, не формує передумов для переходу економіки до ранніх і середніх стадій життєвого циклу, де можливе поєднання інновацій, зростаючої віддачі та підвищення добробуту [312; 320]. У результаті фондовий ринок за таких умов виконує допоміжну функцію перерозподілу ресурсів у межах наявної економічної структури, а не стає інструментом її модернізації.

Отже, поточна конфігурація державної економічної політики, попри її тактичну доцільність, не створює достатніх передумов для формування сталого циклу зростання добробуту та розширення бази фондового ринку, оскільки

вона відтворює наявну структуру виробництва без формування галузей зі зростаючою віддачею та стійкої економічної ренти. Перехід до якісно іншої моделі розвитку потребує зміни акцентів державної політики у напрямі створення умов для розвитку галузей зі зростаючою віддачею, що, у свою чергу, можливе лише за наявності спроможних інститутів, стратегічно орієнтованих еліт і економічно активного населення.

Розширену інтерпретацію циклу зростання добробуту з урахуванням ролі держави як агента перерозподілу доходів і формування інституційних передумов розвитку наведено в додатку Ж.10. Запропонована нижче схема (рис. 3.8) узагальнює викладену вище логіку, зокрема роль державної спроможності у формуванні зростаючої віддачі та економічної ренти як передумови реалізації економічного потенціалу фондового ринку:

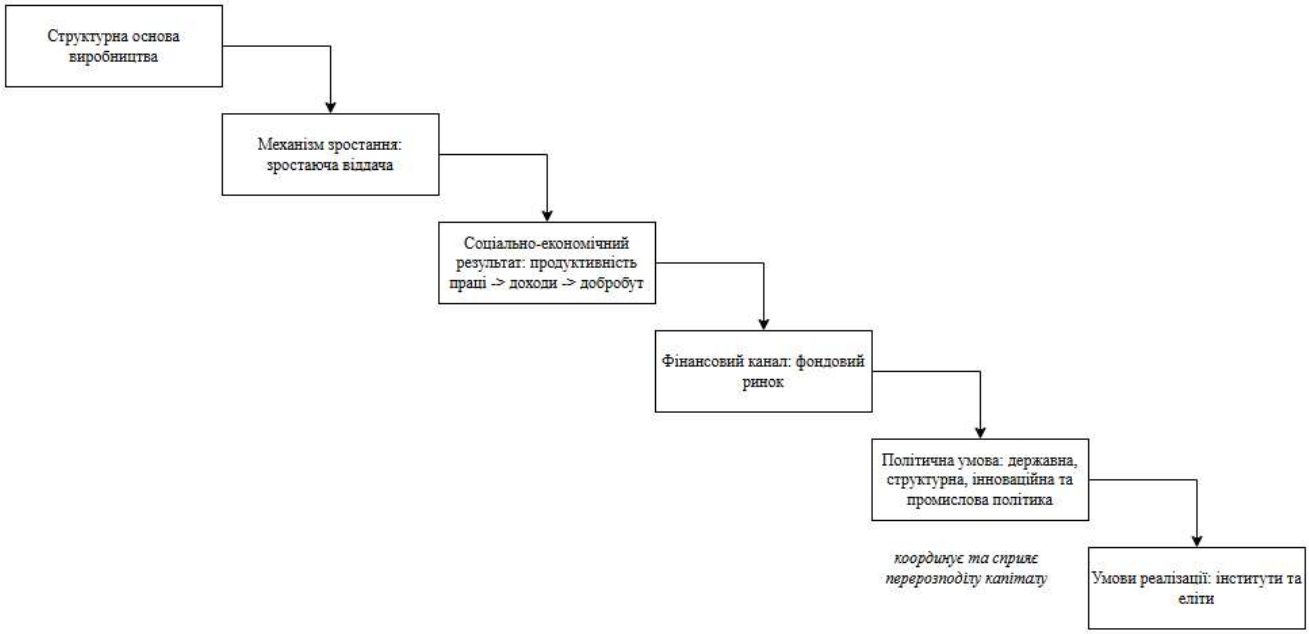


Рис. 3.8. Логіка реалізації економічного потенціалу фондового ринку в структурі національної економіки.

Джерело: сформовано автором.

Як показано на схемі, ключовою передумовою формування сталого циклу зростання добробуту є структура національного виробництва та її позиція в межах життєвого циклу галузей. Саме вона визначає можливості виникнення

зростаючої віддачі, інновацій та економічної ренти, що трансформуються у підвищення продуктивності праці, доходів і заощаджень населення. Фондовий ринок у цьому контексті виконує функцію фінансового каналу прискореного перерозподілу капіталу, тоді як реалізація його потенціалу залежить від якості державної політики, інституцій та стратегічних рішень економічних еліт.

За умов обмеженої ефективності традиційних інструментів пільгового кредитування реалізація стратегій структурної трансформації потребує використання ширшого спектра фінансових механізмів довгострокового фінансування. У цьому контексті інституції розвитку, зокрема банки розвитку, можуть поєднуватися з інструментами фондового ринку, насамперед довгостроковими борговими цінними паперами, що дозволяє акумулювати приватний капітал для фінансування інвестиційних проєктів у продуктивному секторі економіки.

Інноваційне підприємництво формує структурно зумовлений попит на довгостроковий капітал, який не може бути повністю задоволений за рахунок державних фінансових ресурсів. За таких умов фондовий ринок виступає ключовим механізмом залучення та перерозподілу приватних заощаджень, забезпечуючи доступ підприємств до публічного капіталу через інструменти акціонерного та боргового фінансування. Формування регуляторного середовища, сприятливого для первинних публічних розміщень, випуску облігацій та розвитку венчурної інфраструктури, створює передумови для інтеграції фондового ринку з інноваційною екосистемою.

За умов недостатньої інвестиційної активності приватного сектору держава може виконувати функцію ініціатора інноваційних проєктів, формуючи сигнали для залучення приватного капіталу та розподілу ризиків. У цьому контексті використання біржових пайових інструментів сприяє залученню широких верств населення до процесів довгострокового інвестування та підвищує суспільну підтримку структурних перетворень.

Розміщення цінних паперів підприємств аграрного та обробного секторів на національних фондових біржах створює додаткові можливості для

диверсифікації джерел фінансування, розширення участі населення в економічному розвитку та зміцнення внутрішнього фінансового ринку. Таким чином, фондовий ринок виступає інституційною ланкою, що поєднує заощадження домогосподарств із процесами структурної трансформації виробництва.

Узагальнення напрацювань низки дослідників, присвячених аналізу стратегій структурної трансформації та індустріалізації [190-192; 308; 329-331], а також сучасних концептуальних підходів до ролі держави в економічному розвитку [6], дозволяє окреслити спільні риси економічної політики, що лежали в основі успішних моделей так званої «держави розвитку». Йдеться не про окремі інструменти, а про комплексну конфігурацію інституційних рішень, спрямованих на формування галузей зі зростаючою віддачею, розширення внутрішнього ринку та ускладнення виробничої структури.

Історичний досвід свідчить, що такі стратегії поєднували розвиток інститутів інноваційної економіки, селективну державну підтримку промислових секторів, кероване залучення іноземних компаній у пріоритетні галузі, обмеження сировинної спеціалізації та поетапну лібералізацію торгівлі після досягнення певного рівня індустріалізації. Важливою складовою цих підходів було також стимулювання різноманіття видів економічної діяльності, максимізація поділу праці та зайнятості, а також формування платоспроможного внутрішнього ринку як бази для стійкого зростання.

Застосування таких конфігурацій економічної політики в різних історичних і національних контекстах сприяло прискоренню економічного зростання, зниженню безробіття, покращенню платіжного балансу та формуванню більш складної й стійкої виробничої структури. Водночас сам по собі перелік інструментів не гарантував успіху: вирішальне значення мали якість інститутів, здатність держави до координації політик і стратегічна спроможність економічних еліт. Саме ці чинники визначали, чи перетворювалася «держава розвитку» на ефективний механізм структурної трансформації, чи залишалася набором формальних декларацій.

Оскільки політичні рішення значною мірою визначаються економічною доктриною, якої дотримується правляча еліта, вибір теоретичних підходів до економічної політики залежить від конфігурації влади та характеристик домінуючих інтересів. Водночас якість правлячої еліти формується під впливом формальних і неформальних інститутів, а також рівня їх інклюзивності, що визначає спроможність держави до реалізації довгострокових стратегічних рішень. У цьому контексті виникає необхідність аналізу стану ключових інститутів України та їх здатності забезпечувати ефективне впровадження узагальнених напрямів економічної політики, окреслених у попередньому підрозділі. Відповідно, доцільним є формування таких варіантів реалізації політик, які були б сумісні з наявним інституційним середовищем і водночас економічно результативними.

Незалежно від конкретної політичної конфігурації, економічний розвиток країни в довгостроковому періоді визначається структурою домінуючих видів економічної діяльності та можливістю формування галузей зі зростаючою віддачею, широким поділом праці, динамічною недосконалою конкуренцією та наявністю вікон для інновацій. Таким чином, ключовим обмеженням реалізації економічного потенціалу фондового ринку є не лише поведінка ринкових агентів, а й якість інституційних рішень і стратегій економічних еліт, які визначають напрями структурної трансформації виробництва.

3.3. Шляхи та механізми реалізації економічного потенціалу фондового ринку з урахуванням впливу культурних та інституційних особливостей України

У межах сучасної економічної теорії економіка розглядається як соціальна (суспільна) наука, що вивчає взаємодію людей у процесі розподілу обмежених ресурсів для задоволення необмежених потреб. Діяльність економічних агентів, пов’язана з розподілом ресурсів та їх перетворенням у

відповідні блага, впорядковується через систему формальних і неформальних інститутів. Відповідно, економічний розвиток країни визначається не лише обсягом наявних ресурсів, а й інституційно-культурним середовищем, у межах якого формуються стимули економічних агентів та реалізується потенціал ключових інститутів, зокрема фондового ринку. У цьому підрозділі досліджується взаємозв'язок між національним менталітетом, інституційною архітектурою, поведінкою еліт і моделлю суспільного устрою як чинниками, що визначають можливості інклюзивного економічного зростання та обмеження реалізації економічного потенціалу фондового ринку України.

У межах даного дослідження менталітет (національна культура) розглядається як сукупність стійких поведінкових моделей, що визначають типові способи взаємодії економічних агентів та відтворюються автоматично відповідно до усталених соціальних норм. Його структура охоплює базові поведінкові підвалини, домінантні цінності та переконання, а також норми допустимої та бажаної поведінки, які формуються під впливом історичних умов розвитку, соціального середовища та формальних інститутів і змінюються з різною швидкістю [64; 332-339]. Саме через ці елементи менталітет опосередковано впливає на економічну поведінку населення, не будучи самостійним чинником економічної динаміки.

Ключовим економічним каналом впливу ментальних установок є формування рівня довіри до формальних інститутів, готовності до участі у складних фінансових взаємодіях, сприйняття ризику та горизонту економічного планування. Узгодженість домінантних цінностей населення з інституційним середовищем визначає ефективність соціалізації економічних агентів, тоді як їх розбіжність сприяє поширенню неформальних практик координації та зниженню довіри до формальних правил гри [335; 338-342]. Ці характеристики є критично важливими для функціонування фондового ринку як інклюзивного механізму мобілізації та перерозподілу капіталу.

Менталітет впливає на економічний розвиток також через формування або обмеження економічної агентності населення, під якою розуміється

здатність домогосподарств і підприємців ініціювати структурні зміни, брати на себе підприємницький ризик, інвестувати в людський капітал та адаптуватися до технологічних зрушень. Реалізація економічного потенціалу фондового ринку та державних програм розвитку передбачає наявність критичної маси економічних агентів, здатних до автономних рішень і довгострокового планування, що узгоджується з положеннями інституційної теорії розвитку та теорії інклюзивних інститутів [169; 232; 343].

За умов домінування патерналістських установок, низької схильності до ризику та переважання стратегій економічного виживання економічна агентність населення залишається обмеженою. Значна частина домогосподарств орієнтується на короткострокове відтворення доходу, що знижує готовність до інвестування у складні види діяльності, підприємництво та професійну мобільність. У таких умовах навіть інституційно коректно спроєктовані політики розвитку втрачають ефективність, оскільки відсутній соціальний суб’єкт, здатний реалізувати їх на мікроекономічному рівні [335; 338; 339].

Особливо чутливими до рівня економічної агентності є знаннєво-інтенсивні та технологічні галузі, функціонування яких ґрунтується на постійному обміні знаннями, горизонтальних комунікаціях і неформальних професійних мережах. За умов економічної маргіналізації значної частини населення відтворення таких комунікаційних середовищ ускладнюється, що обмежує масштабування високотехнологічних секторів навіть за наявності інвестиційних ресурсів і державної підтримки [8; 344-347].

Таким чином, менталітет формує глибинні обмеження економічної агентності населення, які транслюються у знижену здатність суспільства підтримувати процеси структурної трансформації. За відсутності достатньої критичної маси активних економічних агентів інституційні зміни набувають декларативного характеру, а інклюзивні економічні інститути, включно з фондовим ринком, не можуть повною мірою виконувати свої функції мобілізації та ефективного перерозподілу капіталу. Це зумовлює необхідність

подальшого аналізу ролі інститутів та еліт у закріпленні або подоланні відповідних структурних обмежень економічного розвитку.

У сучасній інституційній економіці інститути розглядаються як система формальних і неформальних правил, що визначають стимули економічних агентів, характер доступу до ресурсів та способи розподілу економічної і політичної влади. У межах даного дослідження інститути трактуються не як абстрактні норми, а як механізми суспільного вибору, через які закріплюється певна траєкторія економічного розвитку та відтворюється домінуюча структура виробництва [169; 232; 343; 346].

Узагальнюючи підходи дослідників, інституційна система визначає не лише рівень економічної ефективності, а й характер довгострокової спеціалізації економіки (додаток Л.10). Інститути фіксують вигідні для домінуючих груп способи привласнення доходів і формують стимули до інвестицій саме в ті види діяльності, які забезпечують відтворення наявного балансу влади та ресурсів. У цьому сенсі інститути виступають механізмом стабілізації існуючої економічної структури, а не автоматичним джерелом структурних змін.

Використовуючи концептуальний поділ інститутів на інклюзивні та екстрактивні, доцільно зазначити, що інклюзивні економічні інститути забезпечують захист прав власності, рівний доступ до ринків, освіти та конкуренції, створюючи стимули до підприємництва, інновацій і довгострокових інвестицій. Натомість екстрактивні інститути концентрують економічні можливості та політичний вплив у руках обмежених груп, обмежують конкуренцію та підтримують рентні механізми розподілу доходів, що стримує структурне оновлення економіки [232].

Водночас ефективність інститутів не є автономною від соціального середовища, в якому вони функціонують. Як було показано вище, за умов обмеженої економічної агентності населення та домінування патерналістських установок інститути втрачають здатність виконувати інклюзивні функції навіть за формально коректного дизайну. У таких умовах правила гри не стимулюють

ризик, інновації та довгострокове планування, а, навпаки, закріплюють короткі горизонти прийняття рішень і орієнтацію на перерозподіл уже створеної вартості.

Інституційна система також тісно пов’язана зі структурою виробництва. Як зазначав М. Абрамовіц, інститути створюють умови для економічного зростання, однак самі по собі не породжують структурних трансформацій [310]. Е. Райнерт, у свою чергу, наголошував, що інститути здатні ефективно підтримувати лише ті види економічної діяльності, які вже домінують у національній економіці. За умов сировинної або низькотехнологічної спеціалізації інституційна система, навіть будучи стабільною, відтворює відповідні обмеження та не створює стимулів для розвитку знаннєво-інтенсивних секторів [7].

Емпірична динаміка економічного розвитку України підтверджує цю логіку. Попри тривалі демографічні втрати та скорочення чисельності населення, не відбулося переходу до стійкої траєкторії зростання ВВП на душу населення, а розрив із країнами Центрально-Східної Європи, зокрема Польщею, зберігався або поглиблювався. Це свідчить про інституційний, а не демографічний характер обмежень економічного розвитку та про невідповідність між інституційною архітектурою, економічною політикою і довгостроковими викликами структурної трансформації.

Згідно з теорією суспільного вибору, економічна політика є результатом політичних рішень, які відображають інтереси та коаліції учасників політичного процесу. Відповідно, політичні інститути визначають тип економічних інститутів і характер стимулів, що формуються в економіці [348; 349]. За відсутності політичної економії, здатної підтримувати довгострокові стратегії розвитку, інституційна система тяжіє до підтримки короткострокових рентних переваг і відтворення екстрактивної моделі зростання.

Таким чином, інститути виступають ключовим механізмом фіксації економічної траєкторії розвитку, транслюючи ментальні установки та обмежену економічну агентність у стійкі правила гри. За таких умов аналіз

інституційної якості неминуче переходить у площину дослідження еліт, які формують, підтримують і відтворюють відповідну інституційну архітектуру, що зумовлює подальший фокус дослідження на їхній ролі в економічному розвитку та реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

Економічний розвиток і стабільність сучасної держави значною мірою визначаються не лише формальним дизайном інститутів, а й соціальними групами, які фактично контролюють процеси прийняття політичних і економічних рішень. У цьому контексті еліти розглядаються як відносно вузькі, але впливові групи, що концентрують політичну владу, економічні ресурси, організаційні можливості та експертні знання, забезпечуючи формування, підтримку й відтворення інституційної архітектури суспільства.

У класичних теоріях еліт, представлених у працях В. Парето, Г. Моски та Р. Міхельса, наголошується на неминучості концентрації влади та схильності еліт до самовідтворення через контроль над організаціями та інститутами [350-352]. Подальший розвиток цієї логіки в роботах Ч. Міллса та Т. Дая підкреслює взаємопроникнення політичних, економічних і бюрократичних еліт у сучасних державах, що знижує ефективність формальних механізмів демократичного контролю [353; 354]. Узагальнення відповідних підходів наведено в додатку Л.1. Водночас у межах даного дослідження зазначені концепції використовуються не як самодостатній теоретичний огляд, а як аналітичне підґрунтя для пояснення сучасної інституційної конфігурації.

З позицій інституційної теорії розвитку еліти та інститути перебувають у взаємопідсилювальному зв’язку. Політичні інститути визначають доступ до владних ресурсів, що дозволяє елітам формувати економічні інститути відповідно до власних інтересів. Екстрактивні економічні інститути, своєю чергою, забезпечують концентрацію доходів і активів, зміцнюючи політичне домінування цих груп. Така замкнена петля зворотного зв’язку відповідає логіці «залізного закону олігархії» та концепції суспільств обмеженого доступу [232; 343; 346; 352].

Українська конфігурація еліт сформувалася в умовах інституційної спадковості радянської системи управління, трансформаційного шоку 1990-х років та неповної модернізації формальних інститутів. Значна частина економічних і політичних еліт походить із управлінських, промислових і бюрократичних структур попередньої системи, що зумовило низький рівень циркуляції еліт і збереження персоналізованих механізмів контролю над ресурсами. Це узгоджується як з класичними уявленнями про самовідтворення еліт, так і з емпіричними спостереженнями щодо постсоціалістичних суспільств [352; 353; 355-357].

Склад українських еліт охоплює представників політичної влади, великого бізнесу, силових структур та експертно-адміністративних кіл, між якими сформувалися стійкі мережі взаємного обміну ресурсами та впливом. За таких умов формальні демократичні процедури часто виконують радше легітимаційну, ніж обмежувальну функцію, тоді як ключові економічні рішення приймаються в межах закритих коаліцій. Це сприяє відтворенню екстрактивної інституційної моделі, орієнтованої на перерозподіл ренти, а не на підтримку довгострокових структурних трансформацій [354; 355].

Особливістю екстрактивної поведінки еліт є їхня обмежена зацікавленість у розвитку інклюзивних інститутів, які розширюють конкуренцію та знижують бар’єри доступу до економічних можливостей. Такі інститути підвищують невизначеність і зменшують контроль над процесами привласнення доходів, що суперечить інтересам груп, інтегрованих у чинну систему розподілу влади та ресурсів. У цьому контексті фондовий ринок, за своєю економічною природою, виступає інклюзивним інститутом, оскільки ґрунтується на прозорості, конкуренції та широкому доступі до фінансових ресурсів. Відповідно, за умов домінування екстрактивних еліт його повноцінний розвиток та реалізація економічного потенціалу є обмеженими.

Варто також враховувати, що поведінкові установки еліт формуються не лише в межах формальних інститутів, а й під впливом ментальних моделей і соціальних середовищ, до яких вони належать. За відсутності суспільного

запиту на інклюзивні правила гри та за низького рівня економічної агентності населення еліти не зазнають достатнього тиску щодо зміни інституційної конфігурації. У результаті екстрактивна модель розвитку відтворюється навіть за наявності формальних реформ і декларативних змін у нормативно-правовій базі.

Таким чином, еліти виступають ключовими носіями та бенефіціарами інституційної архітектури, визначаючи характер економічних стимулів і межі реалізації інклюзивних механізмів розвитку. Саме через поведінку еліт інститути транслюють ментальні установки та обмежену агентність у стійкі правила гри, що зумовлює необхідність подальшого аналізу суспільного устрою як результату взаємодії інститутів і домінуючих соціальних груп.

У межах сучасної інституційної теорії суспільний устрій розглядається як результат тривалої взаємодії інститутів, еліт і домінуючих моделей економічної поведінки. Узагальнюючи підходи Д. Аджемоглу та Дж. Робінсона, а також Д. Норта, Дж. Волліса і Б. Вайнгаста, суспільні устрої доцільно інтерпретувати через інтегровану типологію, що поєднує політичний вимір інклюзивності з економічним режимом доступу до ресурсів [232; 346].

У цій логіці інклюзивні суспільні устрої характеризуються відкритим доступом до політичної участі та економічної діяльності, високим рівнем конкуренції, захистом прав власності та здатністю інститутів підтримувати структурні трансформації. Натомість екстрактивні або устрої обмеженого доступу ґрунтуються на концентрації влади та ресурсів у руках вузького кола еліт, персоналізованих механізмах прийняття рішень і вибірковому застосуванні формальних правил. За таких умов економічна активність орієнтується переважно на рентне привласнення, а не на інновації та довгострокові інвестиції. Така конфігурація узгоджується з теорією розподільчих коаліцій М. Олсона, відповідно до якої з часом організовані групи інтересів у суспільствах обмеженого доступу блокують інституційні зміни та переорієнтовують економічну активність на рентне привласнення, що підриває довгострокову динаміку зростання [358].

Сучасний суспільний устрій України може бути охарактеризований як форма капіталізму з обмеженим доступом, у межах якої формальні демократичні інститути співіснують із неформальними практиками контролю над ключовими економічними та політичними ресурсами. Така конфігурація є результатом історичної інституційної спадковості, трансформації радянських управлінських структур та неповної модернізації механізмів стримування влади після здобуття незалежності. Висока інерційність інституційних форм у поєднанні з низькою циркуляцією еліт сприяє відтворенню екстрактивних механізмів навіть за умов формального оновлення правил гри [232; 352].

Для суспільств обмеженого доступу характерним є формування вибіркових стимулів до інвестування, які діють насамперед для груп, інтегрованих у владно-економічні мережі. Такі інвестиції, як правило, мають рентний або квазірентний характер і не забезпечують формування стійкого циклу економічного розвитку. Водночас обмеження доступу до економічних можливостей знижує мотивацію широких верств населення до довгострокових заощаджень, підприємництва та інвестування в людський капітал, що посилює структурну стагнацію економіки.

Важливою характеристикою екстрактивних суспільних устроїв є їхня внутрішня нестабільність. Як зазначають Д. Аджемоглу та Дж. Робінсон, концентрація влади й багатства підвищує ризики соціальних конфліктів і політичних криз, тоді як економічне зростання в межах таких систем має крихкий і нестійкий характер. Відсутність інклюзивних механізмів розподілу результатів зростання підриває легітимність інститутів і ускладнює формування довгострокового суспільного консенсусу [232; 343].

Інтегрована взаємодія менталітету, інститутів, еліт і економічної структури може бути представлена у вигляді інституційно-культурної матриці економічного розвитку (рис. 3.9). У межах цієї матриці ментальні установки визначають домінантні способи соціальної та економічної взаємодії; інститути фіксують ці установки у формальних і неформальних правилах; еліти, контролюючи ключові інститути, відтворюють відповідну модель доступу до

ресурсів; економічна структура, своєю чергою, закріплює або підважує наявну інституційну конфігурацію.

Рис. 3.9. Інституційно-культурна матриця економічного розвитку.

Джерело: розроблено автором.

У кожний момент часу узгодженість елементів цієї матриці є необхідною умовою економічного розвитку. Тривала невідповідність між ментальними моделями, інституційною архітектурою, характером еліт і структурою виробництва призводить до закріплення неактуальної траєкторії розвитку, зростання ризиків економічної стагнації та деградації соціальної структури. За таких умов реалізація економічного потенціалу фондового ринку, як інклюзивного інституту, залишається обмеженою рамками екстрактивного суспільного устрою.

Подібні викривлення механізмів перерозподілу та розрив між фінансовим розвитком і зростанням суспільного добробуту не є унікальними для національного контексту. Х. Фріланд показує, що концентрація економічної влади та доходів у вузького кола глобальних еліт супроводжується фінансіалізацією економіки, послабленням зв’язку між зростанням вартості активів і доходами більшості населення, а також ерозією інклюзивних інститутів [359]. У межах даного дослідження ці спостереження розглядаються як ілюстративний контекст, що підсилює інтерпретацію ролі еліт у відтворенні екстрактивних суспільних устроїв.

Таким чином, суспільний устрій виступає результатом взаємодії інститутів та еліт, закріплюючи домінуючу модель економічного розвитку. Це зумовлює необхідність подальшого аналізу соціально-економічних передумов інклюзивності та ролі соціального капіталу й суспільного договору у трансформації наявної інституційної рівноваги.

У межах сучасної інституційної економіки стійкість економічного розвитку пов'язується з рівнем інклюзивності політичних і економічних інститутів, що визначають масштаби залучення громадян до процесів прийняття рішень і розподілу ресурсів [232; 343]. Водночас демократичний політичний устрій сам по собі не гарантує ефективного економічного розвитку, оскільки інститути відображають поєднання національної культури, структури виробництва та характеру еліт.

Емпіричні дослідження свідчать, що економіки з переважною ресурсною або низькотехнологічною спеціалізацією характеризуються слабкістю формальних інститутів, високим рівнем рентної поведінки та обмеженою диверсифікацією виробництва, що підвищує ризики соціальної та політичної нестабільності [360]. За таких умов демократія може функціонувати формально, однак не забезпечувати інклюзивного економічного зростання через відсутність широких соціальних груп, зацікавлених у захисті прав власності, довгострокових інвестиціях і стабільності правил гри. Історичні спостереження, починаючи з робіт Гамільтона, вказують на зв'язок між рівнем індустріального розвитку, виробничим потенціалом і здатністю суспільства забезпечувати економічну автономію [308].

Ключову роль у стабілізації інклюзивних інститутів відіграє середній клас, формування якого пов'язане насамперед із розвитком обробної промисловості та секторів складних послуг. Згідно з підходом OECD, до середнього класу належать домогосподарства з доходами в межах 75–200% від медіанного національного доходу [347]. В Україні частка населення, що ідентифікує себе як середній клас, залишається вкрай низькою, що обмежує соціальну базу підтримки інституційних змін.

Як застерігав Е. де Сото, масова бідність у поєднанні з незахищеними правами власності та обмеженим доступом до формальної економіки підвищує ймовірність соціальних конфліктів і знижує ефективність демократичних механізмів [8]. Виходячи з цього, економічну інклюзивність доцільно розглядати як результат взаємодії способу виробництва, соціальної структури та поведінки еліт. Саме така взаємодія формує позитивний зворотний зв'язок між інвестиціями, продуктивністю та інституційною стабільністю.

У зв'язку з цим подальший аналіз доцільно перевести з якісного рівня опису взаємодії інститутів, еліт і соціальної структури на рівень їх кількісної оцінки, що дозволяє емпірично перевірити вплив інституційної поведінки еліт на економічний розвиток.

Отже, на даному етапі дослідження пропонується оцінити вплив еліт на національну економіку через формування інституційної рамки у вигляді узагальненого коефіцієнта, який одночасно відображає міру екстракції доданої вартості з економіки та рівень інклюзивності участі основних груп економічних агентів у її розподілі.

Подібний підхід до кількісного оцінювання ролі еліт у забезпеченні економічного розвитку набуває поширення у сучасних міжнародних дослідженнях. Зокрема, у межах проєкту Elite Quality Index, розробленого Університетом Санкт-Галлена, здійснюється оцінювання внеску еліт у створення суспільної доданої вартості та інституційну якість економічного середовища [361].

Запропонований підхід також узгоджується з положеннями сучасної інституційної економічної теорії, відповідно до яких довгострокова економічна динаміка визначається не лише ресурсними або макроекономічними параметрами, а передусім характером інститутів та поведінкою еліт, що формують правила розподілу економічних вигод у суспільстві [169; 232].

У межах даного дослідження індекс впливу еліт (Ее) сформовано автором як узагальнений кількісний показник інституційної якості, що відображає одночасно рівень інклюзивності внутрішнього розподілу доданої вартості

(Einc) та ступінь екстракції доходів за межі національної економіки (Eext), що дозволяє емпірично перевірити вплив відповідних інституційних характеристик на економічний розвиток шляхом їх формалізації у вигляді інтегрального індексу. Результати розрахунку індексу еліт подано в таблиці 3.7.

Таблиця 3.7

Алгоритм розрахунку індексу еліт (інституційної якості)

№	Параметр
1	*Вплив на інклюзивність розподілу доданої вартості в економіці E_{inc}.* В основу побудови показника інституційної інклюзивності покладено припущення, що характер внутрішнього розподілу доданої вартості відображає ступінь соціальної інклюзивності економічного зростання. Зростання вважається інклюзивним у тому випадку, коли доходи основних груп економічних агентів зростають синхронно та збалансовано, а не тоді, коли переважна частина створеної доданої вартості концентрується в межах окремої групи. Аналітичною основою оцінки виступає розклад валового внутрішнього продукту за доходами [123; 210]: **Y = W + Pr + MI + (T-S) = W + GMPI + (T-S),** (3.9) *де W – оплата праці найманих працівників, GMPI – валовий змішаний дохід і валовий прибуток, (T−S) – чисті податки на виробництво та імпорт.* Інклюзивний характер розподілу доданої вартості проявляється у відносно узгодженій динаміці доходів зазначених груп, тоді як істотна асиметрія їх змін свідчить про екстрактивний характер інституційної взаємодії. Виходячи з цього, рівень інклюзивності оцінюється на основі нормалізованих приростів відповідних компонентів ВВП за доходами. Узагальнений індекс інституційної інклюзивності визначається за формулою: $$E(inc)_t = \frac{\Delta W_t^{norm} + \Delta GMPI_t^{norm} + \Delta(T-S)_t^{norm}}{3}\ ,$$ (3.9) де нормалізовані значення показників обчислюються за методом min–max: $$X_t^{norm} = \frac{X_t - \min(X)}{\max(X) - \min(X)}$$ (3.10) Використання min–max нормалізації в межах даного дослідження обумовлене необхідністю забезпечення порівнянності складових індексу в динаміці, збереження економічної інтерпретованості показників та уникнення домінування окремих компонентів через відмінності в масштабах вимірювання. Зростання значення показника E(inc) свідчить про підвищення рівня інклюзивності розподілу доданої вартості в економіці та, відповідно, про вищу якість інституційного середовища. Розраховане значення параметра подано в таблиці 3.8.

Продовження таблиці 3.7

2	*Вплив на екстрагування доданої вартості з економіки E_{ext}.* Другим компонентом інтегрального показника впливу еліт є оцінка екстрактивності інституційного середовища, яка відображає схильність економічної системи до стійкого відпливу створеної доданої вартості за межі національної економіки. Вихідним припущенням є те, що систематична екстракція первинних доходів з економіки обмежує потенціал внутрішнього нагромадження капіталу та, відповідно, стримує довгострокове економічне зростання. Для кількісної оцінки екстрактивного компонента використовується показник чистого первинного доходу (Net Primary Income, NPI), який у системі національних рахунків охоплює чисті доходи від оплати праці та інвестиційні доходи, отримані або виплачені нерезидентам. Негативне сальдо NPI інтерпретується як прояв відпливу доходів, що є характерною ознакою екстрактивних інституційних режимів. Узагальнений індекс інституційної екстрактивності визначається за формулою: $$E_{ext} = 1 - NPI_t^{norm} \quad (3.11)$$ З метою забезпечення порівнянності показників у динаміці значення NPI нормалізуються за методом min–max (аналогічно до E_{inc}). Зростання значення показника E_{ext} інтерпретується як підвищення рівня екстрактивності інституційного середовища та, відповідно, як зниження його якості. Розраховане значення параметра подано в таблиці 3.9.
3	На цій основі індекс екстрактивності інституційного середовища визначається за формулою: $$E_e = w_1 \times E_{inc} + w_2 \times E_{ext} \quad (3.12)$$ У базовій специфікації індексу приймається припущення про рівність вагових коефіцієнтів ($w_1 = w_2$), що відображає рівнозначну роль інклюзивного та екстрактивного вимірів інституційної поведінки еліт. Такий підхід є свідомим методичним рішенням автора і обумовлений відсутністю теоретично або емпірично обґрунтованих підстав для апріорного пріоритету одного з компонентів, що дозволяє зберегти нейтральність інтегральної оцінки та уникнути нормативного зміщення результатів. Отриманий показник інтерпретується таким чином: чим вищим є його значення, тим більш екстрактивним є інституційне середовище та тим нижчою є його якість з точки зору здатності утримувати створену додану вартість у межах національної економіки. Розраховане значення індексу подано в таблиці 3.10

Джерело: розроблено автором.

Таблиця 3.8

Розраховане значення E_{inc}

Рік	***2014***	***2015***	***2016***	***2017***	***2018***	***2019***	***2020***	***2021***	***2022***	***2023***	***2024***
E_{inc}	0,3433	0,4895	0,4673	0,6166	0,6021	0,5034	0,4178	0,8427	0,3333	0,9584	0,8491

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Таблиця 3.9

Розраховане значення E_{ext}.

Рік	***2014***	***2015***	***2016***	***2017***	***2018***	***2019***	***2020***	***2021***	***2022***	***2023***	***2024***
E_{ext}	0,6995	0,3276	0,5262	0,4775	0,5022	0,4582	0,3447	1	0	0,2538	0,6063

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Таблиця 3.10

Розраховане значення E_e.

Рік	***2014***	***2015***	***2016***	***2017***	***2018***	***2019***	***2020***	***2021***	***2022***	***2023***	***2024***
E_e	0,5214	0,4086	0,4967	0,5470	0,5521	0,4808	0,3813	0,9214	0,1667	0,6061	0,7277

Джерело: побудовано за розрахунками автора

У цьому контексті індекс впливу еліт виступає інструментом кількісної операціоналізації інституційних характеристик економічної системи для їх подальшої емпіричної перевірки.

Отриманий індекс впливу еліт використовується для емпіричної оцінки впливу інституційних чинників на реалізацію економічного потенціалу фондового ринку України в межах регресійного аналізу.

Таблиця 3.11.

Оцінка впливу інституційної якості на ВВП України

№	***Гіпотеза***	***Результат перевірки***
1	(H46) *Індекс еліт значуще впливає на річну зміну ВВП.*	Результати оцінювання регресійної моделі свідчать про статистично значущий вплив індексу еліт на річну зміну валового внутрішнього продукту України. За робастних стандартних похибок Newey–West коефіцієнт при змінній Ее є додатним і статистично значущим, що дозволяє **підтвердити** гіпотезу про наявність інституційного впливу на макроекономічну динаміку.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Оцінювання параметрів відповідної регресійної моделі здійснюється з метою емпіричної перевірки гіпотези щодо наявності статистично значущого інституційного впливу еліт, формалізованого через індекс Ее, на короткострокову динаміку валового внутрішнього продукту України. Результати оцінки відповідної регресійної моделі подано в таблиці 3.11, тоді як

детальний алгоритм побудови та вихідні розрахунки наведено в додатках И.12, И.13.

Отримані результати свідчать про статистично значущий позитивний вплив індексу еліт на короткострокову динаміку ВВП України, що підтверджує наявність інституційного каналу впливу еліт на економічний розвиток. Стійкість оціненого впливу в різних специфікаціях дозволяє розглядати відповідну модель як базову для подальшого прогнозування та оцінки економічного потенціалу фондового ринку.

Наступні кроки аналізу передбачають розширення специфікації моделі шляхом включення інвестиційних показників та макроекономічних мультиплікаторів з метою оцінки їх спільного впливу на динаміку ВВП. Результати оцінки відповідної регресійної моделі подано в таблиці 3.12, тоді як детальний алгоритм побудови та вихідні розрахунки наведено в додатку И.14.

Подальші розрахунки економічного потенціалу фондового ринку та оцінки його впливу на макроекономічну динаміку мають аналітичний сценарний характер і ґрунтуються на отриманих емпіричних оцінках. Такий підхід зумовлений особливостями емпіричних результатів, зокрема відсутністю статистично значущого автономного ефекту інвестицій фондового ринку у базовій специфікації та обмеженістю наявної вибірки.

Серед розглянутих специфікацій модель № 50 обрано як базову для подальшого аналізу з огляду на сукупність її статистичних характеристик. Порівняно з альтернативними моделями вона характеризується вищою пояснювальною здатністю (за скоригованим коефіцієнтом детермінації), загальною статистичною значущістю за F-критерієм та стійкістю оціненого впливу індексу еліт за робастних стандартних похибок, що дозволяє розглядати цю специфікацію як найбільш інформативну в межах досліджуваної вибірки.

Далі на основі моделі № 50 здійснено оцінку та прогнозування економічного потенціалу фондового ринку України. Сценарний характер розрахунків зумовлений використанням альтернативних припущень щодо динаміки мультиплікатора відкритої економіки, тоді як внесок інвестицій,

залучених через фондовий ринок, у зміну ВВП визначається оціненим коефіцієнтом при ΔIsm.

Таблиця 3.12

Оцінка впливу інституційної якості, інвестицій фондового ринку та витратного мультиплікатора на ВВП України

№	*Гіпотеза*	*Результат перевірки*
1	(H47) *Індекс еліт в поєднанні з інвестиціями фондового ринку значуще впливає на річну зміну ВВП.*	Результати оцінювання розширеної регресійної моделі свідчать, що за включення показника інвестицій, залучених через фондовий ринок, оцінений коефіцієнт при цій змінній набуває від'ємного знаку та є статистично незначущим. Така конфігурація результатів не узгоджується з теоретичними очікуваннями щодо впливу інвестиційної активності фондового ринку на економічне зростання та може свідчити про відсутність самостійного короткострокового ефекту відповідного показника або про наявність специфікаційних обмежень моделі. У зв'язку з цим дана специфікація не використовується для подальшого аналізу, а основні висновки дослідження ґрунтуються на альтернативних моделях, які демонструють економічно інтерпретовані та статистично стійкі результати.
2	(H48) *Річна зміна ВВП залежить від індексу еліт, сальдо прямих іноземних інвестицій, мультиплікатора відкритої економіки та інвестицій фондового ринку*	Результати оцінювання регресійної моделі свідчать про часткове підтвердження висунутої гіпотези. За робастних стандартних похибок Newey–West статистично значущий вплив на річну зміну ВВП демонструє індекс еліт, тоді як оцінені коефіцієнти при показниках інвестицій, залучених через фондовий ринок, та сальдо прямих іноземних інвестицій не є статистично значущими.
3	(H49) *Річна зміна валового внутрішнього продукту залежить від індексу еліт, інвестицій, залучених через фондовий ринок, та сальдо прямих іноземних інвестицій.*	Результати оцінювання регресійної моделі свідчать про часткове підтвердження висунутої гіпотези. За робастних стандартних похибок Newey–West статистично значущий вплив на річну зміну ВВП демонструє індекс еліт, тоді як оцінені коефіцієнти при показниках інвестицій, залучених через фондовий ринок, та сальдо прямих іноземних інвестицій не є статистично значущими. Таким чином, у межах розглянутої специфікації саме інституційні характеристики, відображені індексом еліт, виступають ключовою детермінантою короткострокової динаміки ВВП.
4	(H50) *Річна зміна ВВП залежить від індексу еліт та прямих іноземних інвестицій, а також від взаємодії внутрішніх інвестицій із мультиплікатором відкритої економіки.*	Гіпотезу підтверджено частково: за робастних стандартних похибок Newey–West статистично значущий вплив на річну зміну ВВП демонструє індекс еліт; вплив сальдо прямих іноземних інвестицій та взаємодії внутрішніх інвестицій із мультиплікатором відкритої економіки статистично не підтверджено в межах розглянутої специфікації.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Хоча цей коефіцієнт має економічно очікуваний знак, він не є статистично значущим на стандартних рівнях значущості, у зв'язку з чим результати подальших розрахунків інтерпретуються як аналітична сценарна оцінка можливого макроекономічного ефекту за умов активізації інвестиційного каналу фондового ринку в разі усунення інституційних обмежень його функціонування в довшому часовому горизонті або за більш репрезентативної вибірки.

Для кількісної оцінки економічного потенціалу фондового ринку у середньостроковій перспективі здійснено прогнозування ключових регресорів фінальної економетричної моделі. На основі отриманих прогнозних значень обчислено очікувані зміни валового внутрішнього продукту у 2025–2028 роках, після чого економічний потенціал визначено як приведену вартість прогнозованих ефектів за трирічний горизонт. Узагальнені результати сценарних розрахунків наведено в основному тексті дослідження, тоді як детальні етапи прогнозування та проміжні обчислення подано в додатку И.15.

Економічний потенціал фондового ринку оцінюється як приведена вартість прогнозованих ефектів впливу інвестицій, залучених через фондовий ринок, на зміну валового внутрішнього продукту. Формально економічний потенціал з врахуванням моделі визначається за формулою:

$$EP_d = \sum_{t=1}^{T} \frac{b(Mctim * \Delta I_{sm})}{(1 + r_d)^t}, \quad (3.13)$$

де Epd – економічний потенціал фондового ринку, b – оцінений коефіцієнт при змінній інвестицій фондового ринку у фінальній економетричній моделі, M_{ctim} – мультиплікатор витрат відкритої економіки, Δism – зміна обсягу інвестицій, мобілізованих через фондовий ринок, r_d – ставка дисконту, T = 3 – горизонт оцінки, обраний з урахуванням обмеженого обсягу вибірки.

За результатами розрахунків економічного потенціалу фондового ринку за трирічним горизонтом:

1) для базового сценарію для M_{ctim} на початку 2025 року очікуваний чистий ефект оцінювався на рівні –3,5 млрд грн, тоді як на початку 2026 року – на рівні +6,3 млрд грн;

2) для оптимістичного сценарію для M_{ctim} на початку 2025 року очікуваний чистий ефект оцінювався на рівні –3,2 млрд грн, тоді як на початку 2026 року – на рівні +5,7 млрд грн;

3) для песимістичного сценарію для M_{ctim} на початку 2025 року очікуваний чистий ефект оцінювався на рівні –4,1 млрд грн, тоді як на початку 2026 року – на рівні +7,3 млрд грн.

Оцінки економічного потенціалу фондового ринку, побудовані для різних сценаріїв мультиплікатора відкритої економіки, свідчать, що навіть за відносно сприятливих параметрів мультиплікатора очікуваний внесок фондового ринку у зміну валового внутрішнього продукту залишається обмеженим за масштабом. Такий результат узгоджується з висновками регресійного аналізу, відповідно до яких фінансово-ринкові змінні не формують стійкого статистично значущого впливу на динаміку ВВП, тоді як ключову роль відіграють нефінансові, зокрема інституційні, чинники. Це дозволяє припустити, що обмежена реалізація потенціалу фондового ринку зумовлена не параметрами інвестицій чи мультиплікатора як такими, а слабкістю інституційного середовища, яке обмежує здатність фондового ринку трансформувати заощадження у довгострокові інвестиції.

Отримані оцінки економічного потенціалу фондового ринку України слід інтерпретувати як аналітичну сценарну ілюстрацію можливого масштабу впливу інвестиційної активності фондового ринку на динаміку валового внутрішнього продукту за трирічний період за умови реалізації заданих траєкторій інвестицій та обраної ставки дисконту, а не як емпірично підтверджений кількісний ефект. Відсутність статистично значущого позитивного результату в межах розглянутої специфікації не спростовує базових положень теорії економічного зростання щодо ролі інвестицій та витратного мультиплікатора, а свідчить про обмежену реалізацію відповідного трансмісійного каналу в наявних макроекономічних та інституційних умовах. Виявлення нульового або від’ємного економічного потенціалу відображає не недоліки використаної моделі чи статистичних процедур, а слабкість

механізмів перетворення фінансових потоків фондового ринку у стійке економічне зростання за поточної інституційної конфігурації.

У соціологічному та економічному дискурсі теорія соціального капіталу є однією з фундаментальних концепцій, що пояснює роль нефізичних, проте значних сил у формуванні суспільних структур. Вона аналізує, яким чином соціальні мережі, рівень довіри, а також спільні норми та цінності сприяють оптимальному функціонуванню суспільств і підвищенню рівня їхнього добробуту [344; 345; 362; 363]. Емпіричні дослідження соціального капіталу та довіри в Україні свідчать про стійко низький рівень міжособистісної й інституційної довіри, що зберігається протягом тривалого періоду та має структурний, а не циклічний характер. За результатами міжнародних та національних соціологічних опитувань, більшість громадян демонструє обмежену довіру до ключових державних інститутів, політичних акторів і формальних механізмів колективної дії, що поєднується з домінуванням неформальних горизонтальних зв'язків у межах вузьких соціальних груп [364-366]. Детальні результати соціологічних досліджень рівня довіри, соціального капіталу та громадянської участі в Україні наведено в додатках Л.2–Л.13.

Така конфігурація соціального капіталу обмежує формування широкого суспільного запиту на інклюзивні інститути та довгострокові правила гри. Низький рівень узагальненої довіри зменшує готовність економічних агентів інвестувати у формальні інституційні механізми захисту прав власності, підвищує толерантність до неформальних практик і сприяє адаптивним, а не координаційним моделям поведінки. У результаті соціальний капітал виконує переважно компенсаторну функцію, не перетворюючись на фактор інституційного розвитку та економічної інклюзії.

У межах сучасних підходів до аналізу суспільного договору така ситуація відповідає моделі фрагментованого або умовного суспільного договору, за якого формальні демократичні інститути співіснують із неформальними правилами та асиметріями доступу до ресурсів. За відсутності чисельного та економічно самостійного середнього класу, здатного артикулятувати

колективні інтереси та вимагати дотримання універсальних правил, суспільний договір набуває нестійкого характеру, а механізми підзвітності еліт залишаються обмеженими [8; 169; 232].

Емпіричні спостереження для України підтверджують, що слабкість суспільного договору поєднується з високою концентрацією економічної влади та відтворенням екстрактивних інституційних практик. За таких умов саме інституційна поведінка еліт стає визначальним фактором економічної динаміки, оскільки соціальна структура не формує достатніх обмежень для рентної поведінки та перерозподілу ресурсів на користь вузьких груп. Це створює середовище, у якому інституційні характеристики еліт мають прямий вплив на інвестиційну активність, структуру розподілу доданої вартості та реалізацію економічного потенціалу, зокрема через фондовий ринок.

Зазначені соціально-інституційні передумови формують контекст, у межах якого інституційна поведінка еліт набуває визначального значення для економічної динаміки та реалізації економічного потенціалу. Отримані в дослідженні емпіричні результати підтверджують, що саме ці характеристики інституційного середовища є ключовими для пояснення особливостей економічного розвитку України.

У контексті економічного розвитку та функціонування фондового ринку така конфігурація соціального капіталу означає обмежену спроможність до довгострокових колективних інвестицій, низький рівень довіри до формальних фінансових інститутів і перевагу неформальних механізмів координації. За відсутності трансформації інституційних стимулів та логіки поведінки еліт фондовий ринок у таких умовах використовується переважно як інструмент перерозподілу, а не як механізм акумуляції та ефективного розміщення капіталу, що обмежує реалізацію його економічного потенціалу.

Таким чином, аналіз сучасних тенденцій соціального капіталу та суспільного договору дозволяє інтерпретувати отримані емпіричні результати як наслідок поєднання інституційних обмежень, соціальної структури та

поведінки еліт, що визначають специфіку функціонування фондового ринку та реалізації його економічного потенціалу в Україні.

У межах даного підрозділу соціальний капітал розглядається не як абстрактна категорія, а як сукупність інституційно закріплених норм довіри, агентності та інклюзивності, що опосередковують економічну поведінку та механізми розподілу доданої вартості. Отримані в дослідженні результати дозволяють розглядати соціальний капітал, інституційну поведінку еліт та економічну структуру не як автономні елементи, а як взаємопов'язані компоненти єдиної інституційної конфігурації, що визначає можливості реалізації економічного потенціалу фондового ринку та довгострокової динаміки розвитку. У цьому контексті інституційні зміни виступають не лише похідним результатом еволюції суспільства, а важливим чинником формування довіри, кооперації та довгострокових очікувань економічних агентів.

Інституції задають «коридор можливостей» для трансформації соціального капіталу, оскільки саме вони визначають стимули до формальної економічної участі, інвестування та прийняття ризику. За відсутності узгоджених і передбачуваних правил гри соціальний капітал зберігає фрагментований характер, тяжіючи до неформальних механізмів координації та короткострокових стратегій виживання. В таких умовах населення не здатне ініціювати системні інституційні зрушення самостійно, а ключова роль у зміні інституційної логіки належить державі та елітам, які формують рамкові умови економічної поведінки.

Стабільні та послідовні інституційні зміни створюють передумови для формування інклюзивної інституційної логіки, в межах якої економічні агенти поступово переходять від адаптивної поведінки до довгострокового планування. Особливого значення у цьому процесі набуває становлення моделі «агента-власника», для якого володіння фінансовими активами виступає не спекулятивним інструментом, а формою участі в економічному розвитку. Саме через такий механізм соціальний капітал може трансформуватися з

компенсаторного ресурсу в фактор інституційної стабільності та економічної інклюзії.

У цьому контексті фондовий ринок відіграє подвійну роль. З одного боку, він є фінансовим механізмом мобілізації капіталу, а з іншого – інституційним каналом формування довіри, відповідальності та довгострокових очікувань. Розширення фінансової інклюзії та поширення культури володіння цінними паперами сприяє зростанню зацікавленості широких соціальних груп у макроекономічній стабільності, захисті прав власності та ефективності державного управління. Водночас за відсутності трансформації інституційних стимулів фондовий ринок використовується переважно як інструмент перерозподілу, а не розвитку, що обмежує реалізацію його економічного потенціалу.

Ключову роль у формуванні інклюзивної економічної динаміки відіграє інституційна поведінка еліт. Відкритість соціальних ліфтів, якість корпоративного управління та орієнтація на створення довгострокової суспільної цінності визначають, чи виконуватимуть еліти функцію носіїв розвитку, чи відтворюватимуть екстрактивні практики. Отримані в роботі результати свідчать, що інституційна ефективність еліт має прямий зв’язок із економічною динамікою, а отже може розглядатися як вимірюваний фактор економічного розвитку, а не абстрактна соціальна характеристика.

Узгодження інтересів еліт із довгостроковими цілями розвитку можливе за умови їх фінансової та інституційної залученості до національного економічного проєкту. Інвестиції у державні та корпоративні цінні папери, зокрема в нові індустріальні та високотехнологічні сектори, зменшують стимули до деструктивної поведінки та підвищують зацікавленість у стабільності економічного середовища. У цьому сенсі фондовий ринок виступає не лише інструментом фінансування, а механізмом економічної інклюзії та інституційного вирівнювання.

Реалізація такого підходу неможлива без активної ролі держави як архітектора економічної структури та простору. Для економіки, що перебуває

на периферії глобального поділу праці, ринкові механізми самі по собі не забезпечують структурної трансформації. Держава розвитку виконує функцію стратегічного координатора реіндустріалізації, технологічного оновлення та формування інституційних умов для мобілізації довгострокового капіталу. Пріоритетом у цьому процесі є розвиток секторів із високою доданою вартістю, інвестиції в людський і технічний капітал, а також формування автономної та результативної бюрократії, здатної протистояти рентному захопленню.

Фондовий ринок у межах такої моделі має стати ключовим каналом акумуляції внутрішніх ресурсів для індустріалізації, інфраструктури та інновацій. Розвиток інституційних інвесторів і накопичувальних механізмів створює стабільний внутрішній попит на цінні папери та знижує залежність від зовнішніх джерел фінансування. Керована лібералізація фінансового ринку, поєднана із захистом прав власності та інституційною координацією, дозволяє уникнути спекулятивних перекосів і спрямувати інвестиційні потоки у стратегічно важливі напрями.

Таким чином, результати дослідження підтверджують, що реалізація економічного потенціалу фондового ринку визначається не лише фінансовими параметрами, а насамперед якістю інституційного середовища, поведінкою еліт і здатністю держави формувати інклюзивні стимули для накопичення соціального та фінансового капіталу. Саме взаємодія цих чинників задає межі та траєкторії довгострокового економічного розвитку.

З метою узагальнення отриманих результатів та наочного відображення логіки взаємодії інституційних, поведінкових і економічних чинників сформовано інституційно-економічну модель реалізації економічного потенціалу фондового ринку України (рис. 3.10). Запропонована модель інтегрує роль інституцій, еліт, держави та фондового ринку в єдину систему пояснення довгострокової економічної динаміки.

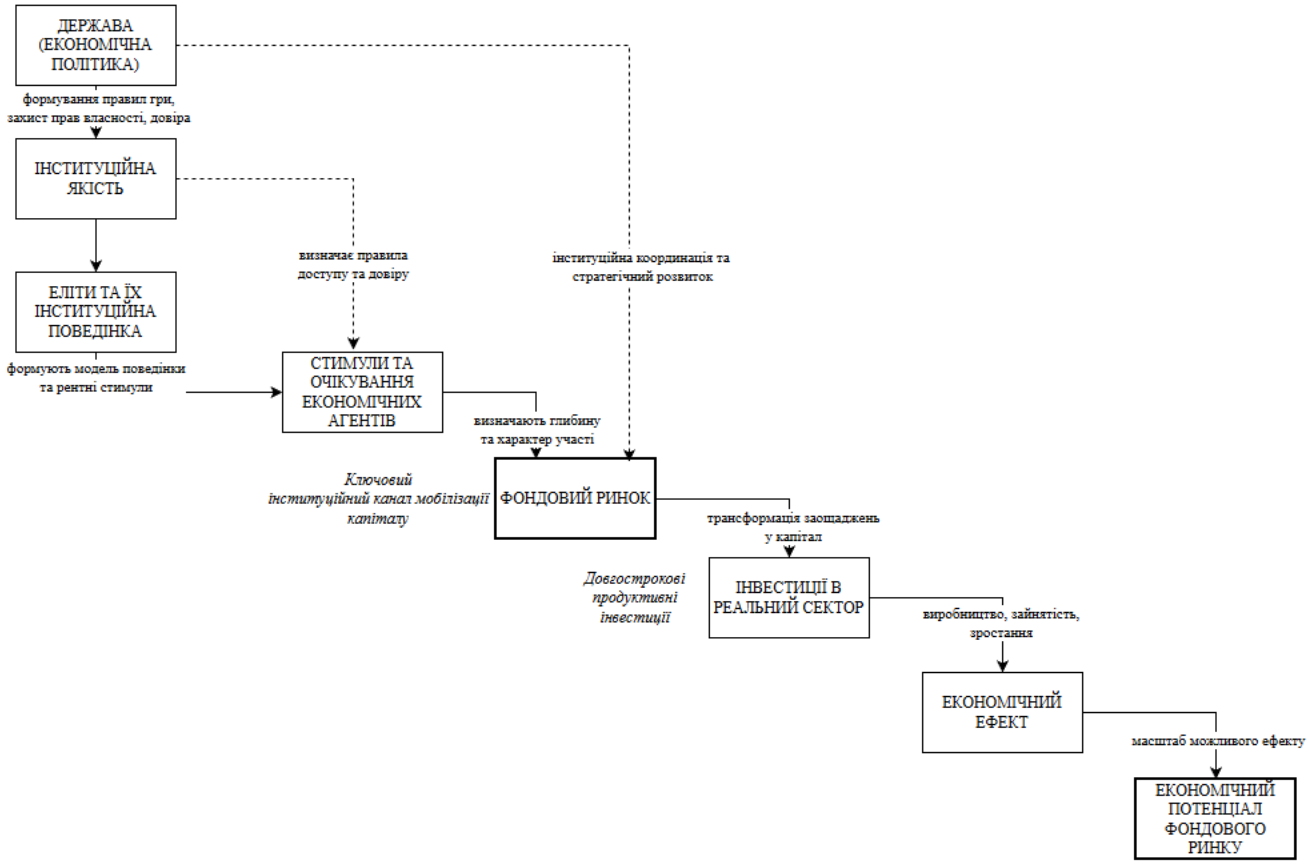


Рис. 3.10 Інституційно-економічна модель реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

Джерело: розроблено автором.

У межах моделі інституційна якість та поведінка еліт визначають характер стимулів і доступ до ресурсів, тоді як фондовий ринок виступає каналом трансформації заощаджень у довгострокові інвестиції, що формують економічний ефект у реальному секторі. Економічний потенціал фондового ринку в даному підході інтерпретується не як безпосередньо спостережувана величина, а як межа можливого економічного ефекту за заданих інституційних умов, що дозволяє поєднати якісні та кількісні результати дослідження.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

Узагальнюючи, можна зробити такі висновки.

1. Оцінено рівень реалізації економічного потенціалу фондового ринку України в сучасних умовах. Встановлено, що обмеженість економічного потенціалу фондового ринку значною мірою зумовлена структурними

деформаціями національної економіки. Доведено, що деіндустріалізація, низька частка переробної промисловості та домінування боргових фінансових інструментів звужують інвестиційні можливості та обмежують здатність фондового ринку виконувати свою системну роль у забезпеченні економічного розвитку.

2. Проаналізовано особливості функціонування ринку капіталу в Україні. Виявлено, що відсутність альтернативних інструментів інвестування, висока частка внутрішніх державних запозичень і вразливість ринку до адміністративного впливу призводять до спотворення ринкових сигналів та посилення боргової залежності держави. Водночас обґрунтовано, що застосування активних інвестиційних стратегій за наявних інституційних обмежень може частково підвищити ефективність використання фінансових ресурсів і знизити волатильність дохідностей.

3. Визначено вплив сировинної спеціалізації економіки на можливості реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Доведено, що низький рівень технологічної складності продукції, орієнтація на експорт сировини та нерозвиненість переробної промисловості обмежують довгострокове зростання добробуту та поглиблюють соціально-економічну нерівність. Обґрунтовано, що подолання зазначених обмежень потребує цілеспрямованої державної стратегії реіндустріалізації, спрямованої на залучення інвестицій у високотехнологічні галузі, розвиток виробничих кластерів і підтримку інноваційної діяльності.

4. Обґрунтовано потенційну роль фондового ринку як механізму залучення та перерозподілу капіталу в реальний сектор економіки. Доведено, що за відповідних інституційних умов фондовий ринок може стати ключовим каналом мобілізації внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів, сприяти перерозподілу капіталу на користь виробництв із високою доданою вартістю та забезпечувати прискорене економічне зростання.

5. Проаналізовано вплив інституційних і соціокультурних чинників на розвиток фондового ринку. Встановлено, що домінування екстрактивних інститутів, низький рівень довіри та клановий характер економічних відносин

формують системні бар’єри для інклюзивного розвитку фондового ринку. Обґрунтовано, що їх подолання можливе через інституційну трансформацію, яка передбачає формування прозорих і конкурентних правил економічної діяльності, посилення меритократичних принципів, громадянської активності та оновлення еліт.

6. Доведено необхідність структурної модернізації економіки як передумови реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Показано, що ефективна структурна трансформація потребує синергії ринкових механізмів, державної економічної політики та суспільних інститутів. Обґрунтовано, що поєднання інституційних реформ, активної промислової політики та використання фондового ринку як каналу легалізації капіталу й фінансування інновацій створює умови для переходу від сировинної моделі розвитку до індустріально-технологічної.

Результати проведених теоретичних досліджень і наукових розробок висвітлено у працях автора: [98; 99; 129; 130; 263-275]

ВИСНОВКИ

Загальним підсумком проведеного дослідження є те, що у дисертаційній роботі здійснено комплексне обґрунтування теоретичних, методичних та практичних засад становлення і розвитку фондового ринку України в умовах структурних, інституційних та поведінкових трансформацій економіки. У роботі економічний потенціал фондового ринку визначено як ключовий механізм мобілізації інвестиційних ресурсів, зниження вартості капіталу, зміцнення інституційної спроможності та забезпечення переходу до індустріально-технологічної моделі розвитку національної економіки. Отримані наукові, методичні та прикладні результати дослідження дозволяють сформулювати такі висновки.

1. Проведено теоретичний аналіз сутності фондового ринку, його змісту, структури та функціонального значення в системі економічного розвитку. Встановлено, що фондовий ринок є базовою підсистемою ринкової економіки, у межах якої відбувається впорядкований рух фінансового капіталу та прав власності і формується довгострокова рівноважна ціна на фінансові ресурси. Доведено, що економічний потенціал фондового ринку проявляється не як сума окремих операцій, а як інтегральний результат виконання ним ключових функцій трансформації заощаджень у інвестиції та раціонального перерозподілу капіталу між економічними агентами, що визначає його системоутворюючу роль у забезпеченні економічного розвитку.

2. Досліджено роль фондової біржі як ключового інституту інфраструктури та механізму реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Встановлено, що фондова біржа є організованою підсистемою фондового ринку з чітко регламентованими правилами функціонування, яка забезпечує інституційні, організаційні та інформаційні умови виконання його базових функцій. Показано, що функції фондової біржі мають подвійний характер і можуть розглядатися як власне біржові та як функції фондового ринку в цілому, а поєднання наслідуваних і унікальних функцій біржі (цінової,

інформаційної, ліквідності, захисту інвесторів та інших) формує інституційний механізм реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

3. Проаналізовано механізми біржових операцій та їх вплив на ефективність функціонування фондового ринку. Встановлено, що ключовим чинником формування економічних результатів біржової діяльності є очікування економічних агентів, які формуються на етапі попереднього біржового аналізу та визначають вибір фінансових інструментів, типів наказів, цінових параметрів і умов укладання угод. Показано, що ефективність біржових операцій має похідний характер і безпосередньо залежить не від самого факту укладання біржового договору, а від якості методів та інструментарію прийняття рішень, які застосовуються агентами до моменту входу на ринок, що зумовлює інтелектуальну природу механізмів функціонування фондового ринку.

4. Встановлено особливості та нові можливості розвитку інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості України як ключових чинників реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Показано, що інвестиційні рішення ґрунтуються на комплексному фундаментальному аналізі, який передбачає поєднання зовнішніх і внутрішніх індикаторів оцінки інвестиційного середовища, а їх ігнорування або асиметричне використання призводить до спотворення оцінки ризиків і вартості капіталу. Доведено, що існуючі інституційні обмеження та фрагментарний характер інвестиційної політики стримують приплив капіталу, тоді як розвиток повноцінного фондового ринку є необхідною передумовою зниження вартості капіталу, розширення можливостей входу та виходу інвесторів і повнішої реалізації економічного потенціалу фондового ринку України.

5. Здійснено фундаментальний аналіз впливу макроекономічних факторів на індикативну вартість капіталу та розкриття економічного потенціалу фондового ринку України. Встановлено, що в українських умовах фактичний вплив традиційних макроекономічних індикаторів на процеси ціноутворення суттєво відрізняється від теоретично очікуваного, а їх

пояснювальна здатність щодо динаміки індикативної вартості капіталу є обмеженою. Показано, що провідну роль у її формуванні відіграє альтернативна вартість капіталу на інших сегментах фінансового ринку, тоді як ризик і ринковий сентимент виступають ключовими детермінантами інвестиційних рішень. На цій основі розроблено модель оцінювання економічного потенціалу фондового ринку, яка відображає фактичну структуру джерел економічного ефекту в національній економіці та дозволяє кількісно оцінити можливості його реалізації в умовах домінування зовнішніх інвестиційних потоків і структурних обмежень розвитку внутрішнього ринку капіталу.

6. Досліджено роль поведінкових та інституційних чинників у формуванні ефективної дохідності та реалізації економічного потенціалу фондового ринку України. Встановлено, що ринок капіталу України характеризується домінуванням ринкового сентименту та суверенних рейтингових сигналів над обсягами торгових операцій і традиційними макроекономічними факторами, а також наявністю порогових значень «фактору страху», після досягнення яких змінюється напрям і характер динаміки вартості капіталу. Доведено, що за таких умов механізм ціноутворення набуває частково маніпульованого та неефективного характеру, що викривлює функцію фондового ринку як інструменту перерозподілу капіталу, знижує інвестиційну активність у реальному секторі та обмежує реалізацію економічного потенціалу фондового ринку, зумовлюючи необхідність застосування нових регуляторних і прогнозних підходів.

7. Розроблено рекомендовані моделі інтерпретації ринкових цін в умовах ірраціональної поведінки учасників фондового ринку. Обґрунтовано, що в умовах деіндустріалізації економіки, домінування боргових інструментів, зростання внутрішнього боргу та структурної уразливості ринку до цілеспрямованого впливу механізм формування вартості капіталу набуває неефективного характеру, що зумовлює доцільність використання інструментів технічного аналізу для прогнозування динаміки ринкових цін. Встановлено, що

застосування осциляторів у межах активних інвестиційних стратегій забезпечує вищу прогностичну здатність порівняно з підходом «купівля та утримання», а їх використання інвесторами й емітентами може сприяти зниженню волатильності дохідностей, частковій стабілізації цінових сигналів і підвищенню ефективності функціонування фондового ринку в умовах інституційних та поведінкових викривлень.

8. Обґрунтовано роль урядових політик і національної виробничої структури у реалізації економічного потенціалу фондового ринку України. Встановлено, що сировинна спеціалізація та низька технологічна складність економіки формують системні структурні обмеження для розвитку фондового ринку, звужуючи коло інвестиційно привабливих об’єктів і перешкоджаючи виконанню ним функції ефективного перерозподілу капіталу. Доведено, що стійке зростання національного добробуту та розширення інвестиційної бази фондового ринку можливі лише за умови розвитку високотехнологічної переробної промисловості, яка генерує мультиплікативний ефект у доходах, зайнятості та податкових надходженнях. Обґрунтовано необхідність активної, скоординованої та довгострокової державної політики індустріально-технологічного розвитку, в межах якої фондовий ринок має виконувати роль центрального механізму мобілізації та спрямування капіталу в стратегічні галузі, забезпечуючи перехід до індустріально-технологічної моделі розвитку за принципами «держави розвитку» та повнішу реалізацію власного економічного потенціалу.

9. Сформульовано шляхи та механізми ефективної реалізації економічного потенціалу фондового ринку України з урахуванням культурних та інституційних особливостей. Встановлено, що визначальними передумовами інклюзивного економічного розвитку та повноцінного функціонування фондового ринку є якість інститутів, рівень соціального капіталу та домінуючий тип еліт, які формують правила доступу до ресурсів і механізми розподілу економічної ренти. З метою кількісної оцінки інституційної якості запропоновано індекс еліт, емпірично доведено його істотний вплив на

динаміку валового внутрішнього продукту та обґрунтовано його системоутворюючу роль у трансформації фінансових потоків у економічне зростання. Показано, що поєднання інституційних чинників із показниками інвестиційної активності, відкритості економіки та зовнішніх інвестицій істотно підвищує пояснювальну й прогнозну здатність моделей, що дозволило розробити узагальнений підхід до оцінювання економічного ефекту та економічного потенціалу фондового ринку. Доведено, що збереження екстрактивних інституційних практик і кланових моделей економічної взаємодії структурно обмежує інвестиційну активність, відтворює недовіру та унеможливлює реалізацію цього потенціалу. На цій основі обґрунтовано комплекс інституційних та управлінських механізмів – автоматизацію державних процесів, підвищення прозорості та підзвітності, відкриття соціальних ліфтів, використання фондового ринку як інструменту оцінки ефективності державних політик, – реалізація яких створює передумови для зростання довіри, підвищення ефективності функціонування фондового ринку та повнішої реалізації його економічного потенціалу в процесі структурної модернізації економіки України.

У макроекономічному вимірі помилковим є припущення, що приватний інтерес автоматично трансформується в суспільний добробут: на рівні національної економіки. Така трансформація потребує інституційного суб’єкта, здатного діяти в інтересах системи в цілому. Економічна структура будь-якої країни неминуче зазнає змін, однак ключовим залишається питання суб’єкта цих трансформацій – чи формуються вони в межах національної економічної політики, чи визначаються зовнішніми центрами прийняття рішень. Захист довгострокових інтересів національної економіки можливий виключно через внутрішні інститути, спроможні до стратегічного розвитку та відтворення економічної складності. За відсутності такої спроможності оновлення економічної структури та еліт відбувається не еволюційним, а примусовим шляхом, що супроводжується втратою економічного суверенітету та звуженням простору для інклюзивного розвитку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Schumpeter, J. A. (1934). *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle* (R. Opie, Trans.). Harvard University Press. (Original work published 1911).

2. Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics, 70*(1), 65–94. https://doi.org/10.2307/1884513

3. Okun, A. M. (1962). *Potential GNP: Its measurement and significance* (Cowles Foundation Paper No. 190). Cowles Foundation for Research in Economics. https://milescorak.com/wp-content/uploads/2016/01/okun-potential-gnp-its-measurement-and-significance-p0190.pdf

4. Romer, P. M. (1990). Endogenous Technological Change. Journal of Political Economy, 98(5), S71–S102. http://www.jstor.org/stable/2937632

5. Rodrik, D. (2004). *Industrial policy for the twenty-first century*. Harvard University, John F. Kennedy School of Government. https://cemi.ehess.fr/docannexe/file/2738/rodrik_2004.pdf

6. Mazzucato, M. (2013). *The entrepreneurial state: Debunking public vs. private sector myths*. Anthem Press.

7. Райнерт, Е. С. (2019). *Як багаті країни стали багатими... і чому бідні залишаються бідними.* (Я. Сінайко, Пер.; В. Галасюк, Наук. Ред.). Саміт-Книга

8. Сото, Е. де (2026). *Загадка капіталу: Чому капіталізм перемагає на Заході і ніде більше.* (М. Климчук, Пер.). Наш Формат

9. Nelson, R. R. & Winter, S. G. (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. https://ssrn.com/abstract=1496211

10. Dosi, G. (1982). Technological paradigms and technological trajectories: A suggested interpretation of the determinants and directions of technical change. *Research Policy, 11*(3), 147–162. https://doi.org/10.1016/0048-7333(82)90016-6

11. Hausmann, R., Hidalgo, C. A., Bustos, S., Coscia, M., Chung, S., Jimenez, J., Simoes, A., & Yıldırım, M. A. (2014). *The atlas of economic complexity: Mapping paths to prosperity*. MIT Press. https://oec.world/pdf/AtlasOfEconomicComplexity_Part_I.pdf

12. Богма, О., Ганечко, І., & Лимар, В. (2022). Економічний потенціал підприємства: зміст та ключові характеристики. *Scientia fructuosa*, *141*(1), 58–68. https://doi.org/10.31617/visnik.knute.2022(141)04

13. Васильців, Т., Міценко, Н., Мульска, О., & Зайченко, В. (2023). Економічний потенціал vs економічна безпека підприємства: точки конвергенції та дивергенції. *Наукові записки Львівського університету бізнесу та права, (36)*, 23–29. http://dx.doi.org/10.5281/zenodo.7625341

14. Ареф'єва, О., & Долженко, Д. (2024). Теоретичне підґрунтя формування економічного потенціалу підприємства в умовах посилення транспарентності розвиткових процесів. *Адаптивне управління: теорія і практика. Серія Економіка*, 18(36). https://doi.org/10.33296/2707-0654-18(36)-06

15. Гусаковська, Т., & Середа, О. (2024). Економічний потенціал підприємства: сутність та основні складові. *Проблеми економіки, 2*(60), 129–135. https://doi.org/10.32983/2222-0712-2024-2-129-135

16. Краснорyцький, О., Маренич, Т., & Прусова, Г. (2024). Співвідношення економічних категорій «потенціал підприємства», «ресурсний потенціал», «виробничий потенціал» та «економічний потенціал». *Український журнал прикладної економіки та техніки, 9*(2), 113–121. https://doi.org/10.36887/2415-8453-2024-2-19

17. Roberts, M. (2016). *Identifying the economic potential of Indian districts* (Policy Research Working Paper No. 7623). World Bank. https://doi.org/10.1596/24165

18. Putra, A. N. (2021). Analysis of the economic potential of regencies and cities in the province of the Special Region of Yogyakarta. *Indonesia Accounting Research Journal*, *9*(2), 49–56. https://journals.iarn.or.id/index.php/Accounting/article/view/129

19. Бобров, Є. (2025). Економічні виклики розвитку розподіленої генерації в Україні в умовах енергетичної трансформації у 2025 році. *Вчені записки Університету «КРОК», 78*(2), 23–34. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2025-78-23-34

20. Чумаченко, О. Г. (2025). Економічний потенціал українського ОПК в контексті розвитку фондового ринку України. *Здобутки Економіки: Перспективи Та Інновації*, 18. https://doi.org/10.5281/zenodo.15597728

21. Румик, І. (2026). Економічний потенціал металургійної галузі в Україні: виклики війни та перспективи трансформації. *Ефективна економіка* 2(2026). https://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.2.2

22. Мельничук, О. С. (Гол. Ред.). (2012). *Етимологічний словник української мови: у 7 т.* (Т. 6). Наукова думка. https://history.org.ua/LiberUA/978-966-00-0197-8/978-966-00-0197-8.pdf

23. Encyclopædia Britannica. (n.d.). The abstract nature of traditional market theory. В *Encyclopædia Britannica*. Retrieved August 11, 2025, from https://www.britannica.com/money/topic/market/The-abstract-nature-of-traditional-market-theory

24. Верховна Рада України. (2006, 23 лютого). *Про ринки капіталу та організовані товарні ринки* (Закон України № 3480-IV). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/print1491296480899025#Text

25. Мозговий, О. М. (1999). *Фондовий ринок: Навчальний посібник*. КНЕУ.

26. Романенко, О. Р., Даниленко, Л. П., Гладченко, Л. П., & Славкова, А. А. (2013). *Фінанси: Навчально-методичний посібник для самостійного вивчення дисципліни*. КНЕУ.

27. Юхименко, П. І., Федосов, В. М., & Лазебник, Л. Л. (2010). *Теорія фінансів: Підручник* (За ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія). Центр учбової літератури

28. Капелюшна, Т. В. (2019). Аналіз та тенденції розвитку фондового ринку в Європейському регіоні та Україні. *Бізнесінформ*, (12), 290–296. https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-12-290-296

29. Середа, О. О. (2022). Фондовий ринок як інструмент стабілізації економічного розвитку України. *Часопис економічних реформ*, *4*(48), 65–72. https://doi.org/10.32620/cher.2022.4.08

30. Василик, О. Д. (2000). *Теорія фінансів: Підручник*. НІОС.

31. Руда, О. Л. (2015). Функціонування фондового ринку України, проблеми та перспективи розвитку. *Глобальні та національні проблеми економіки*, (6), 794–798. https://global-national.in.ua/archive/6-2015/162.pdf

32. Шаманська, О. І., & Слободиський, С. М. (2017). Особливості розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Ефективна економіка*, (2). https://economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5431

33. Гноєвий, В. Г. & Резяпов, К. І. (2018). Роль фондового ринку в інфраструктурному забезпеченні функціонування ринкової економічної системи. *Східна Європа: економіка, бізнес та управління*, (16), 261–266. http://srd.pdaba.edu.ua:8080/bitstream/123456789/2363/1/Hnoievyi.pdf

34. Татарин, Н., & Олійник, О. (2023). Фондовий ринок як один із елементів фінансового ринку: історія та його сучасний стан в Україні. *Молодий вчений*, *3*(115), 128–133. https://doi.org/10.32839/2304-5809/2023-3-115-24

35. Лук'яненко, Д. Г., Губський, Б. В., & Мозговий, О. М. (2003). *Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник* (За ред. Д. Г. Лук'яненка). КНЕУ.

36. Базилевич, В. Д., Шелудько, В. М., & Ковтун, Н. В. (2011). *Цінні папери: Підручник*. Знання.

37. Кологойда, О. В. (2013). Визначення поняття «фондовий ринок» та його місця у фінансово-економічній системі держави. *Приватне право і Підприємництво: збірник наукових праць*, *12*, 152–155. https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/46654639/kologoda-libre.pdf

38. Селіванова, К. В., & Клюско, Л. А. (2020). Фондовий ринок в Україні: проблеми та основні напрями їх вирішення. *Молодий вчений*, (4), 352–355. https://doi.org/10.32839/2304-5809/2020-4-80-73

39. Гутафель, В. В. (2012). Визначення сутності категорії фондовий ринок в сучасних умовах. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*, *1*(2), 50–53. https://chtei-knteu.cv.ua/herald_en/content/download/archive/2012/v1/1-2012-50.pdf

40. Шишков, С. Є. (2011). *Біржовий механізм розвитку фондового ринку України* [Автореф. Дис. ... канд. Екон. Наук]. Інститут економіки та прогнозування НАН України. https://irbis-nbuv.gov.ua/aref/20120411000547

41. Барановський, О. І. (2014). *Філософія безпеки: Монографія* (Т. 2, *Безпека фінансових інститутів*). УБС НБУ.

42. Джус, С. І. (2015). Аналіз наукових підходів до визначення сутності понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів». *Статистика України*, (4), 53–59. http://194.44.12.92:8080/jspui/bitstream/123456789/1809/1/9.pdf

43. Обравит, В. І. (2017). Економічна природа, функціональна сутність фондового ринку та його місце в структурі фінансового ринку. *Науковий вісник Херсонського державного університету*, *23*(3), 97–100. http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?I21DBN=LINK&P21DBN=UJRN&Z21ID=&S21REF=10&S21CNR=20&S21STN=1&S21FMT=ASP_meta&C21COM=S&2_S21P03=FILA=&2_S21STR=Nvkhdu_en_2017_23(3)__25

44. Ліпич, М. А. (2014). Сутність фондового ринку. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер.: Економічні науки*, (7 (5)), 44-47. http://www.irbis-nbuv.gov.ua/cgi-bin/irbis_nbuv/cgiirbis_64.exe?C21COM=2&I21DBN=UJRN&P21DBN=UJRN&IMAGE_FILE_DOWNLOAD=1&Image_file_name=PDF/Nvkhdu_en_2014_7(5)__12.pdf

45. Еш, С. М. (2011). *Фінансовий ринок: Навчальний посібник*. Центр учбової літератури.

46. Головач, М. (2022). Поняття та значення фінансової безпеки ринку цінних паперів. *Економічний аналіз*, *32*(2), 45–52. https://doi.org/10.35774/econa2022.02.045

47. Alexander, G. J., Bailey, J. V., & Sharpe, W. F. (1995). *Investments* (5th ed.). Prentice Hall

48. Ross, S. A. & Marquis, M. H. (2012). *Money and capital markets* (10th ed.). McGraw Hill Irwin.

49. Faure, A. P. (2013). *Equity market: An introduction*. Quoin institute.

50. Nelson, M. L. (1990). *An introduction to object-oriented programming*. Naval Postgraduate School. https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=7e3698133e080c9d7f54d33faed9704c726007ce

51. European Central Bank. (2011). *The monetary policy of the ECB*. ECB. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf

52. Bank for International Settlements. (2017). *Sound practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*. BIS. https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.htm

53. Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking and financial markets* (12th ed.). Pearson

54. Kuzminsky, V., & Ziemtsov, S. (2024). Economic assessment of the activity of retail investors on the stock market. *Economics, Finance and Management Review*, *3*(19), 45–53. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2024-3-45-53

55. Русіна Ю.О., Левченко В.П., Золковер А.О., Нефедова Т.М., & Гайдай В.А. (2025). Банки як інвестиційні посередники: сучасні реалії та перспективи. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука», серія: «Економічні науки», 9*. https://doi.org/10.25313/2520-2294-2025-9-11333

56. Арістотель. (1978). Категорії. В *Зібрання творів у 4-х т.* (Т. 2). Думка.

57. Лаповський, Д. М. (2015). Фондовий ринок як фактор зростання економіки. *Вісник Приазовського Державного Технічного Університету. Серія:*

Економічні науки, (29), 318–324. https://doi.org/10.31498/2225-6725.29.2015.52294

58. Третякова, О. В., Харабара, В. М., & Грешко, Р. І. (2020). Фондовий ринок України: особливості функціонування в сучасних умовах. *Економіка та держава*, (5), 103–107. https://doi.org/10.32702/2306-6806.2020.5.103

59. Samuelson, P. A. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, *6*(2), 41–49. https://investmenttheory.org/uploads/3/4/8/2/34825752/paulsamuelson-proof.pdf

60. Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. In *Essays in positive economics* (pp. 157–203). University of Chicago Press

61. Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, *4*(16), 386–405. https://rochelleterman.com/ir/sites/default/files/Coase%201937.pdf

62. Williamson, O. E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American Journal of Sociology*, *87*(3), 548–577. https://web.pdx.edu/~nwallace/EHP/WilliamsonOrgsTCE.pdf

63. Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship

64. Williamson, O. E. (2000). The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. *Journal of Economic Literature*, *38*(3), 595–613. https://doi.org/10.1257/jel.38.3.595

65. North, D. C. (1991). Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, *5*(1), 97–112. https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.5.1.97

66. North, D. C. (1992). *Transaction costs, institutions, and economic performance*. ICS Press.

67. Ostrom, E. (1990). *Governing the commons: The evolution of institutions for collective action*. Cambridge university press. https://doi.org/10.1017/CBO9780511807763

68. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, *47*(2), 263–292. https://doi.org/10.2307/1914185

69. Simon, H. A. (1997). *Models of bounded rationality: Empirically grounded economic reason* (Vol. 3). MIT Press. https://doi.org/10.7551/mitpress/4711.001.0001

70. Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2000). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers*, *47*(3), 279–310. https://doi.org/10.2307/3867650

71. Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *Journal of Banking & Finance*, *34*(8), 1911–1921. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.014

72. Chang, C. H., & Lin, S. J. (2015). The effects of national and behavioral pitfalls on investors' decision-making: Herding behavior in international stock markets. *International Review of Economics & Finance*, *37*, 380–392. https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.12.010

73. Soros, G. (2015). *The alchemy of finance*. John Wiley & Sons.

74. Сміт, А. (2018). *Дослідження про природу і причини багатства народів* (О. Васильєв, М. Межевікіна, А. Малівський, Пер.). Наш Формат.

75. Malthus, T. R., & Winch, D. (1992). *Malthus: 'An Essay on the Principle of Population'*. Cambridge University Press.

76. Marshall, A. (1923). *Money, credit and commerce*. Macmillan.

77. Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Palgrave Macmillan Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-70344-2

78. Harrod, R. F. (1939). An essay in dynamic theory. *The Economic Journal*, *49*(193), 14–33. https://doi.org/10.2307/2225181

79. Domar, E. (1946). Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment. *Econometrica*, *14*(2), 137–147. https://doi.org/10.2307/1905364

80. Kuznets, S., & Jenks, E. (1953). Shares of upper income groups in savings. In *Shares of upper income groups in income and savings* (pp. 171–218). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/chapters/c3060/c3060.pdf

81. Robertson, D. H. (1933). Saving and hoarding. *The Economic Journal*, *43*(171), 399–413. https://doi.org/10.2307/2224283

82. Robertson, D. H. (1934). Industrial fluctuation and the natural rate of interest. *The Economic Journal*, *44*(176), 650–656. https://doi.org/10.2307/2224848

83. Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1965). Money and business cycles. In *The state of monetary economics* (pp. 32–78). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/chapters/c7496/c7496.pdf

84. Friedman, M. (1971). The demand for money. In *A theoretical framework for monetary analysis* (pp. 11–15). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/chapters/c0914/c0914.pdf

85. Редзюк, Є. (2022). ТРАНСФОРМАЦІЯ ГЛОБАЛЬНИХ РИНКІВ КАПІТАЛУ ПІД ВПЛИВОМ ВОЄННОЇ АГРЕСІЇ ПРОТИ УКРАЇНИ. *Фінансово-кредитні системи: перспективи розвитку*, *2*(5), 48-55. https://doi.org/10.26565/2786-4995-2022-2-05

86. Atje, R., & Jovanovic, B. (1993). Stock Markets and Development. *European Economic Review*, *37*(2–3), 632–640. http://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v37y1993i2-3p632-640.html

87. Levine, R. (1996, March). Stock markets: A spur to economic growth. *Finance & Development*, 7–10. https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf

88. Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review*, *10*(2), 323–339. https://faculty.haas.berkeley.edu/ross_levine/papers/1996_WBER_LRGrowth.pdf

89. Greenwood, J., & Smith, B. D. (1997). Financial markets in development, and the development of financial markets. *Journal of Economic Dynamics and Control*, *21*(1), 145–181. https://doi.org/10.1016/0165-1889(95)00928-0

90. Garcia, F. V., & Liu, L. (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal of Applied Economics*, *2*(1), 29–59. https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/15140326.1999.12040532

91. Ake, B. (2010). The role of stock market development in economic growth: Evidence from some Euronext countries. *International Journal of Financial Research*, *1*(1), 14–20. https://ssrn.com/abstract=2012518

92. Guru, B. K., & Yadav, I. S. (2019). Financial Development and Economic Growth: Panel Evidence from BRICS. Journal of Economics, Finance and Administrative Science, 24, 113-126. https://doi.org/10.1108/JEFAS-12-2017-0125

93. Ємельянова, Л. О. (2015). Аналіз рівня розвитку фондового ринку в країнах Центральної та Східної Європи. *Економічний аналіз: Збірник наукових праць*, *22*(1), 108–116. http://econa.wunu.edu.ua/index.php/econa/article/view/948/pdf_630

94. Pan, L., & Mishra, V. (2016). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. *Economic Modelling*, *61*, 166–172. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.07.005

95. Smithers, A. (2022). *The economics of the stock market*. Oxford University Press.

96. Slobodianyk, A., Abuselidze, G., & Tarasovych, L. (2020). The mechanism of integration of the Ukrainian stock market in the world stock market. *E3S Web of Conferences*, *157*, 04034. https://doi.org/10.1051/e3sconf/202015704034

97. Савченко, В. Ю. (2024). Ринкова оцінка компанії як індикатор якості менеджменту. *Сучасний менеджмент організації: витоки, реалії та перспективи розвитку*: тези доповідей IV Наукової конференції (м. Київ, 18 квітня 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/MMO/MMO-2024/paper/view/2029

98. Савченко, В. (2024). Драйвери фондового ринку післявоєнного відновлення економіки. *Антикризове управління: імператив сучасної економіки:* тези доповідей конференції «КРОК» (м. Київ, 8-9 листопада 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/ACM/ACM-2024/paper/view/2310

99. Савченко, В. (2025). Розвиток інноваційного підприємництва в умовах війни та післявоєнної відбудови: виклики, ризики і можливості. *Проблеми і перспективи інноваційного розвитку економіки в контексті інтеграції України в Європейський науково-інноваційний простір:* тези доповідей XXVI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 15 травня 2025 р.). Київ: Інститут досліджень науково-технічного потенціалу та історії науки ім. Г.М. Доброва НАН України. URL: https://zenodo.org/records/15622823

100. Велика українська енциклопедія. (б.д.). *Біржа_фондова*. URL: Отримано 11 серпня, 2025 року з https://vue.gov.ua/Біржа_фондова

101. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. (2012, 25 грудня). Рішення № 1853 «Про затвердження Порядку реалізації на фондовій біржі цінних паперів, на які звернено стягнення». https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0159-13

102. Європейський парламент і Рада Європейського Союзу. (2018, 18 липня). Регламент (ЄС, Євроатом) № 2018/1046 про фінансові правила, що стосуються загального бюджету Європейського Союзу. https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_025-18

103. Директива Європейського парламенту і Ради 2014/65/ЄС від 15 травня 2014 року “Про ринки фінансових інструментів та про внесення змін до Директиви 2002/92/ЄС та Директиви 2011/61/ЄС”. (2014, 15 травня). *Офіційний вісник Європейського Союзу*, *L 173*, 349–496. https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_041-14

104. Європейський парламент і Рада Європейського Союзу. (2013, 26 червня). Регламент (ЄС) № 575/2013 про пруденційні вимоги для кредитних установ та про внесення змін до Регламенту (ЄС) № 648/2012. https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_043-13

105. Сохацька, О. М. (Ред.). (2014). *Біржова справа: Підручник*. ТНЕУ.

106. Стельмах, В. С. (Ред.). (2001). *Банківська енциклопедія*. Молодь; ІнЮре.

107. Бормотова, М. В. (2012). Дослідження сутності поняття фондова біржа як основної ланки фондового ринку. *Вісник економіки транспорту і промисловості*, *(39)*, 21–24. http://lib.kart.edu.ua/bitstream/123456789/8970/1/Bormotova.pdf

108. Schwartz, R. A., & Francioni, R. (2004). *Equity markets in action*. John Wiley & Sons.

109. Schwartz, R. A., Byrne, J. A., & Wheatley, L. (Eds.). (2015). *The economic function of a stock exchange*. Springer International Publishing.

110. Базилевич, В. Д. (Ред.). (2016). *Фондовий ринок* [Підручник]: Кн. 2. Знання.

111. Стойко, О. Я., & Дема, Д. І. (2017). *Фінанси* (О. Я. Стойко, Ред.). Алерта.

112. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. (n.d-a). *Операторам організованих ринків капіталу.* Отримано 9 березня 2026, з https://www.nssmc.gov.ua/for-market-participants/profuchasnykam/fondovym-birzham/

113. Єпіфанов, А. О., & Коробка, Р. В. (2012). Інфраструктура фондового ринку як інституціалізована форма трансакції. *Вісник Української академії банківської справи*, *(2)*, 3–7. http://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/52272

114. Босак, А. О., & Дойнік, Ю. В. (2021). Фондовий ринок України: перспективи розвитку і світовий досвід державного регулювання. *Вісник Національного університету "Львівська політехніка*. https://doi.org/10.23939/smeu2021.02.290

115. Mishchenko, A. (2021). CONSOLIDATION AND DEVELOPMENT OF STOCK MARKET INFRASTRUCTURE. The Scientific Heritage, (73-4), 20-28. https://doi.org/10.24412/9215-0365-2021-73-4-20-28

116. Гарбар, Ж. В., & Степанкевич, Н. С. (2021). Трансформація інфраструктури фондового ринку. *Інвестиції: практика та досвід*, *(17)*, 11–17. https://doi.org/10.32702/2306-6814.2021.17.11

117. Кицюк, І. В., & Шудрук, Т. М. (2016). Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграційних процесів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*, *(6(1))*, 155–158. http://visnyk-econom.uzhnu.uz.ua/archive/6_1_2016ua/39.pdf

118. Huebner, S. S. (1910). Scope and functions of the stock market. *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*, *35*(3), 1–23. https://doi.org/10.1177/000271621003500301

119. Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2010). *Economics* (19th ed.). McGraw-Hill

120. Blanchard, O. J., & Watson, M. W. (1982). *Bubbles, rational expectations and financial markets*. National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w0945

121. Pagano, M., & Volpin, P. (2006). Shareholder protection, stock market development, and politics. *Journal of the European Economic Association*, *4*(2–3), 315–341. https://doi.org/10.1162/jeea.2006.4.2-3.315

122. Kemme, D. M., McInish, T. H., & Zhang, J. (2022). Market Fairness and Efficiency: Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Banking & Finance*, *134*, Article 106309. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106309

123. Fleckner, A. M. (2006). Stock Exchanges at the Crossroads. *Fordham Law Review*, *74*(5), 2541–2604. https://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol74/iss5/2

124. Floreani, F., & Polato, M. (2013). *The economics of the global stock exchange industry*. Springer.

125. Гаврилюк, С. І. (2011). Місце фондової біржі на ринку цінних паперів. *Економіка і управління*, *(4)*, 65–71. http://nbuv.gov.ua/UJRN/econupr_2011_4_14

126. Корнєєв, В. (2022). Інвестиційна привабливість ринків капіталу: тренди детінізації бізнес-угод. *Університетські наукові записки*, *1-2* (85-86), 17-26. https://doi.org/10.37491/UNZ.85-86.2

127. Борзенко, О. О. & Редзюк, Є. В. (2023). Перспективні напрями розвитку фондового ринку України з урахуванням сучасних тенденцій. *Фінанси України,* (3), 44-54. https://doi.org/10.33763/finukr2023.03.044

128. Радіонова, І. Ф., & Усик, В. І. (2015). *Макроекономічний аналіз національної економіки* [Навч. посіб.]. КНЕУ.

129. Савченко, В. Ю. (2024). Потенціал фондової біржі у відбудові інфраструктури країни. *Економіка. Фінанси. Бізнес. Управління. ВІД ВІДНОВЛЕННЯ ДО ЗРОСТАННЯ:* матеріали III Міжнародного форуму (м. Київ, 21-24 травня 2024 р.). Київ : Видавництво Ліра-К. URL: https://www.efbm.org/wp-content/uploads/2024/05/Матеріали-дослідницької-секції-МЕНЕДЖМЕНТ-ОРГАНГІЗАЦІЙ.pdf

130. Савченко, В. Ю. (2024). Потенціал фондової біржі у відбудові та розвитку регіонів. *Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті:* тези доповідей XVI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Кам'янець-Подільський, 16 травня 2024 р.). Кам'янець-Подільський: Кам'янець-Подільський національний університет імені Івана Огієнка. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663084_POTENCIAL_FONDOVOI_BIRZI_U_VIDBUDOVI_TA_ROZVITKU_REGIONIV_st_89-90

131. Savchenko, V. (2024). The role of the stock exchange in corporate management. *Corporation Management:* 4th International Conference (Püssi, April 26, 2024). Püssi: Scientific Center of Innovative Research. URL: https://conf.scnchub.com/index.php/ICCM/ICCM-2024/paper/view/704

132. Румик, І., & Ковальчук, Ю. (2024). УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ТА ПРОЦЕСАМИ З ВИКОРИСТАННЯМ КРИПТОВАЛЮТНИХ ТЕХНОЛОГІЙ. *Вчені записки Університету «КРОК»*, 2(74), 11–21. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2024-74-11-21

133. Tonkykh, O., Derhachova, V., Palii, S., Bratushka, S. and Zolkover, A. (2023). BLOCKCHAIN TECHNOLOGY AND THE TRANSFORMATION OF FINANCIAL SYSTEMS: FROM DECENTRALIZATION TO INNOVATIVE

SOLUTIONS IN THE GLOBAL ECONOMY. *Economic Affairs, 68*(04), 2221-2228. https://doi.org/10.46852/0424-2513.4.2023.30

134. Bank for International Settlements. (2018). *Cryptocurrencies: looking beyond the hype.* BIS Annual Economic Report https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e5.htm

135. International Monetary Fund. (2023). *Global Financial Stability Report: Crypto assets and financial stability*. https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2023/october/english/text.pdf

136. Андрійчук, С., & Кузьмінський, В. (2025). МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ ВПЛИВУ КРИПТОВАЛЮТ НА ГРОШОВИЙ РИНОК. *Вчені записки Університету «КРОК»*, (1(77), 117–128. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2025-77-117-128

137. OECD. (2022). *Why decentralized finance (DeFi) matters and the policy implications*. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2022/01/why-decentralised-finance-defi-matters-and-the-policy-implications_5f54eead/109084ae-en.pdf

138. Верховна Рада України. (1992). *Про товарні біржі* (Закон України № 1956-XII). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1956-12#Text

139. Рамський, А. Ю., Жукова, Ю. М., & Обушний, С. М. (2021). *Ринок цінних паперів у питаннях та відповідях* [Навч. посіб.]. Київський університет ім. Б. Грінченка.

140. Павлов, К. В., Лялюк, А. В., Павлова, О. М., & Данилюк, Т. І. (2023). *Економіка та організація біржової діяльності* [Навч. посіб.]. ФОП Мажула Ю. М.

141. Lehmann, M. (2016). Financial Instruments, Bonds & Loans, Cheques, Bills of Exchange and Guarantees in Private International Law. In J. Basedow, J. Rühl, F. Ferrari, & P. de Miguel (Ред.), *European Encyclopedia of Private International Law* (Forthcoming). https://doi.org/10.2139/ssrn.2849363

142. Раровська, В. В., Останкова, Л. А., & Акопов, С. Е. (2021). *Біржова діяльність* [Навч. посіб.]. Центр учбової літератури.

143. Бобров, Є. А., & Грушко, Н. В. (2011). Особливості торгівлі цінними паперами. В.І. Грушка (Ред.), Торгівля цінними паперами (с. 165–194). Університет економіки та права «КРОК»

144. The Warsaw Stock Exchange, S.A. (2025, 16 серпня). *The Warsaw Stock Exchange Rules*. https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/rules_gpw.pdf

145. АТ «Фондова біржа ПФТС». (2021). *Правила акціонерного товариства «Фондова біржа ПФТС» (нова редакція).* https://pfts.ua/images/Правила_Біржі.pdf

146. Верховна Рада України. (2003, 16 січня). *Цивільний кодекс України* (№ 435-IV). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15#Text

147. Солодкий, М. О. (Ред.). (2017). *Основи біржової діяльності: Навчальний посібник*. ЦП Компринт.

148. Jones, C. M. (2013). *What Do We Know About High-Frequency Trading?* (Columbia Business School Research Paper No. 13-11). https://doi.org/10.2139/ssrn.2236201

149. Lauretto, M. S., Silva, B. B., & Andrade, P. M. (2013). Evaluation of a Supervised Learning Approach for Stock Market Operations. *Stat, 1050*, 21. https://doi.org/10.48550/arXiv.1301.4944

150. Hu, J. (2014). Does option trading convey stock price information? *Journal of Financial Economics*, 111(3), 625–645. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.12.004

151. Henrique, B. M., Sobreiro, V. A., & Kimura, H. (2018). Stock price prediction using support vector regression on daily and up to the minute prices. *The Journal of Finance and Data Science*, 4(3), 183–201. https://doi.org/10.1016/j.jfds.2018.04.003

152. Siegel, J. J. (2021). *Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns & long-term investment strategies*. McGraw-Hill Education.

153. Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I. (2012). The real effects of financial markets. *Annual Review of Financial Economics*, 4(1), 339–360. https://doi.org/10.2139/ssrn.1976347

154. Верховна Рада України. (1996, 30 жовтня). *Про державне регулювання ринків капіталу та організованих товарних ринків* (Закон України №448/96-ВР). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр#Text

155. Хвостенко, В. С., Меренкова, Л. О., & Агапова, М. Ю. (2020). *Фінансовий інжиніринг* [Навч. посіб.]. Харківський національний економічний університет ім. С. Кузнеця.

156. Румик, І., & Зємцов, С. (2024). ЕКОНОМІЧНІ ЗАСАДИ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ РОЗДРІБНИМИ ІНВЕСТОРАМИ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ. *Вчені записки Університету «КРОК»*, (3(75), 11-20. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2024-75-11-20

157. Державний комітет статистики України. (2003, 15 квітня). *Про затвердження Методики розрахунку інтегральних регіональних індексів економічного розвитку* (Наказ № 114). https://zakononline.com.ua/documents/show/106685___106685

158. Шевченко, О. Г., & Майорова, Т. В. (Ред.). (2010). *Портфельне інвестування: Підручник*. КНЕУ.

159. Юркевич, О. М. (2011). Сутність та необхідність фундаментального аналізу в процесі портфельного інвестування. *Формування ринкових відносин в Україні*, *(11)*, 80–84. http://nbuv.gov.ua/UJRN/frvu_2011_11_18

160. Матюшенко, І. Ю. (2013). *Інвестування (в контексті міжнародної інтеграції України)* [Навч. посібн.]. Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна

161. Ліхновський, П. М. (2014). Фундаментальний аналіз у прийнятті інвестиційних рішень на фондовому ринку. *Економічний аналіз*, *17*(1), 215–223. http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecan_2014_17(1)__30

162. Мацелюх, Н. П. (2015). *Теоретико-методологічні основи ціноутворення на ринку цінних паперів: Монографія*. АНФ ГРУП.

163. Дикань, В. Л. (Ред.). (2017). *Біржова діяльність: Підручник*. УкрДУЗТ.

164. Черчик, Л. М. (2017). *Інвестиційний менеджмент: Навчальний посібник*. СНУ імені Лесі Українки.

165. Підгорний, А. З., & Самотоєнкова, О. В. (2018). *Методологія статистичного дослідження біржової діяльності: Навчальний посібник*. ФОП Гуляєва В.М.

166. Мойсеєнко, І., Ревак, І., Миськів, Г., & Чапляк, Н. (2019). *Інвестиційний аналіз: Навчальний посібник*. ЛьвДУВС

167. Zalizniuk, V., & Shchelkunov, V. (2021). Investment attractiveness of Ukraine: Realities and perspectives. *University Economic Bulletin*, *16*(1), 148–154. https://doi.org/10.31470/2306-546X-2021-48-148-154

168. Сохацька, О. М., Панасюк, В. М., Роговська-Іщук, І. В., & Вінницький, С. І. (2022). *Фундаментальний та технічний аналізи міжнародних ринків*. Західноукраїнський національний університет.

169. North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press. https://doi.org/10.1017/CBO9780511808678

170. Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). *The Worldwide Governance Indicators: Methodology and analytical issues* (Policy Research Working Paper No. 5430). World Bank. https://doi.org/10.1596/1813-9450-5430

171. World Economic Forum. (2019). *The Global Competitiveness Report 2019* (K. Schwab, Ed.). https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf

172. Trading Economics. (n.d.-a). *Ukraine Competitiveness Index*. Отримано 3 серпня 2025, з https://tradingeconomics.com/ukraine/competitiveness-index

173. World Economic Forum. (n.d.). *World Economic Forum*. Отримано 3 серпня 2025, з https://www3.weforum.org

174. Державна служба статистики України. (n.d.-a). *Місце України у рейтингу Global Competitiveness Report за субіндексом 'Інституції (державні*

та суспільні установи)'. Отримано 1 серпня 2025, з https://sdg.ukrstat.gov.ua/uk/16-7-1/

175. Trading Economics. (n.d.-b). *Ease of Doing Business in Ukraine*. Отримано 3 серпня 2025, з https://tradingeconomics.com/ukraine/ease-of-doing-business

176. World Bank. (2020-a). *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies*. https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1440-2

177. Ministry of Economy of Ukraine. (n.d.). *Doing Business*. Отримано 3 серпня 2025, з https://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=en-GB&id=7e690db6-302f-48dd-8c28-01cf383c4264&title=DoingBusiness

178. Transparency International. (2024, 30 січня). *Corruption Perceptions Index 2023: Ukraine*. https://www.transparency.org/en/cpi/2023/index/ukr

179. The Heritage Foundation. (2025, лютий). *Index of Economic Freedom: All Country Scores*. https://www.heritage.org/index/pages/all-country-scores

180. World Justice Project. (2023, 25 жовтня). *WJP Rule of Law Index 2023: Ukraine*. https://worldjusticeproject.org/rule-of-law-index/country/2023/Ukraine

181. Європейська Бізнес Асоціація. (n.d.). *Дослідження та аналітика*. Отримано 30 травня 2024, з https://eba.com.ua/research/doslidzhennya-ta-analityka/

182. KPMG. (2023, жовтень). *KPMG 2023 CEO Outlook*. *https://kpmg.com/ua/uk/home/insights/2023/10/kpmg-global-ceo-outlook-survey.html*

183. Кузьмінський, В., & Коваль, А. (2024). ІНВЕСТИЦІЙНІ ФОНДИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ. *Вчені записки Університету «КРОК»*, (4(76), 30–37. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2024-76-30-37

184. Голюк, В., Кузьмінський, В., & Чумаченко, О. (2024). СУЧАСНИЙ СТАН ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЙОГО РОЗВИТКУ. *Економіка та суспільство*, (64). https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-64-96

185. Міністерство фінансів України. (n.d.-a). *Єдиний проектний портфель публічних інвестицій*. Отримано 8 серпня 2025, з

https://mof.gov.ua/uk/unified_portfolio_of_public_investment_projects_list_of_priority_public_investment_projects-749

186. Державна служба статистики України. (n.d.-b). *Капітальні інвестиції*. Отримано 26 Квітня, 2025, з https://stat.gov.ua/uk/datasets/kapitalni-investytsiyi-0

187. DREAM. (n.d.). *Єдиний проєктний портфель здійснення публічних інвестицій*. Отримано 10 серпня 2025, з https://dream.gov.ua/ua/pip-pipeline

188. Дудко, В. (2025, 14 січня). *Увага на якості, а не на кількості угод: у 2024-му третина найактивніших інвесторів в українські стартапи фокусувалися на Defencetech. Які їхні плани на 2025-й?*. Forbes Ukraine. https://forbes.ua/innovations/uvaga-na-yakosti-a-ne-na-kilkosti-ugod-u-2024-mu-tretina-nayaktivnishikh-investoriv-v-ukrainski-startapi-fokusuvalisya-na-defencetech-yaki-ikhni-plani-na-2025-y-14012025-26250

189. Ґрем, Б. (2023). Розумний інвестор. *Стратегія вартісного інвестування.* (О. Кальнова, Пер.; 5-те вид.). Наш Формат.

190. Джонсон, Ч. (2023). *Японське економічне диво.* (Р. Клочко, Пер.). Наш формат.

191. Амсден, Е. (2023). *Корейське економічне диво*. (Я. Вішталюк, Пер.). Наш формат.

192. Родан, Г. (2025). *Сінгапурське економічне диво. Від британської колонії до азійського тигра*. (Н. Томчевська-Попович, Пер.). Наш Формат.

193. Чумаченко, О., & Клюжин, О. (2025). АНАЛІЗ МОДЕЛЕЙ ПРОЄКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ: МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ. *Вчені записки Університету «КРОК»*, 3(79), 88-98. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2025-79-88-98

194. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (1999). *A New Database on Financial Development and Structure*. World Bank Policy Research Working Paper. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=615009

195. Beck, T., & Levine, R. (2003). *Legal institutions and financial development* (Policy Research Working Paper No. 3136). World Bank. https://hdl.handle.net/10986/18057

196. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2003). Law and finance: Why does legal origin matter? *Journal of Comparative Economics, 31*(4), 653–675. https://doi.org/10.1016/j.jce.2003.08.001

197. Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2008). Finance, financial sector policies, and long-run growth. *World Bank Policy Research Working Paper No. 4469*. World Bank. https://documents.worldbank.org/curated/en/389861468331810055

198. Durusu-Ciftci, D., et al. (2017). *Financial development and economic growth: Some theory and evidence*. Journal of Economic Surveys https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2016.08.001

199. World Bank. (2019). *Global Financial Development Database*. Washington, DC: World Bank. https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database

200. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. (n.d.-b). *Аналіз ринку.* Отримано 10 листопада 2025, з https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/

201. S&P Dow Jones Indices. (n.d.). *Market classification*. S&P Global. Retrieved August 23, 2025, from https://www.spglobal.com/spdji/en/landing/topic/market-classification/

202. Кравчук, І. С., & Юхимчук, В. Д. (2011). Макроекономічні аспекти фундаментального аналізу ринку цінних паперів. *Інвестиції: практика та досвід*, (1), 32–36. https://nbuv.gov.ua/UJRN/ipd_2011_1_11

203. Савченко, В. (2025). Детермінанти вартості капіталу в Україні: фундаментальний аналіз макроекономічного впливу. *Ефективна економіка, 11.* https://doi.org/10.32702/2307-2105.2025.11.146%20

204. Investing.com. (n.d.-a). *Economic Calendar*. Investing.com. Retrieved August 23, 2025, from https://www.investing.com/economic-calendar/

205. Trading Economics. (n.d.-c). *Economic Calendar*. Retrieved August 23, 2025, from https://tradingeconomics.com/calendar

206. Bloomberg. (n.d.). *Economic Calendar*. Retrieved August 23, 2025, from https://www.bloomberg.com/markets/economic-calendar

207. TradingView. (n.d.). *Economic Calendar*. Retrieved August 23, 2025, from https://www.tradingview.com/economic-calendar

208. Державна служба статистики України. (2025a). *Демографічна та соціальна статистика: Ринок праці: Зайнятість та безробіття*. https://ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/rp.htm

209. Національний банк України. (n.d.-a). *Макроекономічні показники*. Отримано 23 серпня 2025, з https://bank.gov.ua/ua/statistic/macro-indicators#3

210. Державна служба статистики України. (2017). *Методика розрахунку індикаторів ділових очікувань*. https://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/metod_doc/2019/175/m_rido.pdf

211. Українська торгово-промислова палата. (2023). *Index Intelligence: як використовувати результати опитувань для прийняття бізнес-рішень* [Презентаційні слайди]. https://ucci.org.ua/uploads/files/65804cb7758e6404340810.pdf

212. Національний банк України. (2024, 2 травня). *Ділові очікування підприємств I квартал 2024 року*. https://bank.gov.ua/ua/news/all/dilovi-ochikuvannya-pidpriyemstv-i-kvartal-2024-roku#

213. Національний банк України. (n.d.-b). *Облікова ставка Національного банку*. Отримано 23 серпня 2025, з https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish

214. Державна служба статистики України. (2018). *Методологічні положення щодо визначення валового внутрішнього продукту*. https://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/metod_doc/2018/187/mp_VVP.pdf

215. Національний банк України. (2025, квітень). *Таблиця макроекономічного прогнозу* [Електронна таблиця]. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Macroeconomic_Forecast_table_2025_04.xlsx?v=13

216. Державна служба статистики України. (n.d.-c). *Річні національні рахунки*. Отримано 23 серпня 2025, з https://stat.gov.ua/uk/datasets/richni-natsionalni-rakhunky

217. Малий, І. Й., Радіонова, І. Ф., Куценко, Т. Ф., & Федірко, Н. В. (2016). *Макроекономіка: базовий курс* [Навч. посіб.]. КНЕУ.

218. Державна служба статистики України. (2025b). *Економічна статистика: Макроекономічна статистика: Тенденції ділової активності*. https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/tda.htm

219. Фондова біржа «Перспектива». (n.d.-a). *Графік індексів торгів*. Отримано 23 серпня 2025, з https://fbp.com.ua/Graph/IndexTradeGraph.aspx

220. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. (2025). *Інформаційна довідка за січень–вересень 2025*. https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2025/10/informatsiina_dovidka_za-sichen_veresen-2025_1.doc

221. Kuznets, S., Epstein, L., Jenks, E. (1941). *National income and its composition, 1919–1938* (Vol. 1). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/books-and-chapters/national-income-and-its-composition-1919-1938-volume-i

222. Stone, R. (1947). Measurement of national income and the construction of social accounts. *United Nations Review, 1*(4), 5–15

223. Державна служба статистики України. (n.d.-e). *Валовий внутрішній продукт за категоріями доходу.* Отримано 10 листопада 2025, з https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/vvp/kvartal_new/vvp_rik/vvp_kd10-23.xlsx

224. Державна служба статистики України. (n.d.-f). *Валовий внутрішній продукт за категоріями доходу.* Data.gov.ua. Отримано 10 листопада 2025, з

https://data.gov.ua/dataset/94a5c2f0-3d4c-4236-97fa-b59ef29f5537/resource/44a811f7-e7f5-4289-8da2-de1f7b3eb9d9

225. Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance, 28*(3), 423–442. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00408-9

226. Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1A, pp. 865–934). Elsevier. https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9

227. Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. (2005). Institutions as a fundamental cause of long-run growth. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1A, pp. 385–472). Elsevier. https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01006-3

228. Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: The role of local financial markets. *Journal of International Economics, 64*(1), 89–112. https://doi.org/10.1016/S0022-1996(03)00081-3

229. Національний банк України. (2025). *Оцінка обсягів прямих іноземних інвестицій, в яких кінцевим контролюючим інвестором є резидент (round tripping) за 2010 – 2024 роки* [Аналітична записка]. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FDI_round_tripping_ICL-DFS_pr.pdf?v=4

230. Damgaard, J., Elkjaer, T., & Johannesen, N. (2019). What is real and what is not in the global FDI network? *IMF Working Paper No. WP/19/274*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2019/12/11/what-is-real-and-what-is-not-in-the-global-fdi-network

231. World Bank. (2020-b). *Global Investment Competitiveness Report 2019/2020: Rebuilding investor confidence in times of uncertainty*. World Bank. https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1530-4

232. Аджемоглу, Д., & Робінсон, Д. (2016). *Чому нації занепадають. Походження влади, багатства і бідності*. (О. Дем'янчук, Пер.). Наш Формат.

233. Marshall, A. (1920). *Researches into the mathematical principles of wealth*. Macmillan and Co.

234. Cournot, A. (1927). *Researches into the mathematical principles of wealth*. New York: The Macmillan Company.

235. Фондова біржа «Перспектива». (n.d.-b). *Аналітика*. Отримано 23 серпня 2025, з https://fbp.com.ua/Analitic.aspx

236. CNN Business. (n.d.). *Fear & Greed Index*. Retrieved August 27, 2025, from https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed

237. Fidelity. (n.d.). *CBOE VIX*. Retrieved August 27, 2025, from https://www.fidelity.com/learning-center/trading-investing/technical-analysis/technical-indicator-guide/cboe-vix

238. Міністерство фінансів України. (n.d.-b). *Кредитний рейтинг: поточні рейтинги, загальна інформація, історичні зміни*. Отримано 1 серпня 2025, з https://mof.gov.ua/uk/kreditnij-rejting-potochni-rejtingi-zagalna-informacija-istorichni-zmini

239. S&P Global. (2025). *S&P Global ratings definitions*. https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/190705-s-p-global-ratings-definitions-s504352

240. Міністерство фінансів України. (2024, 4 вересня). *Україна завершила реструктуризацію державних облігацій та гарантованих державою єврооблігацій на суму 20,5 млрд доларів США*. https://mof.gov.ua/uk/news/ukraine_completes_the_restructuring_of_usd_205_billion_sovereign_and_sovereign-guaranteed_eurobonds-4772

241. Trading Economics. (n.d.-d). *United States Government Bond Yield*. Retrieved August 27, 2025, from https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield

242. Trading Economics. (n.d.-e). *Germany Government Bond Yield*. Retrieved August 27, 2025, from https://tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield

243. Investing.com. (n.d.-b). *Poland Government Bonds*. Retrieved August 27, 2025, from https://www.investing.com/rates-bonds/poland-government-bonds

244. Міністерство фінансів України. (n.d.-c). *ОЗДП, що перебувають в обігу*. Отримано 27 серпня 2025, з https://mof.gov.ua/uk/ozdp-shho-perebuvajut-v-obigu

245. Міністерство фінансів України. (n.d.-d). *ОВДП, що перебувають в обігу*. Отримано 27 серпня 2025, з https://mof.gov.ua/uk/ovdp-shho-perebuvajut-v-obigu

246. Central Bonds Network. (n.d.-a). *Качай Гроші, 1-В (77/2/2021, UA5000008442)*. Отримано 27 серпня 2025, з https://cbn-data.com.ua/bonds/1104851/

247. Central Bonds Network. (n.d.-b). *ЕСКА Капітал, 3-Е (19/2/2023, UA5000011214)*. Отримано 27 серпня 2025, з https://cbn-data.com.ua/bonds/1570081/

248. S&P Global Ratings. (2023, 1 грудня). *Poland 'A-/A-2' Foreign Currency Ratings Affirmed; Outlook Stable*. https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3097354

249. S&P Global Ratings. (2024, 22 березня). *Germany 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*. https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3142865

250. Reuters. (2025, 19 серпня). *S&P affirms 'AA+' credit rating for U.S., cites impact of tariff revenue*. https://www.reuters.com/business/sp-affirms-aa-credit-rating-us-cites-impact-tariff-revenue-2025-08-19/

251. Універ Капітал. (n.d.). *Універ Капітал*. Отримано 27 серпня 2025, з https://univer.ua/invest

252. Daliz Finance. (n.d.). *Daliz Finance*. Отримано 27 серпня 2025, з https://daliz.finance

253. ПФТС. (2025, 27 серпня). *Біржовий Список*. https://pfts.ua/stock-exchange-pfts/list-pfts

254. Röpke, W. (1948). *Civitas Humana: A humane order of society*. William Hodge and Chilver, Limited.

255. Röpke, W. (1960). *A humane economy: The social framework of the free market*. Henry Regnery Company.

256. Mises, L. von. (1949). *Human action: A treatise on economics*. Yale University Press.

257. Hayek, F. A. von. (1945). The use of knowledge in society. *The American Economic Review, 35*(4), 519–530. https://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ200/spring01/hayek.pdf

258. Spitznagel, M. (2013). *The Dao of Capital: Austrian Investing in a Distorted World*. J. Wiley.

259. Soros, G. (2019). *Reflexivity and Economics: George Soros's theory of reflexivity and the methodology of economic science*. Taylor & Francis.

260. Канеман, Д. (2025). *Мислення швидке й повільне*. (М. Яковлєв, Пер.) Наш Формат.

261. Ariely, D. (2008). *Predictably irrational: The hidden forces that shape our decisions*. HarperCollins Publishers.

262. Cullen, H. (2024). *In the money: Bull market strategy*. Amazon Fulfilment.

263. Савченко, В. (2023a). Прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *1*(69), 38–51. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-69-38-51

264. Савченко, В. (2023b). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих та експоненційних ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК» 2(70)*, 61-75. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-70-61-75

265. Савченко, В. (2023c). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих, експоненційних

та лінійно зважених ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК» 3(71)*, 19-30. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-71-19-30

266. Савченко, В., & Бобров, Є. (2024). Особливості прогнозування змін котирування акцій з використанням ковзних середніх і осциляторів на прикладі компанії нафтодобувної галузі. *Економіка України*, *67*(11 (756)), 74–98. https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.11.074

267. Savchenko, V. (2025). Analysis of the impact of SARS-COV-2 pandemic parameters on pharmaceutical company stock prices. *Economics, Finance and Management Review, 2*(22), 82–93. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2025-2-82-93

268. Savchenko, V., & Bobrov, Y. (2024). Features of forecasting stock price changes of oil production companies using combinations of trend and non-trend indicators. *Finance and Management Review*, *(4(20))*, 30–42. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2024-4-30-42

269. Савченко, В. Ю. (2022). Торгова система трейдера. Варіанти налаштування ковзних середніх. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей IV Міжнародної конференції (м. Київ, 7-8 грудня 2022 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2022/paper/view/1175

270. Савченко, В. Ю. (2023). Торгова система трейдера. Використання комбінацій ковзних середніх для прогнозування напрямку змін курсу фінансового інструменту. *Світ наукових досліджень*: тези доповідей Міжнародної мультидисциплінарної наукової інтернет-конференції, 16-17 лютого 2023 р.). Вип. 16. ГО «Наукова спільнота»; WSSG w Przeworsku. URL: https://www.economy-confer.com.ua/full-article/4256/

271. Савченко, В. Ю. (2023). Торгова система трейдера. Підбір оптимальних періодів для налаштування ковзних середніх на прикладі валютної пари EUR/USD. *Вітчизняна наука на зламі епох: проблеми та перспективи розвитку:* тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної

інтернет-конференції (м. Переяслав, 17 лютого 2023 р.). Переяслав: Університет Григорія Сковороди в Переяславі. Вип. 85. С. 6-10. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663526_TORGOVA_SISTEMA_TREJDERA_PIDBIR_OPTIMALNIH_PERIODIV_DLA_NALASTUVANNA_KOVZNIH_SEREDNIH_NA_PRIKLADI_VALUTNOI_PARI_EURUSD_st_6-10

272. Савченко, В. Ю. (2023). Прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням комбінацій простих ковзних середніх. *Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті:* тези доповідей XV Міжнародної науково-практичної конференції (м. Кам'янець-Подільський, 11 травня 2023 р.). Кам'янець-Подільський: Кам'янець-Подільський національний університет імені Івана Огієнка. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663533_PROGNOZUVANNA_NAPRAMU_ZMIN_KURSU_FINANSOVOGO_INSTRUMENTU_Z_VIKORISTANNAM_KOMBINACIJ_PROSTIH_KOVZNIH_SEREDNIH_st_31-34

273. Савченко, В. Ю. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих та експоненційних ковзних середніх. *Стратегії управління інноваціями в сучасній економіці:* тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, 1 вересня 2023 р.). Східноєвропейський центр наукових досліджень. URL: https://researcheurope.org/wp-content/uploads/2023/09/re-01.09.23.pdf

274. Савченко, В. Ю. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих, експоненційних та лінійно зважених ковзних середніх. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей V Міжнародної конференції (м. Київ, 7 грудня 2023 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2023/paper/view/1597

275. Савченко, В. (2024). Особливості прогнозування змін котирування акцій з використанням ковзних середніх і осциляторів на прикладі компанії нафтодобувної галузі. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні,*

суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку: тези доповідей VI Міжнародної конференції (м. Київ, 5-6 грудня 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2024/paper/view/2283

276. Murphy, J. J. (1999). *Technical analysis of the financial markets: A comprehensive guide to trading methods and applications*. New York Institute of Finance.

277. Пилипченко, О., Кузьмінський, В., & Чумаченко, О. (2021). Використання методів технічного аналізу для прогнозування ринку криптовалют. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *4*(64), 28–35. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2021-64-28-35

278. Rumyk, I., Kuzminsky, V., Pylypenko, O., & Yaroshenko, O. (2024). Precious metals market forecasting in the current environment. *Economics, Finance and Management Review, 1*(17), 45–56. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2024-1-45

279. Aronson, D. (2011). *Evidence-based technical analysis: applying the avoro fic c method and statistical inference to trading signals*. John Wiley & Sons.

280. Joseph, V., & Vakayil, A. (2021). Split: An optimal method for data splitting. *Technometrics, 64*(2), 166–176. https://doi.org/10.1080/00401706.2021.1921037

281. Zhang, W., Zhou, Y. (2021). The Feature-Driven Method for Structural Optimization. Chapter 2 Level-set functions and parametric functions. Elsevier. https://doi.org/10.1016/B978-0-12-821330-8.00002-X

282. Державна служба статистики України. (n.d.-d). *Структура валової доданої вартості за видами економічної діяльності*. Data.gov.ua. Отримано 28 серпня 2025, з https://data.gov.ua/dataset/80469628-7630-4c3e-b010-7f564dc88b31/resource/374667cb-6be0-4ad4-902d-d7001973499b

283. Редзюк, Є. (2025). Трансформація секторів економіки України в контексті глобальних викликів та євроінтеграції. *Міжнародна економічна політика, 42*(2025), 89-108. https://doi.org/10.33111/iep.2025.42.04

284. Zolkover, A., Iatsentiuk, R., & Aiyedogbon, John O. (2025). Strategic priorities for business innovation and investment in post-war Ukraine. *Smart Economy, Entrepreneurship and Security, 3*(1), 55-63 https://doi.org/10.60022/sis.3.(01).6

285. Verdoorn, P. J. (1949). Fattori che regolano lo sviluppo della produttività del avoro. *L'Industria, 1*(1), 3–10.

286. Krugman, P. (1991). Increasing returns and economic geography. *Journal of Political Economy, 99*(3), 483–499. https://doi.org/10.1086/261763

287. Cecchini, P. (1988) *The Costs of Non-Europe*. Brussels: European Commission.

288. Lin, J. Y. (2012). *The quest for prosperity: How developing economies can take off*. Princeton University Press. https://doi.org/10.1515/9781400845388

289. Lane, F. C. (1958). Economic consequences of organized violence. *The Journal of Economic History, 18*(4), 401–417. https://doi.org/10.1017/S0022050700107612

290. Tilly, C. (1992). *Coercion, capital, and European states, AD 990–1990*. Blackwell.

291. Amsden, A. H. (2001). *The Rise of "The Rest": Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford University Press

292. Marshall, G. C. (1947, June 5). *The Marshall Plan speech at Harvard University*. Harvard University, Cambridge, MA. https://www.marshallfoundation.org/marshall/the-marshall-plan/marshalls-speech-at-harvard/

293. OECD. (2020). *Agricultural Policy Monitoring and Evaluation 2020*. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/928181a8-en

294. European Commission. (2021). *EU Agricultural Outlook for Markets, Income and Environment 2021–2031*. Directorate-General for Agriculture and Rural Development. April 26, 2025, from https://agriculture.ec.europa.eu/system/files/2023-01/agricultural-outlook-2021-report_en_0.pdf

295. Редзюк, Є. В. (2021). Механізми ефективного державного стимулювання і пріоритети при інвестуванні в економіку України. *Економіка України*, *(8)*, 68–80. https://doi.org/10.15407/economyukr.2021.08.068

296. Rodrik, D. (2007). *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions, and Economic Growth*. Princeton University Press

297. Rodrik, D. (2011). *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*. W. W. Norton.

298. Prebisch, R. (1950). *The Economic Development of Latin America and its Principal Problems*. United Nations Department of Economic Affairs. New York: Lake Success.

299. Singer, H. W. (1950). The distribution of gains between investing and borrowing countries. *The American Economic Review*, *40*(2), 473–485. http://www.jstor.org/stable/1818065

300. Rybczynski, T. M. (1955). Factor Endowment and Relative Commodity Prices. *Economica*, *22*(88), 336–341. https://doi.org/10.2307/2551188

301. Myrdal, G. (1944). *An American dilemma: The Negro problem and modern democracy*. Harper & Brothers.

302. Schumpeter, J. A. (1942). *Capitalism, socialism and democracy*. Harper & Row.

303. Chang, H.-J. (2002). *Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective*. Anthem Press.

304. Streeck, W. (2014). *Buying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*. Verso.

305. Aghion, P., & Howitt, P. (1992). A model of growth through creative destruction. *Econometrica, 60*(2), 323–351. https://doi.org/10.3386/w3223

306. Sombart, W. (1919). *Der moderne Kapitalismus*. Duncker & Humblot.

307. Sombart, W. (1922). *Luxus und Kapitalismus*. Duncker & Humblot.

308. Коен, С., & Делонг, Б. (2023). *Американське економічне диво і Александер Гамільтон.* (Р. Клочко, Пер.). Наш формат.

309. Singer, H. W., & Meier, G. M. (1958). The Terms of Trade and Economic Development: Comment. *The Review of Economics and Statistics*, *40*(1), 85–90. https://doi.org/10.2307/1926250

310. Abramovitz, M. (1956). Resource and output trends in the United States since 1870. *Resource and output trends in the United States since 1870* (pp. 1-23). NBER. https://www.nber.org/system/files/chapters/c5650/c5650.pdf

311. Solow, R. M. (1957). *Technical Change and the Aggregate Production Function*. Review of Economics and Statistics, 39(3), 312–320. https://doi.org/10.2307/1926047

312. Freeman, C. (1987). *Technology policy and economic performance: Lessons from Japan*. Pinter Publishers

313. Dosi, G. (1988). Technical change and economic theory. In Dosi, G., Freeman, C., Nelson, R., Silverberg, G., & Soete, L. (Eds.), *Technical change and economic theory* (pp. 1–17). Pinter Publishers.

314. Freeman, C., & Louca, F. (2001). *As time goes by: From the industrial revolutions to the information revolution*. Oxford University Press.

315. Perez, C. (2002). *Technological revolutions and financial capital: The dynamics of bubbles and golden ages*. Edward Elgar.

316. Lipsey, R. G., Carlaw, K. I., & Bekar, C. T. (2005). *Economic transformations: General purpose technologies and long-term economic growth*. Oxford: Oxford University Press

317. Hidalgo, C. A., Klinger, B., Barabási, A.-L., & Hausmann, R. (2007). The product space conditions the development of nations. *Science*, *317*(5837), 482–487. https://doi.org/10.1126/science.1144581

318. The Growth Lab at Harvard University. (n.d.). *The Atlas of Economic Complexity*. Harvard Kennedy School. Retrieved April 26, 2025, from https://atlas.hks.harvard.edu/rankings

319. The Observatory of Economic Complexity. (n.d.). *ECI rankings (HS96)*. Retrieved April 26, 2025, from https://oec.world/en/rankings/eci/hs6/hs96?tab=ranking

320. Vernon, R. (1966). *International investment and international trade in the product cycle*. *The Quarterly Journal of Economics*, *80*(2), 190–207. https://doi.org/10.1016/B978-0-12-444281-8.50024-6

321. Akamatsu, K. (1962). A historical pattern of economic growth in developing countries. *The Developing Economies*, *1*(1), 3–25. https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.1962.tb01020.x

322. Kosai, Y., & Tran, V. T. (1994). Japan and industrialization in Asia: An essay in memory of Dr. Saburo Okita. *Journal of Asian Economics, 5*(2), 155–176. https://doi.org/10.1016/1049-0078(94)90022-1

323. Wells Jr, L. T. (1968). A product life cycle for international trade. *Journal of Marketing*, *32*(3), 1-6. https://doi.org/10.1177/002224296803200301

324. Hausmann, R., & Hidalgo, C. A. (2009). The building blocks of economic complexity. *PNAS, 106*(26), 10570–10575. https://doi.org/10.1073/pnas.0900943106

325. Rodrik, D. (2013). Unconditional convergence in manufacturing. *Quarterly Journal of Economics, 128*(1), 165–204. https://doi.org/10.1093/qje/qjs047

326. Wurgler, J. (2000). *Financial markets and the allocation of capital*. *Journal of Financial Economics, 58*(1–2), 187–214. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00070-2

327. Baumol, W. J., & Bowen, W. G. (1966). *Performing arts: The economic dilemma: A study of problems common to theater, opera, music and dance*. Twentieth Century Fund.

328. Baldwin, R. (2016). *The Great Convergence: Information technology and the new globalization*. Harvard University Press.

329. Ліст, Ф. (2021). *Національна система політичної економії.* (М. Гавриш, Пер.). Наш Формат.

330. Стадвел, Д. (2022). *Чому Азії вдалося.* (О. Цехановська, Пер.). Наш формат.

331. Глушко, Т. П. (2023). «Глобальний занепад» та «нова карта світу»: соціально-економічні перспективи України. *ПЕРСПЕКТИВИ. СОЦІАЛЬНО-*

ПОЛІТИЧНИЙ ЖУРНАЛ, (3), 46–52. https://doi.org/10.24195/spj1561-1264.2023.3.5

332. Schwartz, S. H. (1992). Universals in the content and structure of values: Theoretical advances and empirical tests in 20 countries. In M. P. Zanna (Ed.), *Advances in experimental social psychology,* Vol. 25, pp. 1–65). Academic Press. https://doi.org/10.1016/S0065-2601(08)60281-6

333. Trompenaars, F., & Hampden-Turner, C. (1997). *Riding the waves of culture: Understanding diversity in global business* (2nd ed.). Nicholas Brealey Publishing.

334. Triandis, H. C. (2001). *Individualism-Collectivism and Personality*. Journal of Personality, 69, 907-924. http://dx.doi.org/10.1111/1467-6494.696169

335. Inglehart, R., & Welzel, C. (2005). *Modernization, Cultural Change, and Democracy: The Human Development Sequence*. Cambridge University Press.

336. Hofstede, G., Hofstede, J. G. & Minkov, M. (2010). *Cultures and Organizations. Software of the mind. Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival.* McGraw-Hill.

337. Schwartz, S. H., Cieciuch, J., Vecchione, M., Davidov, E., Fischer, R., Beierlein, C., Ramos, A., Verkasalo, M., Lönnqvist, J.-E., Demirutku, K., Dirilen-Gumus, O., & Konty, M. (2012). Refining the theory of basic individual values. *Journal of Personality and Social Psychology, 103*(4), 663–688. https://doi.org/10.1037/a0029393

338. Gelfand, M. J. (2018). *Rule Makers, Rule Breakers: How Tight and Loose Cultures Wire Our World*. Scribner.

339. Стародубська, М. (2025). *Як зрозуміти українців: кроскультурний погляд*. Віват.

340. Licht, A. N. (2008, Грудень 22). *Social Norms and the Law: Why People Obey the Law*. The Review of Law and Economics. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1319242

341. Alesina, A. & Giuliano P. (2015). Culture and Institutions. *Journal of Economic Literature* 53 (4): 898–944. https://dx.doi.org/10.1257/jel.53.4.898

342. Welzel, C. & Delhey, J. (2015). *Generalizing Trust: The Benign Force of Emancipation*. Journal of Cross-Cultural Psychology, 46(7). https://doi.org/10.1177/0022022115588366

343. Аджемоглу, Д. & Робінсон, Д. (2025). *Вузький коридор. Держави, суспільства і доля свободи.* (Г. Шпак, Пер.). Наш Формат

344. Fukuyama, F. (1995). *Trust: The social virtues and the creation of prosperity*. Free Press.

345. Putnam, R. D. (2000). *Bowling Alone: The Collapse and Revival of American Community*. Touchstone Books/Simon & Schuster.

346. North, D. C., Wallis, J. J., & Weingast, B. R. (2009). *Violence and Social Orders: A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History*. Cambridge University Press.

347. OECD. (2019). *Under Pressure: The Squeezed Middle Class.* https://www.oecd.org/en/publications/under-pressure-the-squeezed-middle-class_689afed1-en.html

348. Buchanan, J. M. & Tullock, G. (1962). *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*. Ann Arbor: University of Michigan Press

349. Buchanan, J. M. (1975). *The Limits of Liberty: Between Anarchy and Leviathan*. University of Chicago Press.

350. Pareto, V. (1935). *The mind and society* (A. Livingston, Trans.). Harcourt, Brace & Co.

351. Mosca, G. (1939). *The ruling class* (H. D. Kahn, Trans.; A. Livingston, Ed.). McGraw-Hill.

352. Michels, R. (1915). *Political Parties: A Sociological Study of the Oligarchical Tendencies of Modern Democracy.* Hearts International Library Co.

353. Mills, C. W. (1956). *The power elite*. Oxford University Press.

354. Dye, T. R. (2011). *Top Down Policymaking*; *Who's Running America?* https://doi.org/10.4135/9781483330150

355. Sklair, L. (2016). *The Transnational Capitalist Class.* In: Farazmand, A. (eds) Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy, and Governance. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-31816-5_2761-1

356. Дацюк, С. (2016a). *У пошуках еліти*. Українська правда. https://blogs.pravda.com.ua/authors/datsuk/5a339b2a427a0/

357. Дацюк, С. (2016b). *Чи потрібна Україні еліта?* Главком. https://glavcom.ua/columns/sergiydatsyuk/chi-potribna-elita-ukrajini-382940.html

358. Olson, M. (1982). *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*. New Haven, CT: Yale University Press.

359. Фріланд, Х. (2017). *Плутократи. Епоха нових багатих і занепад старої системи.* (М. Климчук, Пер.). Наш Формат.

360. Collier, P. (2007). *The bottom billion: Why the poorest countries are failing and what can be done about it*. Oxford University Press.

361. Casas-Klett, T., & Cozzi, G. (2020). *Elite Quality Report 2020: 32 country scores and global rank*. University of St. Gallen. Munich Personal RePEc Archive (MPRA Paper No. 102768). https://mpra.ub.uni-muenchen.de/102768/

362. Bourdieu, P. (1986). The forms of capital. In J. Richardson (Ed.), *Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education* (pp. 241–258). Greenwood. https://home.iitk.ac.in/~amman/soc748/bourdieu_forms_of_capital.pdf

363. Coleman, J. S. (1990). *Foundations of social theory*. Belknap Press of Harvard University Press.

364. InfoSapiens. (2020, October 29). *Results of the seventh wave of the World Values Survey in Ukraine*. https://www.sapiens.com.ua/en/socpol-research-single-page?id=140

365. InfoSapiens. (2023). *Корупція в Україні 2022: розуміння, сприйняття, поширеність*. Національне агентство з питань запобігання корупції (НАЗК). https://nazk.gov.ua/wp-content/uploads/2023/05/Prezent.opytuvannya-koruptsiya-2022_FINAL_ukr.pdf

366. International Household Survey Network. (2024, August 28). *World Values Survey – Wave 7, 2020* [Dataset]. https://catalog.ihsn.org/catalog/12310

367. Кабінет Міністрів України. (2024a, 27 травня). *Мінфін: За час дії воєнного стану підприємці отримали 54 158 кредитів на 216,5 млрд грн за програмою "Доступні кредити 5-7-9%"*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/minfin-za-chas-dii-voiennoho-stanu-pidpryiemtsi-otrymaly-54-158-kredytiv-na-2165-mlrd-hrn-za-prohramoiu-dostupni-kredyty-5-7-9

368. Міністерство економіки України. (2024a, 13 травня). *єРобота: 8 млрд грн інвестувала держава через гранти в розвиток бізнесу*. https://me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=e8a6418c-b701-496e-b133-74b07d852d0f&title=Robota-8-MlrdGrnInvestuvala

369. Експортно-кредитне агентство (ЕКА). (n.d.-a). *Результати діяльності*. Отримано 5 серпня 2025, з https://www.eca.gov.ua/#results

370. Експортно-кредитне агентство (ЕКА). (n.d.-b). *Про ЕКА*. Отримано 4 серпня 2025, з https://www.eca.gov.ua/pro-eka/

371. Міністерство економіки України. (2024b, 13 травня). *Каталог індустріальних парків*. https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=a538f6cb-a375-4afb-b2d2-817caff68b8a&title=KatalogIndustrialnikhParkiv

372. Advantage Ukraine. (n.d.). *Головна*. Отримано 6 серпня 2025, з https://advantageukraine.com

373. Шевчук, С., Блінов, О., Кацило, Д., Давиденко, Б., Орел, І., Шаповал, К., Маранчак, М., Букатюк, У., & Кириченко, А., & Мельник, Т. (2024, 9 травня). *20+5 найбільших інвесторів країни*. Forbes Україна. https://forbes.ua/ratings/205-naybilshikh-investoriv-kraini-08052024-21006

374. Національний банк України. (n.d.). *Зовнішній сектор*. Отримано 3 серпня 2025, з https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-external

375. InVenture. (2024, 9 січня). *Ринок приватних інвестицій та M&A в Україні 2023: вимушені угоди та відважні інвестори*. https://inventure.com.ua/uk/analytics/investments/rinok-privatnih-investicij-ta-manda-v-ukrayini-2023:-vimusheni-ugodi-ta-vidvazhni-investori

376. KPMG. (2024, лютий). *M&A Radar 2023: Україна*. https://kpmg.com/ua/uk/home/insights/2024/02/2023-ma-radar-ukraine.html

377. Тарасовський, Ю. (2025, 19 березня). *“Київстар” купує Uklon за $155 млн*. Forbes. https://forbes.ua/news/kiivstar-pridbav-uklon-za-155-mln-grn-19032025-28143

378. «Київстар». (2025, 8 травня). *Київстар збільшив частку в Helsi до 97,99% зі збереженням чинної моделі управління компанією*. https://kyivstar.ua/news/id080520251115

379. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. (2013). *Річний звіт НКЦПФР*. [PDF]. nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2017/03/annual-report-2013.pdf

380. NV Бізнес. (2025, 18 березня). *Капітальні інвестиції в Україні: у яких галузях найвище зростання вкладень*. NV Бізнес. https://biz.nv.ua/ukr/sviy-biznes/kapitalni-investiciji-v-ukrajini-u-yakih-galuzyah-nayvishche-zrostannya-vkladen-50498829.html

381. Верховна Рада України. (2020, 31 березня). *Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо умов обігу земель сільськогосподарського призначення* (Закон № 552-IX). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/552-20#Text

382. Інститут економічних досліджень та політичних консультацій. (2023, 26 березня). *Визначення тіньової частки у підакцизних товарах та її динаміки*. https://iset-ua.org/ua/doslidzhennya/item/200-vyznachennia-tinovoi-chastky-u-pidaktsyznykh-tovarakh-ta-ii-dynamiky

383. Дубровський, В. (2023, 16 червня). *Скільки держава втрачає від тіньових схем на ринку підакцизних товарів*. LIGA.net. https://biz.liga.net/ua/all/all/article/skolko-gosudarstvo-teryaet-ot-tenevyh-shem-na-rynke-podaktsiznyh-tovarov

384. Саварець, А., & Гетман, О. (2023). *Оцінка тіньової частки на ринку підакцизних товарів за III квартал 2023 року*. Інститут соціально-економічної трансформації; Центр економічних досліджень CASE-Ukraine. https://iset-ua.org/images/Pidakcizni-tovari-tin-3kv-2023-final5.pdf

385. Саварець, А., & Черкашин, В. (2021). *Щодо ситуації із тіньовою торгівлею підакцизними товарами та заходів по її мінімізації*. Інститут соціально-економічної трансформації; Центр економічних досліджень CASE-Ukraine. https://iset-ua.org/images/Illicit_trade-final.pdf

386. Тарасовський, Ю., & Калашник, П. (2024, 30 травня). *Посли G7 закликали владу України активніше боротися з контрафактом, щоб наповнити бюджет*. Forbes Україна. https://forbes.ua/news/posli-g7-zaklikali-vladu-ukraini-aktivnishe-borotisya-z-kontrafaktom-shchob-napovniti-byudzhet-30052024-21479

387. Національна рада з відновлення України. (n.d.). *Розвиток оборонно-промислового комплексу* [PDF]. Отримано 6 серпня 2025, з https://www.kmu.gov.ua/storage/app/sites/1/recoveryrada/ua/development-of-the-military-industrial%20complex.pdf

388. Кабінет Міністрів України. (2021, 1 вересня). *Про затвердження Державної цільової науково-технічної програми розвитку авіаційної промисловості на 2021-2030 роки* (Постанова № 951). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/951-2021-п#Text

389. Міністерство цифрової трансформації України. (2023, 26 квітня). *В Україні запустили defense tech cluster BRAVE1, який стимулюватиме розвиток військових інновацій та оборонних технологій*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/v-ukraini-zapustyly-defense-tech-cluster-brave1-iakyi-stymuliuvatyme-rozvytok-viiskovykh-innovatsii-ta-oboronnykh-tekhnolohii

390. Національна рада з відновлення України. (2022, липень). *Енергетична безпека* [PDF]. https://www.kmu.gov.ua/storage/app/sites/1/recoveryrada/ua/energy-security.pdf

391. Державне агентство відновлення та розвитку інфраструктури України. (n.d.). *Державний портал з питань відновлення*. Отримано 6 серпня 2025, з https://recovery.gov.ua

392. Міністерство економіки України. (2020, 3 лютого). *Уряд дав старт державній програмі "Доступні кредити 5-7-9%"*.

https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=93e2d1bd-fcd2-454b-ad61-55251e5fe784&title=UriadDavStartDerzhavniiProgramidostupniKrediti5-7-9-

393. Прасад, А. (2023a, 12 травня). *Уряд дозволив ТЕЦ і ТЕС брати участь у програмі "5-7-9%" для відновлення пошкодженого обладнання*. Forbes Україна. https://forbes.ua/news/uryad-dozvoliv-tets-i-tes-brati-uchast-u-programi-5-7-9-dlya-vidnovlennya-poshkodzhenogo-obladnannya-12052023-13633

394. Прасад, А. (2023b, 15 вересня). *Уряд розширив програму кредитів "5-7-9%": що змінилось*. Forbes Україна. https://forbes.ua/news/uryad-rozshiriv-programu-kreditiv-5-7-9-shcho-zminilos-15092023-16032

395. Бігун, Н. (2023, 23 вересня). *Наша мета – збільшити долю переробки в структурі ВВП з нинішніх 10% до бенчмарку ОЕСР – 20%*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/nasha-meta-zbilshyty-doliu-pererobky-v-strukturi-vvp-z-nynishnikh-10-do-benchmarku-osd-20-nadiia-bihun

396. Свириденко, Ю. (2023, 26 вересня). *Допомога бізнесу на понад 41 млрд гривень. Міністерка економіки Юлія Свириденко про шість основних економічних програм у проєкті держбюджету-2024*. Forbes Україна. https://forbes.ua/money/dopomoga-biznesu-na-ponad-41-mlrd-griven-ministerka-ekonomiki-yuliya-sviridenko-pro-shist-osnovnikh-ekonomichnikh-program-u-proekti-derzhbyudzhetu-2024-26092023-16256

397. Бігун, Н. (2024, 1 травня). *Уряд переорієнтовує програму "Доступні кредити 5-7-9%" на інвестиційні цілі*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/uriad-pereoriientovuie-prohramu-dostupni-kredyty-5-7-9-na-investytsiini-tsili-nadiia-bihun

398. Міністерство аграрної політики та продовольства України. (2024, 9 травня). *177 мільярдів гривень отримали аграрії цьогоріч за програмою "Доступні кредити 5-7-9%"*. https://minagro.gov.ua/news/177-miliardiv-hryven-otrymaly-ahrarii-tsohorich-za-prohramoiu-dostupni-kredyty-5-7-9

399. Національний банк України. (2023, грудень). *Звіт про фінансову стабільність | Грудень 2023 року*. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2023-H2.pdf?v=7

400. Дія. (2022a). *єРобота*. https://diia.gov.ua/services/categories/biznesu/yerobota

401. Дія. (2022b). *єРобота*. https://erobota.diia.gov.ua

402. Дія. (n.d.). *Грант на переробне підприємство*. Отримано 4 серпня 2025, з https://diia.gov.ua/services/grant-na-pererobne-pidpriyemstvo

403. Міністерство економіки України. (2024c, 9 травня). *Виробнику дронів – пільговий грант*. https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=c1d5053a-13db-43ea-813a-122acb53f0d8

404. Міністерство економіки України. (2024d, 13 лютого). *Мінекономіки: Триває друга хвиля подачі заяв на гранти для переробних підприємств*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/minekonomiky-tryvaie-druha-khvylia-podachi-zaiav-na-hranty-dlia-pererobnykh-pidpryiemstv

405. Кабінет Міністрів України. (2022, 21 червня). *Про надання грантів для створення або розвитку бізнесу* (Постанова № 739). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/739-2022-п#Text

406. Дія. (2022c, жовтень). *єОселя*. https://eoselia.diia.gov.ua

407. Міністерство економіки України. (2024e, 27 травня). *Мінекономіки: єОселя: Українці взяли кредити на придбання житла на 7 млрд грн з початку року*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/yeoselia-ukraintsi-vzialy-kredyty-na-prydbannia-zhytla-na-7-mlrd-hrn-z-pochatku-roku

408. Міністерство економіки України. (2024f, 8 квітня). *Програма компенсації вартості сільгосптехніки: 204,5 млн грн компенсацій за перший квартал 2024 року*. https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=3783e126-bd18-47d2-97e5-52026c7c4f7e&title=ProgramaKompensatsiiVartostiTekhniki

409. Міністерство економіки України. (2025, 2 липня). *Зроблено в Україні: Уряд виділяє ще 700 млн грн на компенсацію 25% вартості с/г техніки та обладнання українських виробників*. https://me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=6bfa8020-2d6c-4375-824b-c9361e3f12af&title=ZroblenoVUkraini-

UriadVidiliaSche700-MlnGrnNaKompensatsiiu25-VartostiS-gTekhnikiTaObladnanniaUkrainskikhVirobnikiv

410. Верховна Рада України. (2016, грудня 20). *Про фінансові механізми стимулювання експортної діяльності* (Закон № 1792-VIII). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1792-19#Text

411. Дія.Бізнес. (n.d.). *Фінансування експортерів*. Отримано 5 серпня 2025, з https://business.diia.gov.ua/export/services/finance_for_exporters

412. Комітет Верховної Ради України з питань економічного розвитку. (2024, 3 червня). *Експортно-кредитне агентство розпочало страхувати інвестиції українських компаній від воєнних та політичних ризиків*. https://komprompol.rada.gov.ua/news/main_news/75603.html

413. Посольство США в Україні. (2024, 17 червня). *Міжнародна фінансова корпорація розвитку США (DFC) оголошує про нове страхування політичних ризиків в Україні на 357 мільйонів доларів.* https://ua.usembassy.gov/uk/міжнародна-фінансова-корпорація-роз/

414. Верховна Рада України. (2013). *Про індустріальні парки* (Закон України № 5018-VI). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5018-17#Text

415. Міністерство економіки України. (2022a, 28 жовтня). *Нове для учасників індустріальних парків: як отримати фінансування та компенсації за кредитами*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/nove-dlya-uchasnikiv-industrialnih-parkiv-yak-otrimati-finansuvannya-ta-kompensaciyi-za-kreditami

416. Міністерство економіки України. (2022b, 30 вересня). *Уряд визначив порядок використання вивільнених від оподаткування коштів для учасників індустріальних парків*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/uriad-vyznachyv-poriadok-vykorystannia-vyvilnenykh-vid-opodatkuvannia-koshtiv-dlia-uchasnykiv-industrialnykh-parkiv

417. Міністерство економіки України. (2022c, 7 вересня). *Уряд визначив умови звільнення від ПДВ та ввізного мита для індустріальних парків*. https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=ad46b498-a16d-4df7-ba21-

9393f6e150e8&title=UriadViznachivUmoviZvilnenniaVidPdvTaVviznogoMitaDliaIndustrialnikhParkiv

418. Міністерство економіки України. (2024g, 25 січня). *Мінекономіки спільно з Мінцифри й Офісом з розвитку підприємництва та експорту розробляє Стратегію відновлення МСП до 2027 року. До розробки долучать бізнес, експертів, донорів та регіони*. https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=fccbf0ec-d726-4f73-835b-83ade9e0d4aa&title=MinekonomikiSpilnoZMintsifri

419. Кабінет Міністрів України. (2024b, 15 травня). *Про внесення змін до постанов Кабінету Міністрів України* (Постанова № 547). Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/npas/pro-vnesennia-zmin-do-postanov-kabinetu-ministriv-a547

420. НКРЕКП. (2024, 26 квітня). *НКРЕКП зобов'язала приєднувати генеруючі установки без сплати ставки за приєднання та спростила відповідну процедуру*. https://www.nerc.gov.ua/news/nkrekp-zobovyazala-priyednuvati-generuyuchi-ustanovki-bez-splati-stavki-za-priyednannya-ta-sprostila-vidpovidnu-proceduru

421. Верховна Рада України. (2005). *Про комбіноване виробництво теплової та електричної енергії (когенерацію) та використання скидного енергопотенціалу* (Закон України №2509-IV). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2509-15#Text

422. Укрінформ. (2023, 17 серпня). *Платформа Advantage Ukraine працює з понад 130 проєктами вартістю $6,7 мільярда*. https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/3749907-platforma-advantage-ukraine-pracue-z-ponad-130-proektami-vartistu-67-milardiv.html

423. UkraineInvest. (2023, квітень). *Огляд діяльності та послуги* [PDF]. https://ukraineinvest.gov.ua/wp-content/uploads/2023/04/UKRAINEINVEST-ОГЛЯД-ДІЯЛЬНОСТІ-ТА-ПОСЛУГИ.pdf

424. UkraineInvest. (n.d.). *Наші результати*. Отримано 6 серпня 2025, з https://ukraineinvest.gov.ua/services-team/our-results/

425. Міністерство економіки України. (2024h, 25 січня). *Проект Стратегії відновлення, сталого розвитку та цифрової трансформації малого та середнього підприємництва на період до 2027 року*. https://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=454b13bc-3503-4185-b59d-b60f6467748c&title=ProektStrategiiVidnovlennia-StalogoRozvitkuTaTsifrovoiTransformatsiiMalogoTaSerednogoPidprimnitstvaNaPeriodDo2027-Roku

426. Міністерство економіки України. (2024i, 22 травня). *Україна та ЄС уклали Рамкову угоду для фінансування в рамках Ukraine Facility*. https://www.me.gov.ua/News/Detail?lang=uk-UA&id=42fa541d-c26d-49d4-893a-d4a105573fd2&title=UkrainaTasUklaliRamkovuUgoduDliaFinansuvanniaVRamkakhUkraineFacility

427. Міністерство економіки України. (2024j, 6 червня). *Верховна Рада ратифікувала рамкову угоду для запуску Ukraine Facility*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/verkhovna-rada-ratyfikuvala-ramkovu-uhodu-dlia-zapusku-ukraine-facility

428. Верховна Рада України. (2020). *Про державну підтримку інвестиційних проектів із значними інвестиціями в Україні* (Закон України №1116-IX). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1116-20#Text

429. Міністерство економіки України. (2021, 9 серпня). *Уряд надав "зелене світло" законопроекту про "інвест-нянь", – Ірина Новікова*. Урядовий портал. https://www.kmu.gov.ua/news/uryad-nadav-zelene-svitlo-zakonoproektu-pro-invest-nyan-irina-novikova

430. Верховна Рада України. (2025a). *Проект Закону про внесення змін до пункту 4 розділу XXI "Прикінцеві та перехідні положення" Митного кодексу України щодо компенсації інвестицій через податки* (Законопроєкт № 13414). https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/56645

431. Верховна Рада України. (2025b). *Проект Закону про внесення змін до розділу XX "Перехідні положення" Податкового кодексу України щодо*

компенсації інвестицій через податки (Законопроєкт № 13415). https://itd.rada.gov.ua/billinfo/Bills/Card/56646

432. Калашник, П. (2025, 6 серпня). *Замість "нянь" та індустріальних парків: депутати розробляють новий пільговий режим для бізнесу. Як інвестиції в переробку хочуть компенсувати зниженням податків?*. Forbes Ukraine. https://forbes.ua/money/zamist-nyan-ta-industrialnikh-parkiv-deputati-rozroblyayut-noviy-pilgoviy-rezhim-dlya-biznesu-yak-investitsii-v-pererobku-khochut-kompensuvati-znizhennyam-podatkiv-06082025-31783

433. Pilinkus, D. (2010). Macroeconomic indicators and their impact on stock market performance in the short and long run: the case of the Baltic States. *Technological and Economic Development of Economy*, (2), 291–304. https://doi.org/10.3846/tede.2010.19

434. Моголівець, А. (2018). Система випереджальних індикаторів для будівельних підприємств України. *Шляхи підвищення ефективності будівництва в умовах формування ринкових відносин*, (36), 51–57. http://ways.knuba.edu.ua/article/view/196515

435. Державна служба статистики України. (2025c). *Економічна статистика: Зовнішньоекономічна діяльність*. https://ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/zed.htm

436. Національний банк України. (n.d.-c). *Сектор фінансової статистики*. Отримано 26 серпня 2025, з https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial#1ms

437. Державна служба статистики України. (2025d). *Національні рахунки (ВВП)*. https://ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_pot_u.htm

438. Державна служба статистики України. (2025e). *Річні національні рахунки: Довідкова інформація та архів*. https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_post_u.htm

439. Державна служба статистики України. (2025f). *Економічна статистика: Зовнішньоекономічна діяльність*. https://ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/zed.htm

440. Мінфін. (2025, 21 червня). *Динаміка платіжного балансу України*. https://index.minfin.com.ua/ua/economy/balance/2024/

441. Державна служба статистики України. (n.d.-g). *Валовий внутрішній продукт за категоріями кінцевого використання.* Отримано 10 листопада 2025, з https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2020/vvp/vvp_rik/vvpkkv10-23_2021_100.xlsx

442. Державна служба статистики України. (n.d.-h). *Валовий внутрішній продукт за 2024 рік.* Отримано 10 листопада 2025, з https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2022/vvp/vvp_kv/vvpf_24_ue.xlsx

443. Державна служба статистики України. (n.d.-i). *Зведені національні рахунки*. Отримано 10 листопада 2025, з https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/vvp/kvartal_new/nr/znr_12_23_ue.xlsx

444. Berger, J. O. (1985). *Statistical decision theory and Bayesian analysis* (2nd ed.). Springer. http://dx.doi.org/10.1007/978-1-4757-4286-2

445. Schoemaker, P. J. H. (1995). Scenario planning: A tool for strategic thinking. *Sloan Management Review, 36*(2), 25–40. https://www.researchgate.net/publication/220042263_Scenario_Planning_A_Tool_for_Strategic_Thinking

446. Clemen, R. T. (1996). *Making hard decisions: An introduction to decision analysis* (2nd ed.). Duxbury Press

447. Бідюк, П. І., Калініна, І. О., & Гожий, О. П. (2021). *Баєсівський аналіз даних*. ФОП Вишемирський В. С.

448. Central Bonds Network. (n.d.-c). *Фастфінанс, 1-A (51/2/2021, UA5000006743)*. Отримано 27 серпня 2025, з https://cbn-data.com.ua/bonds/1035203/

449. Central Bonds Network. (n.d.-d). *Нова пошта, 4-F (14/2/2024, UA5000012436)*. Отримано 27 серпня 2025, з https://cbn-data.com.ua/bonds/1661339/

450. Central Bonds Network. (n.d.-e). *ТАСкомбанк, 6-К (17/2/2024, UA5000012659)*. Отримано 27 серпня 2025, з https://cbn-data.com.ua/bonds/1709569/

451. Central Bonds Network. (n.d.-f). *ТАС Дніпровагонмаш, 1-D (53/2/2020, UA5000004045)*. Отримано 27 серпня 2025, з https://cbn-data.com.ua/bonds/760411/

452. Lee, K. Y. (2000). *From third world to first: The Singapore story: 1965–2000*. HarperCollins.

453. Галасюк, В. (2019). *Концептуальні засади трансформації економіки України* (Монографія). Національна академія управління. https://ssrn.com/abstract=3901144

454. Платон. (2021). *Держава.* (Д. Коваль, Пер.). Апріорі.

455. Realo, A., Allik, J. & Vadi, M. (1997). *The Hierarchical Structure of Collectivism*. Journal of Research in Personality. https://www.academia.edu/4158117/The_Hierarchical_Structure_of_Collectivism

456. Lewis, R. D. (2006). *When cultures collide: Leading across cultures* (Revised ed.). Nicholas Brealey International.

457. Acemoglu, D. & Robinson. J. F. (2021). *Culture, institutions and social equilibria: a framework.* National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w28832

458. Hernandez, I., Cohen, D., Gruschow, K., Nowak, A., Gelfand, M. J., & Borkowski, W. (2022). The importance of being unearnest: Opportunists and the making of culture. *Journal of Personality and Social Psychology, 123*(2), 249–271. https://doi.org/10.1037/pspa0000301

459. Kibita, N. (2019, липень 11). *"Why Isn't Ukraine Authoritarian?" Asks Nataliya Kibita*. Ukrainian Research Institute, Harvard University. https://www.huri.harvard.edu/news/why-isnt-ukraine-authoritarian-asks-nataliya-kibita

460. Соціологічна група "Рейтинг". (2021, серпень 19). *Покоління незалежності: цінності та мотивації* [Звіт].

https://ratinggroup.ua/files/ratinggroup/reg_files/rg_generation_of_independence_08_2021.pdf

461. InfoSapiens. (2021). *Фінансова грамотність, фінансова інклюзія та фінансовий добробут в Україні у 2021: Звіт за результатами дослідження.* https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Research_Financial_Literacy_Inclusion_Welfare_2021.pdf

462. Фонд "Демократичні ініціативи" імені Ілька Кучеріва та Центр Разумкова. (2022, вересень 15). *Довіра до держави: як зберегти національну єдність заради перемоги*. Фонд "Демократичні ініціативи" імені Ілька Кучеріва. https://dif.org.ua/article/dovira-do-derzhavi-yak-zberegti-natsionalnu-ednist-zaradi-peremogi

463. USAID та Internews. (2023, листопад 1). *Українські медіа, ставлення та довіра у 2023 році*. Детектор медіа. https://detector.media/infospace/article/218819/2023-11-01-ukrainski-media-stavlennya-ta-dovira-u-2023-rotsi/

464. Landgeist. (2023, липень 29). *Human Freedom Index of Europe*. https://landgeist.com/2023/07/29/human-freedom-index-of-europe/

465. Головаха, Є., & Макеєв, С. (Ред.). (2023). *Українське суспільство в умовах війни: Рік 2023*. Інститут соціології НАН України. https://isnasu.org.ua/assets/files/monitoring/Maket_Ukr_suspilstvo_2023.pdf

466. Соціологічна група "Рейтинг". (2023, листопад 27). *Невидимий клей: дослідження соціального капіталу в Україні* [Звіт]. https://ratinggroup.ua/files/ratinggroup/reg_files/report_ua_fin.pdf

467. Schnaudt, C., Hahn, C., & Heppner, E. (2021). Distributive and procedural justice and political trust in Europe. *Frontiers in Political Science*, *3*, Article 642232. https://doi.org/10.3389/fpos.2021.642232

468. CASE Україна. (2023, липень 23). *Українці не хочуть платити податки через низькі доходи та сумнівні державні видатки, - опитування CASE Україна*. CASE Україна. https://case-ukraine.com.ua/news/ukrayintsi-ne-

hochut-platyty-podatky-cherez-nyzki-dohody-ta-sumnivni-derzhavni-vydatky-opytuvannya-case-ukrayina/

469. Калашник, П. (2023, липень 22). *Українці не хочуть сплачувати податки через низькі доходи та відчуття несправедливості, свідчить дослідження CASE Україна. Що з цим робити державі*. Forbes.ua. https://forbes.ua/money/ukraintsi-ne-khochut-splachuvati-podatki-cherez-nizki-dokhodi-ta-vidchuttya-nespravedlivosti-svidchit-doslidzhennya-case-ukraina-shcho-z-tsim-robiti-derzhavi-22072023-14977

470. Wursten, H., & Blumberg, N. (2019). *The 7 mental images of national culture: Unlocking the secret of your intercultural effectiveness*. Routledge.

471. North, D. C. (1981). *Structure and change in economic history*. W. W. Norton & Company

472. Evans, P. (1995). *Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation*. Princeton University Press.

473. Acemoglu, D., & Jackson, M. O. (2017). Social norms and the enforcement of laws. *Journal of the European Economic Association*, *15*(2), 245–295. https://doi.org/10.1093/jeea/jvw006

474. Фергюсон, Н. (2021). *Цивілізація. Як Захід став успішним.* (В. Циба, Пер.). Наш Формат.

475. Фергюсон, Н. (2024). *Глобальний занепад. Як помирають інститути та економіки* (К. Диса, Пер.). Наш Формат.

476. The culture factor group. (2023, жовтень 16). *Country comparison tool.* https://www.theculturefactor.com/country-comparison-tool?countries=ukraine

477. Richard Lewis Communications. (2015). *Cultural map of Europe* [Карта]. Cross Culture – Richard Lewis Communications. https://www.crossculture.com/wp-content/uploads/2015/01/Cultural_Map_Europe_7001.jpg

478. Klitgaard, R. (2017). *On culture and corruption* (BSG Working Paper Series No. BSG-WP-2017/020). Blavatnik School of Government, University of Oxford. https://www.bsg.ox.ac.uk/research/publications/culture-and-corruption

479. Український соціологічний портал. (2024, квітень 4). *Розбір "Українець-2023": як змінився національний портрет за останні 10 років* [Аналітика]. https://usp-ltd.org/rozbir-ukrainets-2023-iak-zminyvsia-natsionalnyj-portret-za-ostanni-10-rokiv/

480. Minkov, M., & Kaasa, A. (2022). Do dimensions of culture exist objectively? A validation of the revised Minkov-Hofstede model of culture with World Values Survey items and scores for 102 countries. *Journal of International Management, 28*(4), 100971. https://doi.org/10.1016/j.intman.2022.100971

481. Beilmann, M., & Lilleoja, L. (2015). Social trust and value similarity: The relationship between social trust and human values in Europe. *Studies of Transition States and Societies, 7*(4), 19–30. https://doi.org/10.58036/stss.v7i2.267

482. Київський міжнародний інститут соціології (КМІС). (2024, грудень 17). *Динаміка довіри соціальним інституціям у 2021–2024 роках* [Звіт]. https://kiis.com.ua/?lang=ukr&cat=reports&id=1472&page=1

483. Інститут соціології НАН України. (2023, серпень 29). *Соціологічний моніторинг "Українське суспільство" після 16 місяців війни* [Звіт]. https://kiis.com.ua/materials/pr/20230829_d/Презентація-моніторингу-2023.pdf

484. Edelman. (2023). *2023 Edelman Trust Barometer global report* [Report]. https://www.edelman.com/sites/g/files/aatuss191/files/2023-03/2023%20Edelman%20Trust%20Barometer%20Global%20Report%20FINAL.pdf

485. Волосевич, І., Когут, І., Жерьобкіна, Т., & Назаренко, Ю. (2023, квітень 28). *Вплив повномасштабної війни на молодь в Україні*. Аналітичний центр Cedos; Дослідницька агенція Info Sapiens. https://cedos.org.ua/wp-content/uploads/ua_28.04_vplyv_viyny_na_molod_v_ukrayini.pdf

486. International Republican Institute. (2023, Жовтень 24). *National Survey of Ukraine | September 2023*. https://www.iri.org/resources/national-survey-of-ukraine-september-2023/

487. Zagoriy Foundation & Info Sapiens. (2024, грудень). *Комплексний звіт. Дослідження сфери благодійності*. https://zagoriy.foundation/wp-content/uploads/2024/12/02_12_2_doslidzhennya_sektoru_blagodijnosti.pdf

488. Фондова біржа “Перспектива”. (n.d.-c). *Формула розрахунку Індексу Українських облігацій*. Отримано 15 грудня 2025 року з https://fbp.com.ua/docs/Norm/%D0%9C%D0%B5%D1%82%D0%BE%D0%B4%D0%B8%D0%BA%D0%B0%20%D1%80%D0%BE%D0%B7%D1%80%D0%B0%D1%85%D1%83%D0%BD%D0%BA%D1%83%20%D0%86%D0%BD%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81%D1%83%20%D1%83%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%97%D0%BD%D1%81%D1%8C%D0%BA%D0%B8%D1%85%20%D0%BE%D0%B1%D0%BB%D1%96%D0%B3%D0%B0%D1%86%D1%96%D0%B9.doc

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Додаток А.1

Компанія Saturn® Data International

Україна, 03056, м. Київ, вул. Борщагівська, 125
Тел./факс: +380 (44) 457-55-55
WWW.SATURN-DATA.COM • SATURN@SATURN-DATA.COM

Вих. №929-09 від 29.09.2025

ДОВІДКА

Про впровадження дисертаційного дослідження

Савченка Вадима Юрійовича

«ЕКОНОМІЧНИЙ ПОТЕНЦІАЛ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ»

Яка представлена на здобуття наукового ступеня доктора філософії

За спеціальністю – 051 «Економіка»

Цією довідкою засвідчуємо, що представлені пропозиції та методичні розробки дисертаційної роботи Савченка Вадима Юрійовича були впроваджені в управлінську практику та аналітичну роботу ТОВ «АТЗТ КОМПАНІЯ «САТУРН ДЕЙТА ІНТЕРНЕШНЛ» (код СДРПОУ 23733900, рік заснування: 1995, сфери діяльності: дистриб'юція, сервісне обслуговування, виробництво, розробка технічних засобів контролю та управління; галузі застосування – гірничо-збагачувальна, енергетична, металургійна, медична, правоохоронні органи; що надалі за текстом має назву - ТОВАРИСТВО). Внаслідок ознайомлення із результатами положень дисертації Савченка В.Ю. було визнано цінність наступних пропозицій, що стосуються стратегії розвитку ТОВАРИСТВА, а саме:

- розглянути варіанти із локалізацією збірки пристроїв та підтримки програмного забезпечення, що дозволить наростити ренту за рахунок контролю над більшою частиною ланцюжка створення доданої вартості;
- розглянути заходи щодо підвищення інвестиційної привабливості ТОВАРИСТВА (в тому числі за рахунок зростання маржинальності бізнесу);
- розглянути опції щодо залучення капіталу через випуск боргових цінних паперів, а також отримання доступу до пільгового фінансування для локальних виробництв.

Впровадження зазначених пропозицій підтверджують наукову та практичну цінність положень дисертаційного дослідження Савченка В.Ю.

З повагою,

ПРЕЗИДЕНТ

ТОВ «АТЗТ КОМПАНІЯ

«САТУРН ДЕЙТА ІНТЕРНЕШНЛ», к.е.н. **Ростислав ШЕРСТЮК**

Додаток А.2

DALIZ FINANCE

Вих. № 09/09-1
від «09» вересня 2025 року

ДОВІДКА
Про впровадження дисертаційного дослідження
Савченка Вадима Юрійовича
«ЕКОНОМІЧНИЙ ПОТЕНЦІАЛ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ»
Яка представлена на здобуття наукового ступеня доктора філософії
За спеціальністю – 051 «Економіка»

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ «ФОНДОВА КОМПАНІЯ «ДАЛІЗ-ФІНАНС», ідентифікаційний код юридичної особи 33400984 (далі за текстом – Товариство), що діє на підставі Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про видачу Ліцензій на провадження професійної діяльності на ринках капіталу з торгівлі фінансовими інструментами (дилерська діяльність – Ліцензія серії АЕ № 642051; субброкерська діяльність, брокерська діяльність – Ліцензія серії АЕ № 642050) від 22.05.2015 № 715, строк дії з 22.05.2015 – необмежений та Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про видачу Ліцензії на провадження професійної діяльності на ринках капіталу, а саме депозитарної діяльності (депозитарної діяльності депозитарної установи – Ліцензія серії АЕ № 294566) від 24.09.2013 № 1935, строк дії з 12.10.2013 – необмежений, в особі Директора Товариства Іщенко Марії Володимирівни, яка діє на підставі Статуту Товариства, засвідчує, що представлені пропозиції та методичні розробки дисертаційної роботи Савченка Вадима Юрійовича були впроваджені в управлінську практику та аналітичну роботу Товариства. Внаслідок ознайомлення із результатами положень дисертації Савченка В.Ю. було визнано цінність наступних пропозицій, що стосуються вибору об'єкту інвестування, а саме:

- підходу до побудови та використання унікальних технічних індикаторів для прогнозування змін в котируванні цінних паперів;
- підходу до виконання фундаментального аналізу, в тому числі аналізу ECI, для визначення конкурентних переваг компаній та довгострокових трендів у котируванні активів;
- підходу до аналізу неекономічних факторів, що впливають на діяльність компанії в довгостроковій перспективі.

Впровадження зазначених пропозицій підтверджують наукову та практичну цінність положень дисертаційного дослідження Савченка В.Ю.

Директор ТОВ «ФК «ДАЛІЗ-ФІНАНС» **Марія ІЩЕНКО**

УКРАЇНА КИЇВ ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ
Даліз-Фінанс
Ідентифікаційний код
33400984

ДАЛІЗ-ФІНАНС
ФОНДОВА КОМПАНІЯ
01021, м. Київ, Московський узвіз, буд. 7, прим. 49/5
[044] 2[illegible]-83
info@daliz.finance www.daliz.finance

Додаток А.3

УНІВЕРСИТЕТ "КРОК"
Україна, м. Київ, 03113,
вул. Табірна, 30-32, а/с 65
Тел.: (044) 339-99-09, 455-57-12
Тел./факс: (044) 456-84-28

Вих. № 16/13 від "26" грудня 2025 р.

Про впровадження результатів
дисертаційного дослідження
в освітній процес

ДОВІДКА

Видана аспіранту кафедри економіки та фінансів ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК» Савченку Вадиму Юрійовичу про те, що ряд наукових положень дисертаційного дослідження, які були отримані автором особисто, використовуються у процесі викладання дисциплін «Фінансова економетрика» та «Аналітичне прогнозування фондового ринку» кафедрою економіки та фінансів ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», а саме.

Інструментарій аналізу впливу поведінкових чинників на процеси ціноутворення на фондовому ринку використовується при опануванні здобувачами теми «Економіко-аналітичний інструментарій моделювання фінансових процесів» при вивченні дисципліни «Фінансова економетрика».

Методичний підхід до аналізу індикативної (ефективної) вартості капіталу на фондовому ринку шляхом використання біржового індексу як інтегрального показника дохідності використовується при вивченні теми «Основи аналізу фондового ринку» під час викладання дисципліни «Аналітичне прогнозування фондового ринку».

Результати дисертаційного дослідження є актуальними, практично значущими та науково обгрунтованими для використання у науковій діяльності та освітньому процесі закладу вищої освіти.

Проректор з наукової роботи
ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК»,
кандидат наук з державного управління, доцент Андрій ЛОТАРЄВ

Завідувач кафедри економіки та фінансів
ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК»,
доктор економічних наук, професор Ігор РУМИК

Підпис Лотарєва і Румика засвідчую
Директор департаменту кадрів вищого навчального закладу
"Університет економіки та права "Крок"
Олександра Паламар
26 12 2025 р.

ДОДАТОК Б

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Савченко, В. (2023). Прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *1*(69), 38-51. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-69-38-51

2. Савченко, В. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих та експоненційних ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *2*(70), 61-75. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-70-61-75

3. Савченко, В. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих, експоненційних та лінійно зважених ковзних середніх. *Вчені записки Університету «КРОК»*, *3*(71), 19-30. https://doi.org/10.31732/2663-2209-2022-71-19-30

4. Савченко, В., & Бобров, Є. (2024). Особливості прогнозування змін котирування акцій з використанням ковзних середніх і осциляторів на прикладі компанії нафтодобувної галузі. *Економіка України*, *11*(756), 74-98. https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.11.074

5. Савченко, В. (2025). Детермінанти вартості капіталу в Україні: фундаментальний аналіз макроекономічного впливу. *Ефективна економіка*, *11*. https://doi.org/10.32702/2307-2105.2025.11.146%20

6. Savchenko, V., & Bobrov, Y. (2024). Features of forecasting stock price changes of oil production companies using combinations of trend and non-trend indicators. *Finance and Management Review*, *4*(20), 30-42. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2024-4-30-42

7. Savchenko, V. (2025). Analysis of the impact of SARS-CoV-2 pandemic parameters on pharmaceutical company stock prices. *Finance and Management Review*, *2*(22), 82-93. https://doi.org/10.36690/2674-5208-2025-2-82-93

8. Савченко, В.Ю. (2022). Торгова система трейдера. Варіанти налаштування ковзних середніх. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей IV Міжнародної конференції (м. Київ, 7-8 грудня 2022 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2022/paper/view/1175

9. Савченко, В.Ю. (2023). Торгова система трейдера. Використання комбінацій ковзних середніх для прогнозування напрямку змін курсу фінансового інструменту. *Світ наукових досліджень*: тези доповідей Міжнародної мультидисциплінарної наукової інтернет-конференції, 16-17 лютого 2023 р.). Вип. 16. ГО «Наукова спільнота»; WSSG w Przeworsku. URL: https://www.economy-confer.com.ua/full-article/4256/

10. Савченко, В.Ю. (2023). Торгова система трейдера. Підбір оптимальних періодів для налаштування ковзних середніх на прикладі валютної пари EUR/USD. *Вітчизняна наука на зламі епох: проблеми та перспективи розвитку:* тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції (м. Переяслав, 17 лютого 2023 р.). Переяслав: Університет Григорія Сковороди в Переяславі. Вип. 85. С. 6-10. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663526_TORGOVA_SISTEMA_TREJDERA_PIDBIR_OPTIMALNIH_PERIODIV_DLA_NALASTUVANNA_KOVZNIH_SEREDNIH_NA_PRIKLADI_VALUTNOI_PARI_EURUSD_st_6-10

11. Савченко, В.Ю. (2023). Прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням комбінацій простих ковзних середніх. *Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті:* тези доповідей XV Міжнародної науково-практичної конференції (м. Кам'янець-Подільський, 11 травня 2023 р.). Кам'янець-Подільський: Кам'янець-Подільський національний університет імені Івана Огієнка. URL: https://www.researchgate.net/publication/401663533_PROGNOZUVANNA_NAPRAMU_ZMIN_KURSU_FINANSOVOGO_INSTRUMENTU_Z_VIKORISTANNAM_KOMBINACIJ_PROSTIH_KOVZNIH_SEREDNIH_st_31-34

12. Савченко, В.Ю. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих та експоненційних ковзних середніх. *Стратегії управління інноваціями в сучасній економіці:* тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, 1 вересня 2023 р.). Східноєвропейський центр наукових досліджень. URL: https://researcheurope.org/wp-content/uploads/2023/09/re-01.09.23.pdf

13. Савченко, В.Ю. (2023). Порівняння систем прогнозування напряму змін курсу фінансового інструменту з використанням простих, експоненційних та лінійно зважених ковзних середніх. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей V Міжнародної конференції (м. Київ, 7 грудня 2023 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2023/paper/view/1597

14. Савченко, В. Ю. (2024). Ринкова оцінка компанії як індикатор якості менеджменту. *Сучасний менеджмент організації: витоки, реалії та перспективи розвитку*: тези доповідей IV Наукової конференції (м. Київ, 18 квітня 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/MMO/MMO-2024/paper/view/2029

15. Савченко, В.Ю. (2024). Потенціал фондової біржі у відбудові інфраструктури країни. *Економіка. Фінанси. Бізнес. Управління. ВІД ВІДНОВЛЕННЯ ДО ЗРОСТАННЯ:* матеріали III Міжнародного форуму (м. Київ, 21-24 травня 2024 р.). Київ : Видавництво Ліра-К. URL: https://www.efbm.org/wp-content/uploads/2024/05/Матеріали-дослідницької-секції-МЕНЕДЖМЕНТ-ОРГАНГІЗАЦІЙ.pdf

16. Савченко, В.Ю. (2024). Потенціал фондової біржі у відбудові та розвитку регіонів. *Проблеми, пріоритети та перспективи сталого розвитку в XXI столітті:* тези доповідей XVI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Кам'янець-Подільський, 16 травня 2024 р.). Кам'янець-Подільський: Кам'янець-Подільський національний університет імені Івана Огієнка. URL:

https://www.researchgate.net/publication/401663084_POTENCIAL_FONDOVOI_BIRZI_U_VIDBUDOVI_TA_ROZVITKU_REGIONIV_st_89-90

17. Savchenko, V. (2024). The role of the stock exchange in corporate management. *Corporation Management:* 4th International Conference (Püssi, April 26, 2024). Püssi: Scientific Center of Innovative Research. URL: https://conf.scnchub.com/index.php/ICCM/ICCM-2024/paper/view/704

18. Савченко, В. (2024). Драйвери фондового ринку післявоєнного відновлення економіки. *Антикризове управління: імператив сучасної економіки:* тези доповідей конференції «КРОК» (м. Київ, 8-9 листопада 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/ACM/ACM-2024/paper/view/2310

19. Савченко, В. (2024). Особливості прогнозування змін котирування акцій з використанням ковзних середніх і осциляторів на прикладі компанії нафтодобувної галузі. *Держава, регіони, підприємництво: інформаційні, суспільно-правові, соціально-економічні аспекти розвитку:* тези доповідей VI Міжнародної конференції (м. Київ, 5-6 грудня 2024 р.). Київ: Університет «КРОК». URL: https://conf.krok.edu.ua/SRE/SRE-2024/paper/view/2283

20. Савченко, В. (2025). Розвиток інноваційного підприємництва в умовах війни та післявоєнної відбудови: виклики, ризики і можливості. *Проблеми і перспективи інноваційного розвитку економіки в контексті інтеграції України в Європейський науково-інноваційний простір:* тези доповідей XXVI Міжнародної науково-практичної конференції (м. Київ, 15 травня 2025 р.). Київ: Інститут досліджень науково-технічного потенціалу та історії науки ім. Г.М. Доброва НАН України. URL: https://zenodo.org/records/15622823

ДОДАТОК В

Додаток В.1

Формули для розрахунку індикаторів

Індикатор	***Формула розрахунку***	
LWMA	$LWMA_n = {\sum_{i=1}^{n} P_i * W_i}/{\sum_{i=1}^{n} W_i}$	**(В.1)**
EMA	$EMA_n = EMA_{i-1} + ({2}/{n+1}) * (P_i - EMA_{i-1})$	**(В.2)**
SMA	$SMA_n = \frac{1}{n} \times \sum_{1}^{n} P_i$	**(В.3)**
Oscillator	$O = MA_a - MA_b$	**(В.4)**

Примітки: n — кількість періодів, на яких розраховується індикатор, P_i — котирування активу в період i (у наших розрахунках це буде ціна закриття), MA_a – ковзна середня, розрахована відповідним методом на основі котирування активу в період a (у наших розрахунках це буде ціна закриття або відкриття), MA_b – ковзна середня, розрахована відповідним методом на основі котирування активу в період b (у наших розрахунках це буде ціна закриття або відкриття), W_i — вага ціни і періодів.

Джерело: складено автором за: [266; 267; 276; 270].

Додаток В.2

Функція Хевісайда

№	**Опис**
1	$S(x) = H(x)$, **(В.5)** *де x – індикатор:* - *для МА та осциляторів це різниця між значеннями в періоди t-1 та t-2;* *S(x) – сигнал індикатора;* *H(x) – функція Хевісайда:* - *H(x) = 0 якщо x < 0;* - *H(x) = 1 якщо x >= 0* Пояснення: a) якщо S(x) = 0, тоді сигнал до продажу (падіння індексу); b) інакше – купівля (зростання індексу).

Джерело: сформовано автором за: [281].

Додаток В.3

Послідовність розрахунків

№	*Послідовність розрахунків*
1	Для проведення тестування ми розділили дані на дві частини: навчальну (80% часового ряду, для побудови моделі) та верифікаційну (20% часового ряду, для оцінки її ефективності), як це рекомендовано робити при аналізі рядів даних [280]. Всі розрахунки були виконані за допомогою програмного забезпечення Microsoft Excel;
2	Далі були розраховані прості (simple moving average — SMA), експоненційні (exponential moving average — EMA) і лінійно-зважені (linear-weighted moving average — LWMA) ковзні середні [276]. Відповідні формули для розрахунку наведено в таблиці 3.1. Значення індикаторів розраховувались для періодів 2-100 (період — один день) на основі цін закриття;
3	Відібрано по 3 ковзних кожного типу, які відповідають коротко- (до 5 днів), середньо- (6-22 днів) та довгостроковому (23-100 днів) часовому горизонту;
4	Потім розраховано декілька варіантів осцилятора [266]: було перераховано різницю між коротко-, середньо- та довгостроковими ковзними, які генерують максимальний за модулем результат
5	Після цього перевірено, які з індикаторів найкраще задовольняють визначеним критеріям оптимальності. В якості критерію відбору було обрано максимальне середнє значення [265];
6	З відібраними трьома індикаторами виконано симуляцію біржових операцій на періоді перевірки, визначено, який із обраних індикаторів генерує позитивний результат
7	Порівняно отримані значення із результатами підходу «купівля та утримання»

Джерело: сформовано за розрахунками автора.

Додаток В.4

Результати застосування SMA для тестового періоду

t	Mx	Std	Skew	Kurt	Min	Max	Mo	Me	Result
2	-27,17	238,03	-3,13	70,75	-3123,94	2625,96	-	-4,32	-60389,08
3	-29,98	237,75	-3,32	70,87	-3123,94	2625,96	-	-5,03	-66619,91
4	-31,62	237,59	-3,42	70,95	-3123,94	2625,96	-	-3,80	-70232,31
5	-30,06	237,85	-3,71	70,62	-3083,25	3123,94	-	-3,81	-66729,15
6	-29,87	237,92	-3,72	70,56	-3123,94	3083,25	-	-3,80	-66272,74
7	-27,46	238,27	-2,55	70,87	-3123,94	3083,25	-	-3,81	-60909,42
8	-28,81	238,16	-2,86	70,81	-3123,94	3083,25	-	-4,17	-63866,66
9	-25,82	238,56	-0,82	71,40	-3067,32	3123,94	-	-3,33	-57224,34
10	-25,70	236,99	-1,92	72,53	-3123,94	3083,25	-	-3,25	-56934,60
11	-25,36	237,08	-2,03	72,41	-3123,94	3083,25	-	-3,23	-56137,72
12	-26,83	236,98	-3,64	71,80	-3123,94	2625,96	-	-3,68	-59369,31
13	-23,23	237,41	-1,64	72,30	-3123,94	3083,25	-	-3,25	-51390,02
14	-22,48	236,93	-1,64	72,91	-3123,94	3083,25	-	-3,16	-49706,56
15	-22,17	237,02	-1,61	72,86	-3123,94	3083,25	-	-3,59	-48990,89
16	-21,68	237,11	-1,62	72,78	-3123,94	3083,25	-	-2,99	-47895,71
17	-22,98	237,05	-1,67	72,84	-3123,94	3083,25	-	-2,88	-50748,78
18	-23,78	237,02	-2,72	72,46	-3123,94	3083,25	-	-2,45	-52490,44
19	-22,95	237,16	-1,57	72,81	-3083,25	3123,94	-	-2,47	-50620,89
20	-21,28	237,07	0,36	73,69	-3067,32	3123,94	-	-2,27	-46916,17

21	-23,77	236,88	-1,58	73,19	-3083,25	3123,94	-	-2,73	-52387,28
22	-22,20	237,06	-1,66	73,01	-3123,94	3083,25	-	-2,59	-48896,42
23	-25,41	236,80	-3,61	72,44	-3123,94	2625,96	-	-2,62	-55951,14
24	-19,08	237,44	-1,59	72,71	-3083,25	3123,94	-	-1,55	-41994,33
25	-22,90	237,16	-3,64	72,20	-3123,94	2625,96	-	-2,97	-50369,51
26	-22,02	237,30	-3,64	72,12	-3123,94	2625,96	-	-2,76	-48412,41
27	-19,29	237,59	-1,63	72,61	-3083,25	3123,94	-	-2,49	-42389,22
28	-18,67	237,69	0,00	73,05	-3067,32	3123,94	-	-2,60	-41018,89
29	-22,87	237,38	-2,99	72,31	-3083,25	3123,94	-	-1,84	-50216,91
30	-22,49	236,94	-1,94	73,29	-3083,25	3123,94	-	-1,91	-49376,36
31	-26,89	236,54	-4,04	72,72	-3123,94	2625,96	-	-2,59	-59003,06
32	-22,54	237,05	-2,05	73,18	-3123,94	3083,25	-	-2,62	-49431,16
33	-23,67	236,99	-3,94	72,48	-3123,94	2625,96	-	-2,67	-51886,96
34	-22,56	237,15	-3,85	72,42	-3123,94	2625,96	-	-2,09	-49421,99
35	-25,39	236,92	-3,98	72,51	-3123,94	2625,96	-	-1,89	-55605,02
36	-20,64	237,44	-1,84	72,96	-3083,25	3123,94	-	-1,83	-45190,95
37	-27,75	236,77	-5,00	72,13	-3123,94	2625,96	-	-2,39	-60725,60
38	-26,37	236,98	-5,01	72,00	-3123,94	2625,96	-	-2,02	-57666,86
39	-24,70	237,21	-2,59	72,90	-3083,25	3123,94	-	-2,90	-54002,26
40	-23,97	237,01	-3,62	72,79	-3123,94	2625,96	-	-2,73	-52367,48
41	-22,94	237,17	-3,91	72,58	-3123,94	2625,96	-	-1,99	-50109,64
42	-26,39	236,76	-4,00	72,86	-3123,94	2625,96	-	-2,34	-57609,03
43	-22,23	237,24	-1,87	73,38	-3083,25	3123,94	-	-2,39	-48515,65
44	-22,50	237,21	-1,97	73,40	-3083,25	3123,94	-	-2,10	-49063,21
45	-27,21	236,70	-4,02	72,97	-3123,94	2625,96	-	-2,61	-59311,96
46	-25,99	236,89	-4,02	72,85	-3123,94	2625,96	-	-2,82	-56632,57
47	-21,99	237,35	-2,66	73,08	-3083,25	3123,94	-	-1,61	-47891,67
48	-24,42	237,17	-3,85	72,74	-3123,94	2625,96	-	-1,74	-53165,53
49	-22,72	236,71	-3,72	73,48	-3123,94	2625,96	-	-1,67	-49438,32
50	-24,26	235,80	-3,68	74,53	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-52756,17
51	-18,05	236,41	-1,60	74,80	-3083,25	3123,94	-	-0,74	-39244,77
52	-22,71	235,39	-3,70	75,18	-3123,94	2625,96	-	-1,97	-49343,23
53	-18,47	235,31	-1,54	76,24	-3083,25	3123,94	-	-1,89	-40114,91
54	-20,88	235,17	-1,59	76,39	-3083,25	3123,94	-	-2,61	-45329,33
55	-18,98	235,38	-1,61	76,19	-3083,25	3123,94	-	-1,53	-41197,07
56	-18,68	235,46	-1,53	76,15	-3083,25	3123,94	-	-0,74	-40512,72
57	-20,24	235,39	-1,60	76,22	-3083,25	3123,94	-	-1,53	-43884,51
58	-22,34	235,25	-3,89	75,50	-3123,94	2625,96	-	-1,40	-48419,52
59	-20,76	235,35	-1,77	76,25	-3083,25	3123,94	-	-2,10	-44966,97
60	-19,32	235,52	-1,80	76,10	-3083,25	3123,94	-	-1,28	-41825,43
61	-21,02	235,32	-1,81	76,36	-3083,25	3123,94	-	-1,57	-45491,12
62	-22,52	235,21	-3,94	75,66	-3123,94	2625,96	-	-1,80	-48705,01
63	-22,33	235,28	-3,90	75,63	-3123,94	2625,96	-	-1,86	-48287,48
64	-23,21	235,24	-3,94	75,65	-3123,94	2625,96	-	-2,11	-50164,47
65	-19,16	235,66	-1,74	76,13	-3083,25	3123,94	-	-1,73	-41375,06
66	-15,04	236,01	-1,62	75,86	-3083,25	3123,94	-	-0,57	-32475,04
67	-18,70	235,81	-1,82	75,99	-3083,25	3123,94	-	-0,66	-40348,44

68	-19,60	235,78	-1,82	76,04	-3083,25	3123,94	-	-0,84	-42279,25
69	-17,48	236,00	-1,81	75,85	-3083,25	3123,94	-	-0,37	-37693,37
70	-17,02	236,03	-1,80	75,86	-3083,25	3123,94	-	-0,48	-36673,40
71	-17,22	236,07	-1,81	75,84	-3083,25	3123,94	-	-0,81	-37081,60
72	-20,60	235,80	-1,84	76,12	-3083,25	3123,94	-	-1,29	-44343,74
73	-19,10	235,98	-1,85	75,96	-3083,25	3123,94	-	-0,75	-41092,90
74	-18,26	236,10	-1,80	75,88	-3083,25	3123,94	-	-1,38	-39270,65
75	-18,87	236,09	-1,76	75,92	-3083,25	3123,94	-	-1,27	-40564,93
76	-19,11	236,13	-2,03	75,81	-3083,25	3123,94	-	-1,50	-41061,06
77	-16,13	236,40	-1,68	75,70	-3083,25	3123,94	-	-0,56	-34644,02
78	-17,97	236,29	-1,74	75,80	-3083,25	3123,94	-	-1,50	-38584,94
79	-18,06	236,34	-1,71	75,77	-3083,25	3123,94	-	-1,61	-38755,10
80	-19,97	236,24	-2,81	75,51	-3083,25	3123,94	-	-1,26	-42825,68
81	-18,08	236,45	-1,43	75,79	-3083,25	3123,94	-	-1,72	-38756,68
82	-18,98	236,27	-2,12	75,81	-3083,25	3123,94	-	-1,40	-40669,22
83	-18,58	236,19	-1,83	76,06	-3083,25	3123,94	-	-1,32	-39806,29
84	-19,25	236,19	-2,11	75,98	-3083,25	3123,94	-	-1,97	-41217,54
85	-19,70	236,21	-1,77	76,09	-3083,25	3123,94	-	-2,89	-42147,73
86	-18,75	236,34	-1,75	75,99	-3083,25	3123,94	-	-2,49	-40109,31
87	-18,20	236,44	-1,82	75,89	-3083,25	3123,94	-	-2,07	-38910,22
88	-17,20	236,57	-1,83	75,79	-3083,25	3123,94	-	-1,44	-36756,77
89	-17,88	236,56	-3,94	75,18	-3123,94	2625,96	-	-1,03	-38185,92
90	-13,27	236,92	0,14	75,97	-3083,25	3123,94	-	-0,85	-28336,91
91	-13,38	236,97	0,12	75,94	-3083,25	3123,94	-	-1,26	-28556,85
92	-12,52	237,06	0,16	75,86	-3083,25	3123,94	-	-1,15	-26698,27
93	-13,37	237,07	0,10	75,88	-3083,25	3123,94	-	-0,74	-28497,60
94	-16,04	236,95	-1,99	75,50	-3123,94	3021,45	-	-1,26	-34190,77
95	-12,47	237,21	0,16	75,77	-3083,25	3123,94	-	-1,19	-26570,66
96	-11,49	237,31	0,19	75,68	-3083,25	3123,94	-	-1,23	-24463,29
97	-13,62	237,25	-0,15	75,72	-3083,25	3123,94	-	-1,29	-28973,11
98	-16,99	237,09	-2,25	75,35	-3123,94	3021,45	-	-1,26	-36147,56
99	-15,66	237,24	-1,95	75,32	-3123,94	3021,45	-	-1,19	-33301,29
100	-16,51	237,24	-1,89	75,35	-3123,94	3021,45	-	-1,38	-35081,85

Джерело: розраховано автором.

Примітка: розрахунки були виконані за допомогою програмного забезпечення Microsoft Excel.

Додаток В.5.

Результати застосування EMA для тестового періоду

t	Mx	Std	Skew	Kurt	Min	Max	Mo	Me	Result
2	-31,65	237,42	-3,45	71,04	-3123,94	2625,96	-	-4,74	-70388,44
3	-34,04	237,09	-3,47	71,30	-3123,94	2625,96	-	-5,42	-75718,99
4	-35,08	236,94	-3,48	71,42	-3123,94	2625,96	-	-5,93	-78028,45
5	-31,65	237,42	-3,45	71,04	-3123,94	2625,96	-	-4,74	-70388,44

6	-35,19	236,92	-3,46	71,45	-3123,94	2625,96	-	-5,93	-78266,95
7	-36,14	236,78	-3,45	71,57	-3123,94	2625,96	-	-5,93	-80379,60
8	-36,18	236,77	-3,50	71,54	-3123,94	2625,96	-	-5,57	-80471,06
9	-36,03	236,80	-3,50	71,52	-3123,94	2625,96	-	-5,51	-80131,62
10	-36,13	236,78	-3,50	71,54	-3123,94	2625,96	-	-5,53	-80348,96
11	-36,77	236,68	-3,51	71,62	-3123,94	2625,96	-	-5,49	-81780,34
12	-36,98	236,65	-3,51	71,64	-3123,94	2625,96	-	-5,42	-82238,08
13	-36,71	236,69	-3,51	71,61	-3123,94	2625,96	-	-5,40	-81650,49
14	-36,64	236,70	-3,51	71,60	-3123,94	2625,96	-	-5,40	-81489,05
15	-37,22	236,61	-3,52	71,67	-3123,94	2625,96	-	-5,53	-82780,07
16	-37,26	236,61	-3,52	71,68	-3123,94	2625,96	-	-5,57	-82864,65
17	-36,04	236,79	-3,51	71,52	-3123,94	2625,96	-	-5,45	-80163,33
18	-35,70	236,85	-3,52	71,48	-3123,94	2625,96	-	-5,34	-79411,26
19	-34,92	236,96	-3,52	71,38	-3123,94	2625,96	-	-5,19	-77662,09
20	-34,81	236,98	-3,52	71,36	-3123,94	2625,96	-	-5,14	-77424,14
21	-34,78	236,98	-3,52	71,36	-3123,94	2625,96	-	-5,03	-77343,97
22	-34,46	237,03	-3,52	71,32	-3123,94	2625,96	-	-4,99	-76646,83
23	-34,75	236,99	-3,52	71,36	-3123,94	2625,96	-	-4,98	-77272,94
24	-34,31	237,05	-3,52	71,30	-3123,94	2625,96	-	-4,69	-76314,89
25	-34,26	237,06	-3,52	71,30	-3123,94	2625,96	-	-4,49	-76196,19
26	-34,39	237,04	-3,52	71,31	-3123,94	2625,96	-	-4,51	-76473,15
27	-33,53	237,16	-3,52	71,21	-3123,94	2625,96	-	-4,32	-74571,69
28	-33,18	237,21	-3,52	71,17	-3123,94	2625,96	-	-4,24	-73786,52
29	-33,14	237,22	-3,52	71,17	-3123,94	2625,96	-	-4,13	-73708,66
30	-32,97	237,24	-3,51	71,15	-3123,94	2625,96	-	-4,15	-73322,71
31	-32,88	237,25	-3,51	71,14	-3123,94	2625,96	-	-4,15	-73134,91
32	-32,80	237,26	-3,51	71,13	-3123,94	2625,96	-	-4,15	-73539,49
33	-32,09	237,36	-3,51	71,06	-3123,94	2625,96	-	-4,04	-71951,26
34	-32,17	237,35	-3,51	71,07	-3123,94	2625,96	-	-4,15	-72142,37
35	-32,59	237,29	-3,51	71,11	-3123,94	2625,96	-	-4,32	-73070,74
36	-32,74	237,27	-3,51	71,13	-3123,94	2625,96	-	-4,13	-73407,10
37	-32,58	237,30	-3,51	71,11	-3123,94	2625,96	-	-4,13	-73036,34
38	-32,90	237,25	-3,52	71,14	-3123,94	2625,96	-	-4,04	-73753,60
39	-32,75	237,27	-3,52	71,12	-3123,94	2625,96	-	-4,13	-73418,28
40	-32,25	237,34	-3,53	71,07	-3123,94	2625,96	-	-4,11	-72316,38
41	-32,26	237,34	-3,53	71,07	-3123,94	2625,96	-	-4,11	-72334,22
42	-32,62	237,29	-3,53	71,11	-3123,94	2625,96	-	-4,11	-73136,63
43	-32,74	237,27	-3,52	71,12	-3123,94	2625,96	-	-4,15	-73409,05
44	-32,23	237,34	-3,53	71,06	-3123,94	2625,96	-	-3,94	-72267,86
45	-31,77	237,41	-3,53	71,02	-3123,94	2625,96	-	-3,80	-71235,90
46	-31,55	237,43	-3,53	70,99	-3123,94	2625,96	-	-3,74	-70752,03
47	-31,33	237,46	-3,53	70,97	-3123,94	2625,96	-	-3,62	-70261,28
48	-30,69	237,55	-3,53	70,90	-3123,94	2625,96	-	-3,59	-68840,56
49	-31,13	237,49	-3,53	70,95	-3123,94	2625,96	-	-3,59	-69821,87
50	-30,73	237,54	-3,53	70,91	-3123,94	2625,96	-	-3,47	-68919,31
51	-30,85	237,53	-3,53	70,92	-3123,94	2625,96	-	-3,47	-69189,36
52	-31,20	237,48	-3,54	70,95	-3123,94	2625,96	-	-3,33	-69967,83

53	-31,03	237,50	-3,54	70,93	-3123,94	2625,96	-	-3,29	-69587,74
54	-30,85	237,53	-3,54	70,92	-3123,94	2625,96	-	-3,27	-69185,53
55	-30,61	237,56	-3,54	70,89	-3123,94	2625,96	-	-3,18	-68660,66
56	-31,11	237,49	-3,54	70,94	-3123,94	2625,96	-	-3,18	-69772,86
57	-30,50	237,57	-3,54	70,88	-3123,94	2625,96	-	-3,14	-68414,80
58	-30,37	237,59	-3,54	70,87	-3123,94	2625,96	-	-3,09	-68131,36
59	-30,27	237,60	-3,54	70,86	-3123,94	2625,96	-	-2,93	-67902,91
60	-30,45	237,58	-3,54	70,88	-3123,94	2625,96	-	-2,93	-68301,89
61	-30,51	237,57	-3,54	70,88	-3123,94	2625,96	-	-2,93	-68450,90
62	-29,87	237,65	-3,54	70,82	-3123,94	2625,96	-	-2,74	-67012,51
63	-29,88	237,65	-3,54	70,82	-3123,94	2625,96	-	-2,62	-67030,47
64	-29,93	237,64	-3,54	70,83	-3123,94	2625,96	-	-2,62	-67146,41
65	-29,75	237,67	-3,55	70,81	-3123,94	2625,96	-	-2,59	-66759,94
66	-29,67	237,68	-3,55	70,80	-3123,94	2625,96	-	-2,51	-66577,54
67	-29,57	237,69	-3,54	70,79	-3123,94	2625,96	-	-2,51	-66349,11
68	-29,65	237,68	-3,54	70,80	-3123,94	2625,96	-	-2,51	-66532,47
69	-29,62	237,68	-3,55	70,80	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-66466,89
70	-29,49	237,70	-3,55	70,78	-3123,94	2625,96	-	-2,42	-66162,25
71	-29,55	237,69	-3,55	70,79	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-66302,17
72	-29,42	237,71	-3,55	70,78	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-66012,05
73	-29,28	237,73	-3,55	70,76	-3123,94	2625,96	-	-2,42	-65699,28
74	-29,37	237,71	-3,55	70,77	-3123,94	2625,96	-	-2,47	-65913,10
75	-29,39	237,71	-3,55	70,78	-3123,94	2625,96	-	-2,49	-65945,39
76	-28,85	237,78	-3,54	70,73	-3123,94	2625,96	-	-2,51	-64741,63
77	-28,64	237,80	-3,54	70,71	-3123,94	2625,96	-	-2,49	-64277,95
78	-28,57	237,81	-3,54	70,70	-3123,94	2625,96	-	-2,49	-64132,85
79	-28,75	237,79	-3,54	70,72	-3123,94	2625,96	-	-2,59	-64523,20
80	-28,27	237,85	-3,55	70,68	-3123,94	2625,96	-	-2,37	-63467,82
81	-28,27	237,85	-3,55	70,68	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-63449,30
82	-28,05	237,87	-3,55	70,66	-3123,94	2625,96	-	-2,37	-62972,56
83	-28,02	237,88	-3,55	70,66	-3123,94	2625,96	-	-2,31	-62894,09
84	-27,70	237,91	-3,55	70,63	-3123,94	2625,96	-	-2,31	-62189,49
85	-27,63	237,92	-3,55	70,62	-3123,94	2625,96	-	-2,37	-62028,03
86	-27,87	237,89	-3,54	70,64	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-62565,48
87	-27,88	237,89	-3,54	70,65	-3123,94	2625,96	-	-2,42	-62582,38
88	-27,90	237,89	-3,54	70,65	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-62624,87
89	-27,41	237,95	-3,54	70,61	-3123,94	2625,96	-	-2,42	-61543,65
90	-27,23	237,97	-3,55	70,59	-3123,94	2625,96	-	-2,31	-61145,81
91	-27,02	237,99	-3,55	70,58	-3123,94	2625,96	-	-2,37	-60681,82
92	-27,12	237,98	-3,55	70,58	-3123,94	2625,96	-	-2,47	-60899,21
93	-27,17	237,98	-3,55	70,59	-3123,94	2625,96	-	-2,47	-61008,30
94	-27,10	237,98	-3,55	70,58	-3123,94	2625,96	-	-2,47	-60867,17
95	-27,32	237,96	-3,54	70,60	-3123,94	2625,96	-	-2,56	-61345,10
96	-27,15	237,98	-3,55	70,59	-3123,94	2625,96	-	-2,56	-60971,15
97	-27,18	237,97	-3,55	70,59	-3123,94	2625,96	-	-2,56	-61037,77
98	-26,71	238,03	-3,55	70,55	-3123,94	2625,96	-	-2,47	-59992,93
99	-27,12	237,98	-3,55	70,58	-3123,94	2625,96	-	-2,47	-60899,21

100	-26,19	238,09	-3,54	70,52	-3123,94	2625,96	-	-2,45	-58836,45

Джерело: розраховано автором.

Додаток В.6.

Результати застосування LWMA для тестового періоду

t	Mx	Std	Skew	Kurt	Min	Max	Mo	Me	Result
2	-26,22	238,14	-3,14	70,66	-3123,94	2625,96	-	-4,10	-58278,70
3	-32,56	237,41	-3,43	71,08	-3123,94	2625,96	-	-5,34	-72339,99
4	-36,10	236,95	-3,49	71,44	-3123,94	2625,96	-	-5,51	-80187,22
5	-34,88	237,19	-3,48	71,25	-3123,94	2625,96	-	-5,24	-77437,79
6	-33,89	237,38	-3,46	71,11	-3123,94	2625,96	-	-5,32	-75205,34
7	-33,58	237,48	-3,43	71,06	-3123,94	2625,96	-	-5,31	-74473,11
8	-35,66	237,23	-4,50	70,63	-3123,94	2625,96	-	-5,31	-79067,68
9	-36,93	237,09	-4,55	70,70	-3123,94	2625,96	-	-5,42	-81847,45
10	-34,52	235,87	-3,65	72,63	-3123,94	2625,96	-	-5,35	-76465,42
11	-34,78	235,89	-3,65	72,62	-3123,94	2625,96	-	-5,42	-77009,10
12	-34,68	235,95	-3,65	72,58	-3123,94	2625,96	-	-5,43	-76750,00
13	-34,57	236,03	-3,64	72,53	-3123,94	2625,96	-	-5,46	-76474,97
14	-34,59	235,47	-3,65	73,24	-3123,94	2625,96	-	-5,90	-76483,56
15	-34,18	235,58	-3,64	73,15	-3123,94	2625,96	-	-5,36	-75527,32
16	-34,03	235,66	-3,64	73,10	-3123,94	2625,96	-	-5,33	-75167,42
17	-32,51	235,93	-1,67	73,98	-3123,94	3083,25	-	-5,42	-71792,24
18	-31,34	236,14	-1,64	73,78	-3123,94	3083,25	-	-5,31	-69157,59
19	-31,18	236,22	-1,64	73,73	-3123,94	3083,25	-	-5,08	-68793,76
20	-30,83	236,01	-1,65	74,02	-3123,94	3083,25	-	-4,98	-67987,16
21	-30,94	236,05	-1,65	74,00	-3123,94	3083,25	-	-4,86	-68190,47
22	-32,59	235,86	-1,65	74,24	-3123,94	3083,25	-	-5,08	-71805,58
23	-32,04	235,99	-1,64	74,12	-3123,94	3083,25	-	-4,84	-70541,70
24	-31,72	236,09	-1,65	74,04	-3123,94	3083,25	-	-4,80	-69809,90
25	-31,76	236,14	-1,64	74,01	-3123,94	3083,25	-	-4,84	-69862,40
26	-31,26	236,26	-1,65	73,90	-3123,94	3083,25	-	-4,80	-68733,28
27	-30,52	236,41	-1,64	73,76	-3123,94	3083,25	-	-4,86	-67083,20
28	-30,15	236,51	-1,64	73,68	-3123,94	3083,25	-	-4,80	-66245,21
29	-30,11	236,57	-1,67	73,62	-3123,94	3083,25	-	-4,78	-66120,23
30	-29,45	236,18	-1,67	74,15	-3123,94	3083,25	-	-4,71	-64647,88
31	-29,38	236,24	-1,67	74,11	-3123,94	3083,25	-	-4,74	-64459,90
32	-28,30	236,43	-1,67	73,93	-3123,94	3083,25	-	-4,48	-62055,64
33	-28,13	236,50	-1,68	73,87	-3123,94	3083,25	-	-4,49	-61656,30
34	-31,92	236,08	-3,68	73,26	-3123,94	2625,96	-	-4,80	-69932,42
35	-30,88	236,27	-3,68	73,11	-3123,94	2625,96	-	-4,45	-67623,62
36	-30,58	236,36	-3,68	73,04	-3123,94	2625,96	-	-3,99	-66929,08
37	-30,68	236,41	-3,68	73,02	-3123,94	2625,96	-	-4,32	-67130,66
38	-30,17	236,53	-3,65	72,95	-3123,94	2625,96	-	-4,41	-65975,42
39	-29,83	236,62	-3,65	72,88	-3123,94	2625,96	-	-4,04	-65206,30
40	-28,89	236,46	-3,66	73,16	-3123,94	2625,96	-	-3,80	-63118,28

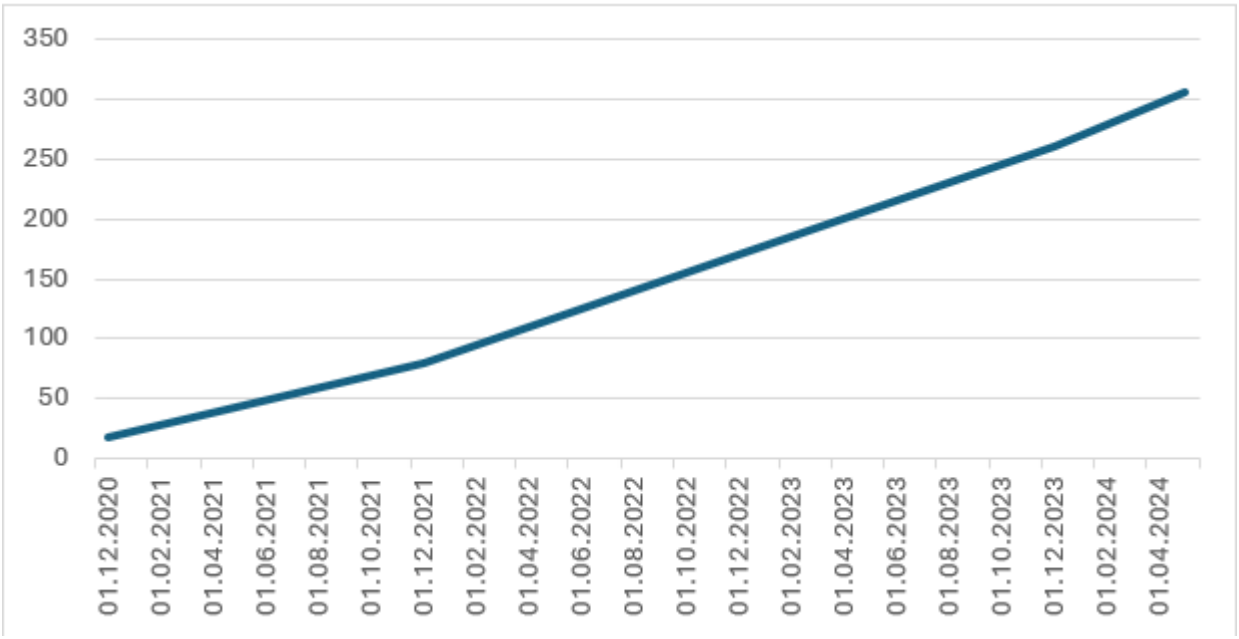
41	-28,95	236,51	-3,66	73,13	-3123,94	2625,96	-	-3,78	-63228,68
42	-30,28	236,29	-4,01	73,18	-3123,94	2625,96	-	-3,89	-66091,56
43	-30,57	236,31	-4,01	73,18	-3123,94	2625,96	-	-3,97	-66708,09
44	-30,37	236,33	-4,00	73,20	-3123,94	2625,96	-	-3,96	-66244,87
45	-30,56	236,29	-4,01	73,27	-3123,94	2625,96	-	-3,80	-66629,03
46	-30,92	236,30	-4,01	73,27	-3123,94	2625,96	-	-3,99	-67363,94
47	-30,73	236,38	-4,01	73,21	-3123,94	2625,96	-	-3,84	-66927,11
48	-32,12	236,25	-4,03	73,31	-3123,94	2625,96	-	-4,13	-69918,13
49	-30,96	235,77	-4,04	73,98	-3123,94	2625,96	-	-4,14	-67375,67
50	-30,37	235,09	-4,06	74,87	-3123,94	2625,96	-	-3,99	-66057,29
51	-30,53	235,13	-4,06	74,84	-3123,94	2625,96	-	-3,84	-66372,60
52	-31,19	234,41	-4,08	75,72	-3123,94	2625,96	-	-4,14	-67786,42
53	-30,18	234,10	-4,09	76,22	-3123,94	2625,96	-	-3,99	-65559,19
54	-29,88	234,19	-4,09	76,15	-3123,94	2625,96	-	-3,89	-64871,20
55	-30,23	234,20	-4,09	76,15	-3123,94	2625,96	-	-3,99	-65600,06
56	-29,86	234,31	-4,09	76,07	-3123,94	2625,96	-	-3,80	-64758,08
57	-29,37	234,42	-4,09	75,99	-3123,94	2625,96	-	-3,47	-63674,34
58	-29,19	234,50	-4,09	75,93	-3123,94	2625,96	-	-3,54	-63265,43
59	-29,19	234,46	-4,09	76,02	-3123,94	2625,96	-	-3,47	-63236,36
60	-29,52	234,46	-4,09	76,03	-3123,94	2625,96	-	-3,63	-63907,42
61	-29,63	234,39	-4,10	76,16	-3123,94	2625,96	-	-3,59	-64109,19
62	-29,01	234,50	-3,78	76,24	-3123,94	2625,96	-	-3,46	-62754,02
63	-28,75	234,59	-3,78	76,18	-3123,94	2625,96	-	-3,35	-62157,18
64	-28,74	234,63	-3,78	76,16	-3123,94	2625,96	-	-3,47	-62109,27
65	-28,98	234,66	-3,78	76,15	-3123,94	2625,96	-	-3,56	-62600,81
66	-28,99	234,71	-3,78	76,11	-3123,94	2625,96	-	-3,46	-62584,17
67	-29,28	234,73	-3,78	76,10	-3123,94	2625,96	-	-3,41	-63188,29
68	-29,26	234,78	-3,78	76,07	-3123,94	2625,96	-	-3,36	-63121,40
69	-29,12	234,85	-3,78	76,02	-3123,94	2625,96	-	-3,31	-62780,48
70	-29,22	234,84	-3,78	76,07	-3123,94	2625,96	-	-3,33	-62975,43
71	-28,63	234,96	-3,78	75,97	-3123,94	2625,96	-	-3,27	-61667,91
72	-28,48	234,98	-3,78	76,00	-3123,94	2625,96	-	-3,25	-61308,16
73	-28,52	235,03	-3,78	75,97	-3123,94	2625,96	-	-3,29	-61382,60
74	-28,90	235,03	-3,78	75,97	-3123,94	2625,96	-	-3,34	-62172,56
75	-28,85	235,08	-3,78	75,95	-3123,94	2625,96	-	-3,33	-62022,34
76	-28,89	235,13	-3,78	75,92	-3123,94	2625,96	-	-3,36	-62086,39
77	-28,28	235,25	-3,76	75,84	-3123,94	2625,96	-	-3,29	-60745,93
78	-28,34	235,27	-3,76	75,84	-3123,94	2625,96	-	-3,29	-60842,97
79	-28,03	235,37	-3,76	75,77	-3123,94	2625,96	-	-3,23	-60161,62
80	-25,16	235,75	-1,61	76,42	-3083,25	3123,94	-	-3,20	-53964,58
81	-24,99	235,82	-1,61	76,36	-3083,25	3123,94	-	-3,16	-53575,73
82	-24,44	235,77	-1,62	76,48	-3083,25	3123,94	-	-3,08	-52368,50
83	-23,57	235,75	-1,62	76,57	-3083,25	3123,94	-	-3,02	-50484,29
84	-23,33	235,82	-1,62	76,51	-3083,25	3123,94	-	-3,08	-49954,49
85	-23,67	235,85	-1,62	76,50	-3083,25	3123,94	-	-3,16	-50662,26
86	-23,50	235,92	-1,62	76,45	-3083,25	3123,94	-	-3,16	-50272,08
87	-23,13	236,01	-1,62	76,38	-3083,25	3123,94	-	-3,12	-49449,53

88	-22,13	236,16	-1,62	76,24	-3083,25	3123,94	-	-3,10	-47283,15
89	-21,38	236,27	-1,63	76,16	-3083,25	3123,94	-	-2,89	-45659,72
90	-21,76	236,29	-1,63	76,15	-3083,25	3123,94	-	-2,82	-46462,49
91	-21,83	236,34	-1,63	76,12	-3083,25	3123,94	-	-2,93	-46580,85
92	-22,15	236,35	-1,63	76,13	-3083,25	3123,94	-	-2,99	-47253,19
93	-22,10	236,41	-1,63	76,08	-3083,25	3123,94	-	-3,02	-47108,87
94	-21,48	236,52	-1,63	76,01	-3083,25	3123,94	-	-2,91	-45772,93
95	-21,62	236,55	-1,63	75,99	-3083,25	3123,94	-	-2,99	-46044,24
96	-21,93	236,58	-1,63	75,98	-3083,25	3123,94	-	-3,10	-46692,80
97	-21,76	236,65	-1,63	75,93	-3083,25	3123,94	-	-3,07	-46309,82
98	-22,17	236,67	-1,63	75,93	-3083,25	3123,94	-	-2,95	-47145,89
99	-21,76	236,76	-1,63	75,86	-3083,25	3123,94	-	-2,79	-46271,43
100	-22,18	236,78	-1,63	75,86	-3083,25	3123,94	-	-2,82	-47133,52

Джерело: розраховано автором.

ДОДАТОК Д

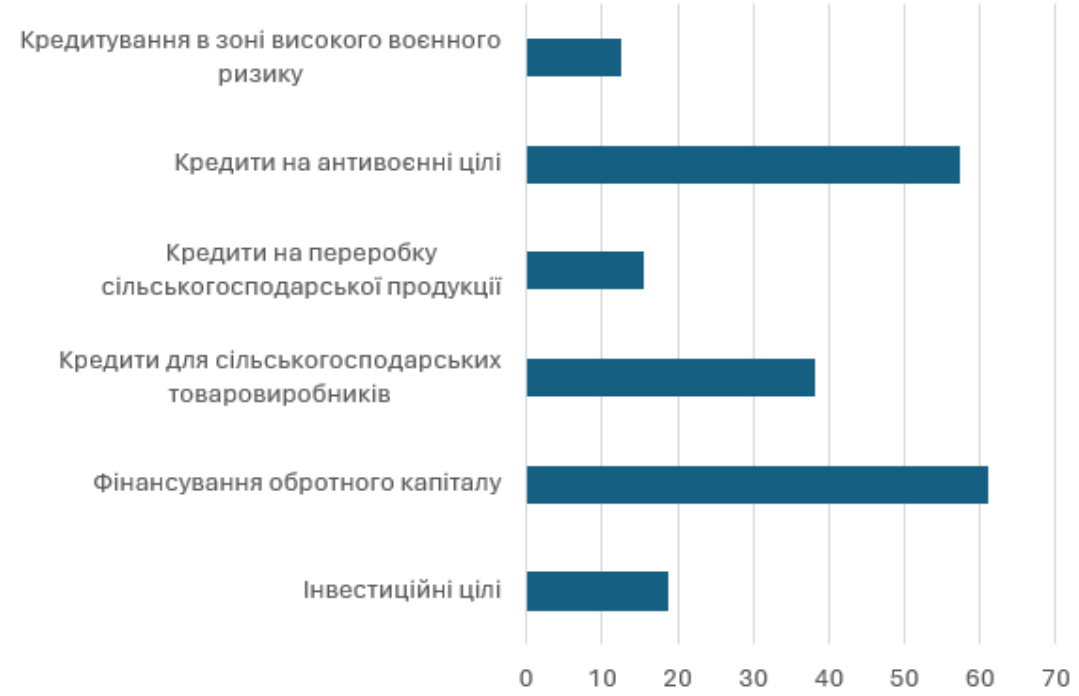
Додаток Д.1



Обсяг виданих пільгових кредитів, млрд. грн.

Джерело: побудовано автором за: [367].

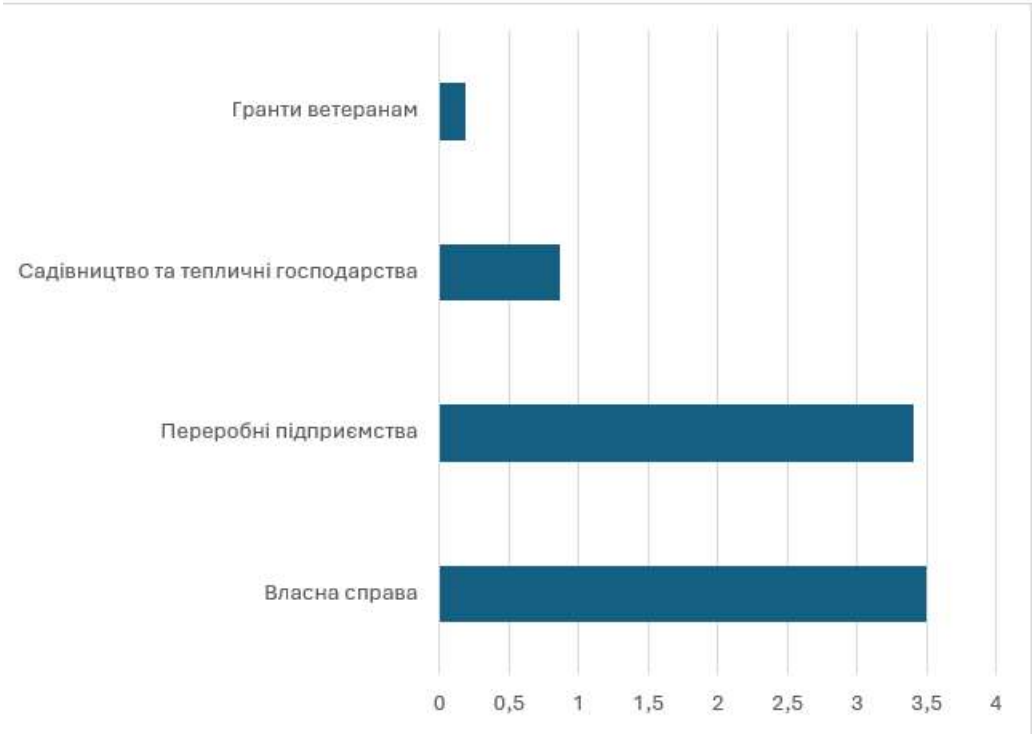
Додаток Д.2



Структура виданих пільгових кредитів, млрд. грн.

Джерело: побудовано автором за: [367].

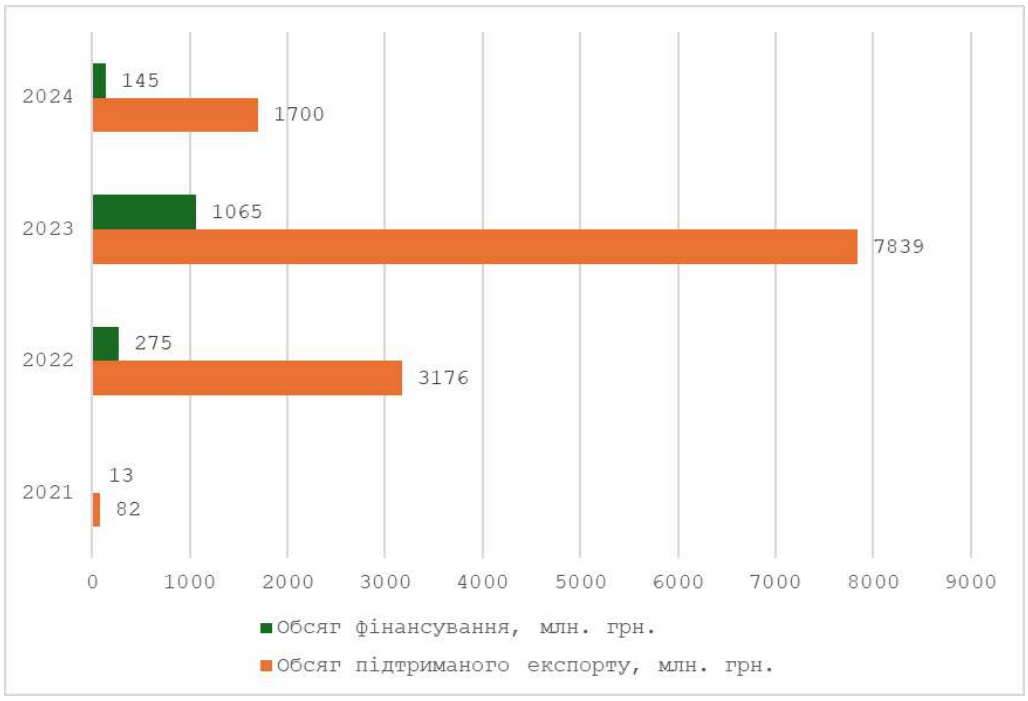
Додаток Д.3



Структура виданих кредитів за урядовим проєктом «єРобота», млрд. грн.

Джерело: побудовано автором за: [368].

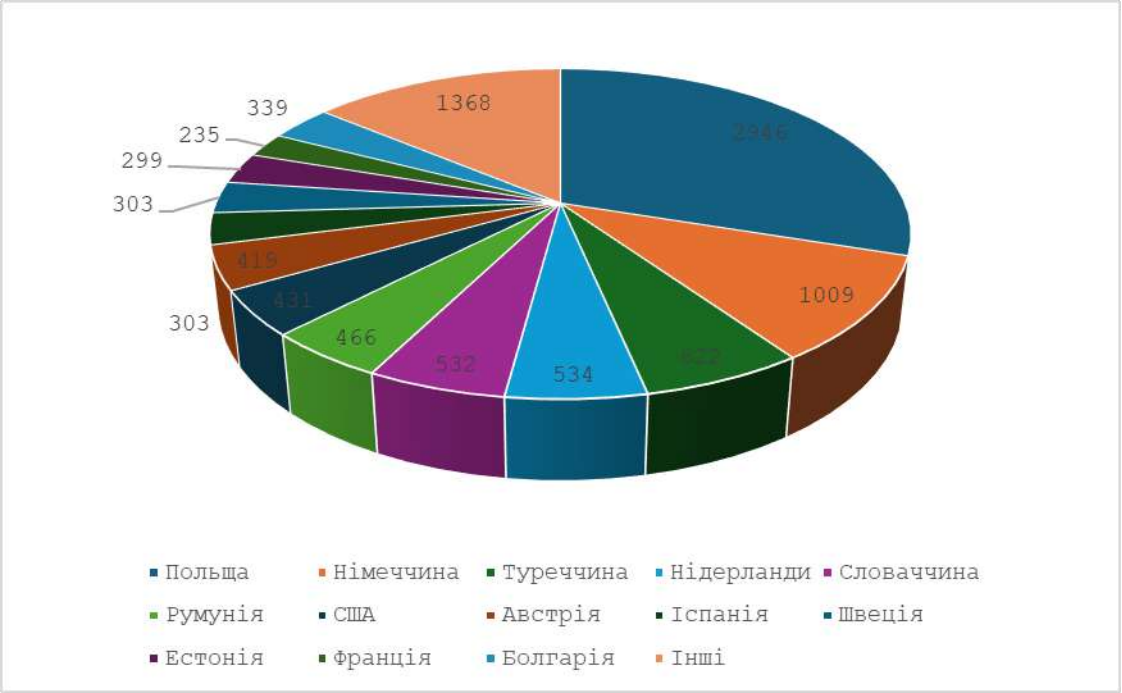
Додаток Д.4



Обсяги наданих кредитів та стимульованого експорту

Джерело: побудовано автором за: [369].

Додаток Д.5



Географічний розподіл гарантованого експорту, млн. грн.

Джерело: побудовано автором за: [369].

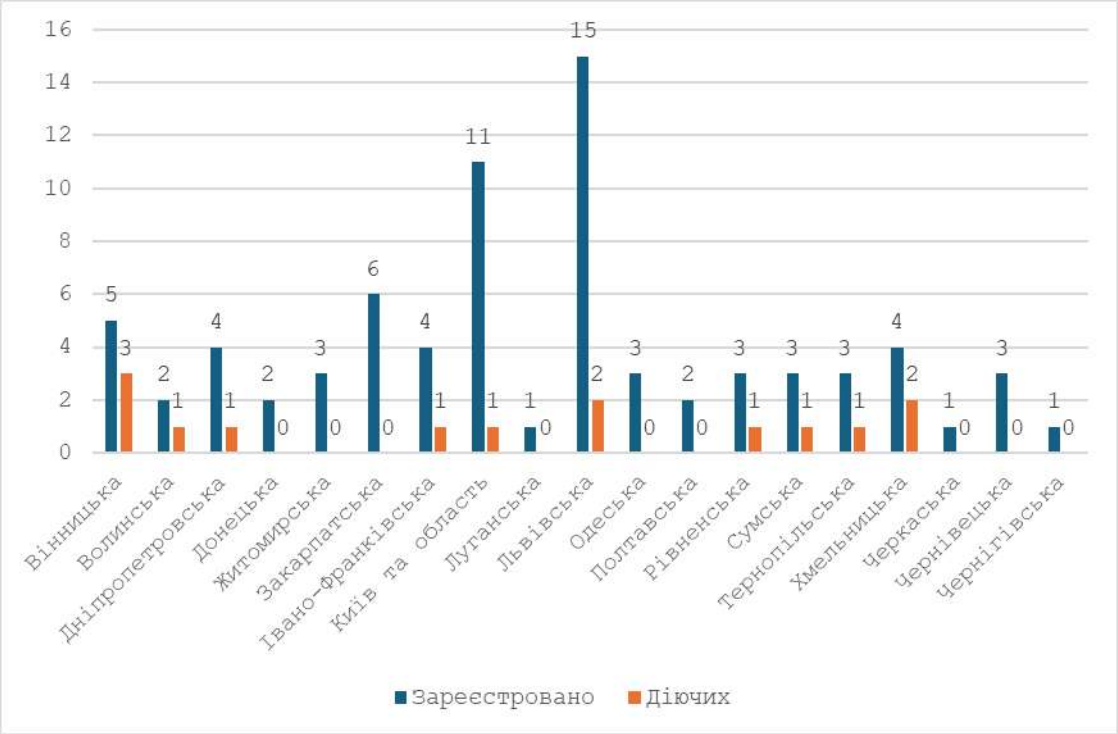
Додаток Д.6

Сектори економіки, яким надається підтримка ЕКА

Сектор економіки України	**Галузь**
Транспортні послуги	Транспортна
Виробництво та переробка природних ресурсів	1) Паперова та картонна; 2) Деревообробна; 3) Будівельна; 4) Тваринництво.
Хімічна та пластмасова промисловість	Виробництво гумових матеріалів та виробів
Легка промисловість	1) Текстильна; 2) Виробництво одягу.
Роздрібна та оптова торгівля	1) Торгівельна; 2) Оптова торгівля.
Розділ розваг	Іграшок та ігор
Машинобудівна промисловість	Машинобудівна

Джерело: складено автором за: [370].

Додаток Д.7



Індустріальні парки України

Джерело: побудовано автором за: [371].

Додаток Д.8

Галузева спеціалізація індустріальних парків

Область	Спеціалізація діючих індустріальних парків
Вінницька	Машинобудування, металообробка, легка промисловість, виробництво паперу і картону, переробка паперу і виробництво пакувальних матеріалів
Волинська	Універсальний
Дніпропетровська	Універсальний
Івано-Франківська	Універсальний
Київ та Київська область	Універсальний
Львівська	Переробна промисловість
Сумська	Переробка сільськогосподарської продукції, харчова промисловість
Рівненська	Деревообробна промисловість, меблева промисловість, складське господарство
Тернопільська	Універсальний
Хмельницька	Харчова промисловість

Джерело: складено автором за: [371].

Додаток Д.9

Інвестиційний потенціал секторів господарства

Сектор	Інвестиційний потенціал, млрд. дол. США
Енергетика	177
Логістика та інфраструктура	123
Оборонно-промисловий комплекс	43
Агропромисловий комплекс	34
Металургія та металообробка	26
Фармацевтика	19
Промислове виробництво	16
Інноваційні технології	11
Видобувна галузь	5,6
Меблева та деревообробна промисловість	5

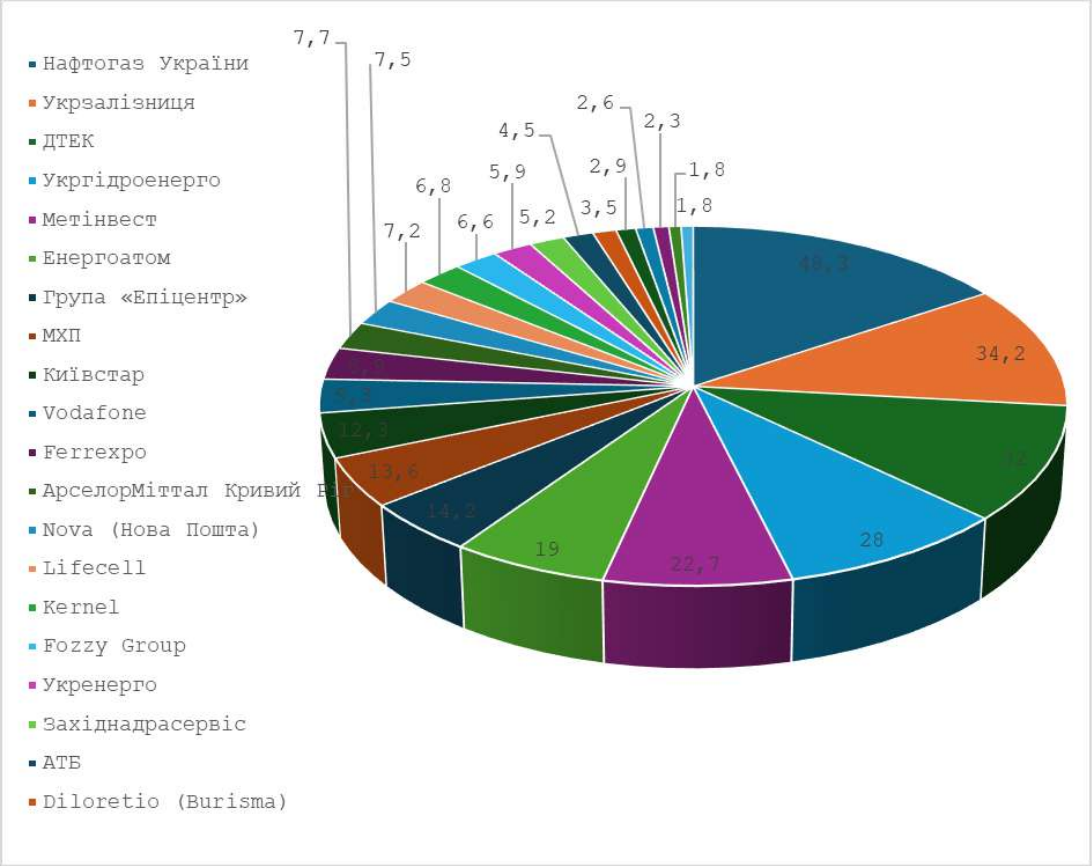
Джерело: складено автором за: [372].

Додаток Д.10

Інвестиційний потенціал за програмою AdvantageUkraine, млрд. дол. США

Джерело: побудовано автором за: [372].

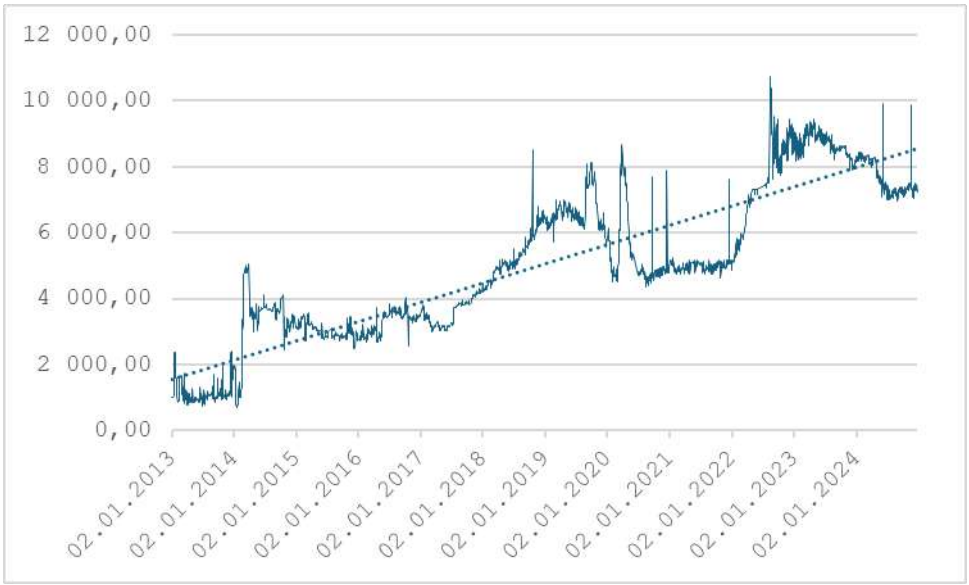
Додаток Д.11



Обсяги інвестиції компаній України за 2021-2023 рр., млрд. грн.

Джерело: побудовано автором за: [373]

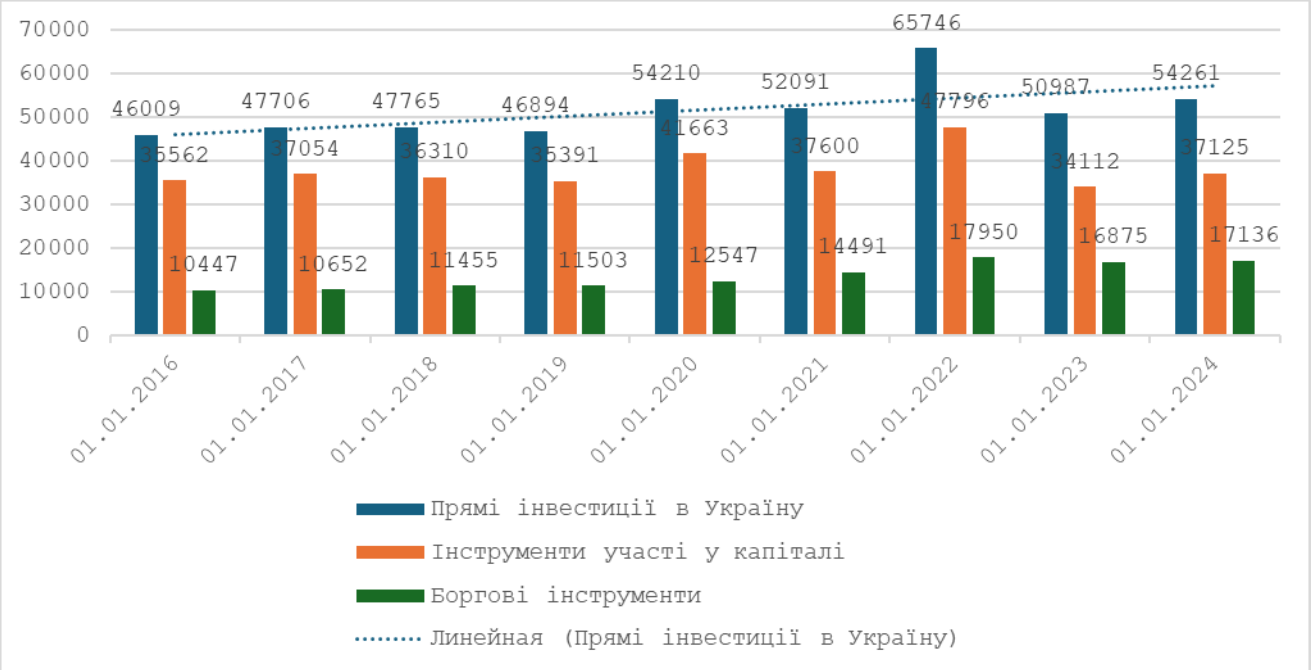
Додаток Д.12



Котирування індексу облігацій (02.01.2013 – 23.12.2024 рр.)

Джерело: побудовано автором за: [219].

Додаток Д.13



Прямі іноземні інвестиції в Україну за 2015-2023 роки, млн. дол. США

Джерело: побудовано автором за: [374]

Додаток Д.14

Очікування бізнесу щодо ефективності інвестування

Період	***Частка респондентів, які вважать інвестування вигідним, %***	***Період***	***Частка респондентів, які вважать інвестування вигідним, %***
III Q/2008	34	I Q/2014	20
IV Q/2008	15	II Q/2014	18
I Q/2009	13	III Q/2014	18
II Q/2009	20	IV Q/2014	12
III Q/2009	24	I Q/2015	15
IV Q/2009	15	II Q/2015	19
I Q/2010	23	III Q/2015	12
II Q/2010	35	IV Q/2015	16
III Q/2010	35	I H/2016	28
IV Q/2010	33	II H/2016	27
I Q/2011	47	I H/2017	38
II Q/2011	43	II H/2017	30
III Q/2011	17	I H/2018	32
IV Q/2011	10	II H/2018	42
I Q/2012	6	I H/2019	54
II Q/2012	8	II H/2019	53
III Q/2012	12	I H/2020	15
IV Q/2012	4	II H/2020	12

I Q/2013	1	I H/2021	19
II Q/2013	5	II H/2021	19
III Q/2013	10	I H/2022	12
IV Q/2013	1	II H/2022	17
		2023	32

Джерело: складено автором за: [181].

Додаток Д.15

20 найбільших M&A угод в Україні, 2023 р.

Об'єкт продажу	Покупець	Сектор	Сума угоди, млн. дол. США
lifecell (ТОВ «Лайфселл», ТОВ «Глобал Білги», ТОВ «Укртауер»)	NJJ Capital, Франція	IT та телекомунікації	500
ПрАТ «Завод "Кузня на Рибальському"»	Concorde Capital, Україна	Будівництво та нерухомість	300*
БЦ «Парус» (ТОВ «Парус Холдинг»)	ТОВ «Ола Файн», Україна	Будівництво та нерухомість	170*
Kernel (36% частка)	Namsen Limited, Україна	Сільське господарство	136**
Dmarket	Mythical Games, США	IT та телекомунікації	100
Preply (50% частка)	Horizon Capital, Reach Capital, Hoxton Ventures	IT та телекомунікації	70
ТРЦ Ocean Plaza (33% частка)	Q Partners, Україна	Будівництво та нерухомість	60*
Зерновий термінал «Олімпекс Купе Інтернейшнл»	Sunolta, Україна	Транспорт та логістика	25
ТОВ «Рені-Ойл»	Kernel, Україна	Транспорт та логістика	24,8
Fintech Farm (50% частка)	Nordstar, Великобританія	IT та телекомунікації	22
ТОВ «Фрінет» (91% частка)	Vodafone Україна (ПАТ «ВФ Україна»)	IT та телекомунікації	20,3
Елеватор («Чорноморськ»)	Kernel, Україна	Транспорт та логістика	19,4
ПАТ «Іллічівський масложировий комбінат»	Kernel, Україна	Харчова промисловість	19
ТРЦ «Магеллан»	ТОВ «Птицеплемзавод "Коробовський"», Україна	Будівництво та нерухомість	17
DressX (50% частка)	Greenfield, Warner Music, Slow Ventures, Warner Music, The Artemis Fund, Red Dao	IT та телекомунікації	15

ТОВ «Біо-Лан»	ТОВ «Волинь-Зерно-Продукт», Україна	Сільське господарство	12
GoIT (50% частка)	Horizon Capital, США	IT та телекомунікації	10
Trinetix (50% частка)	Hypra, Україна	IT та телекомунікації	10
Cosmolot (ТОВ «Спейсікс», 49% частка)	Арнульф Дамерау, Великобританія	IT та телекомунікації	10
ТОВ «Системойлінженерінг»	Анна Злочевська, Карина Злочевська	Будівництво та нерухомість	9,5
«Уклон» (Uklon)	АТ «Київстар»	IT та телекомунікації	155,2
Helsi (28% акцій)	АТ «Київстар»	eHealth	10,5

Джерело: складено автором на за: [375-378].

Примітка:- зазначено експертну оцінку; **- викуп в міноритарних акціонерів в рамках делістингу компанії Kernel на Варшавській фондовій біржі.*

Додаток Д.16.

Greenfield інвестиції в Україні, 2023 р.

Компанія	Опис проєкту	Сума інвест., млн. дол. США
ДТЕК	Перша черга Тилігульської ВЕС на 114 МВ, відновлення будівництва другої черги, Миколаївська обл.	450
Kingspan Group	Будівництво заводів з виробництва будівельних матеріалів	280
ОККО	Будівництво заводу з переробки сільськогосподарської продукції, Тернопільська обл.	120
ОККО	Відновлювальні джерела енергії	200
BGV Group Management	Гірничодобувні проєкти	100
Bayer AG	Будівництво заводу Monsanto з виробництва насіння кукурудзи, Житомирська обл.	60
Nestlé	Будівництво нової фабрики з виробництва вермішелі, Волинська обл.	45
Philip Morris	Нове виробництво, Львівська обл.	30
ЄБРР, Dragon Capital	Будівництво індустріального парку M10 Lviv Industrial Park	24,5
The Howard G. Buffett Foundation	Будівництво сухого порту потужністю зберігання 30 тис. тон на кордоні України з Угорщиною	n/d
FS Holding, Mercitalia Rail та Mercitalia Terminal	Проєкт сухого порту Horonda Platform, Закарпатська обл.	n/d
Concorde Capital	Житлове будівництво, Київська обл.	4
Епіцентр	Будівництво 2 ТРЦ	n/d

Kronospan	Логістичний комплекс, Київська обл.	20
ТОВ «МП Агроторговий дім»	Сільське господарство (вирощування ВРХ)	15
Кернел	Будівництво перевантажувального терміналу «Девелопмент Рені Термінал» у порту «Рені»	10
Unilever	Будівництво нової фабрики, Київська обл.	20
The Howard G. Buffett Foundation, Virgin Unite	Перша черга центру протезування та реабілітації Superhumans, Львівська обл.	3
AXOR Industry	Виробник фурнітури для вікон та дверей, Дніпропетровська обл.	10
HOME ESSENTIALS & BEYOND	Завод з виробництва меблів, Тернопільська обл.	6
Добробут	Будівництво нової клініки, Київ	20
Астарта	Відновлює проєкт будівництва лінії переробки сої, Полтавська обл.	60
Інвестиційна група Time	Завод з переробки проса, Черкаська обл.	2,5
	Завод з переробки кукурудзи, Черкаська обл.	4,5

Джерело: складено автором за: [375].

Додаток Д.17.

Заплановані інвестиційні проєкти на 2024-2032 рр.

Інвестор	Проєкт	Сума інвест., млн. дол. США
Сентравіс, Україна	Металообробка, Дніпропетровська обл.	3,5
Fixit, Німеччина	Заводи з виробництва будівельних матеріалів.	18
Біосфера, Україна	Харчова промисловість, Дніпропетровська обл.	20
EFI Group, Україна	Агропереробний завод, Черкаська обл.	25
EVA, Україна	Логістичний комплекс.	25
Карпатські мінеральні води, Україна	Завод з виробництва мінеральної води, Львівська обл.	35
Інтерпайп, Україна	Металообробка, машинобудування, Дніпропетровська обл.	40
Тріосан Холдинг, Україна, США	Тепличний комплекс на геотермальній енергії, Львівська обл.	80
Bayraktar, Туреччина	Запуск 3 нових проєктів, ВПК	100
Laude, Польща	Логістичний комплекс	110
Rheinmetall, Укроборонпром (Німеччина, Україна)	ВПК	220
Onur Group, Туреччина	Дорожнє будівництво та інжиніринг, видобуток корисних копалин, енергетика, промисловість, готельно-ресторанний бізнес та нерухомість, аграрна та деревообробна галузь	500
Тервін, Україна	Логістичні комплекси, Одеська, Львівська, Дніпропетровська, Київська області	500

Black Iron Inc., Канада	Будівництво фабрики з випуску залізорудної сировини преміумкласу із вмістом заліза понад 68% потужністю 4 млн. тон за рік на першому етапі і 8 млн тонн на рік – на другому	816
Madoqua Renewables, Нідерланди, Португалія	Завод з виробництва екологічно чистого «зеленого палива» (метанолу), Тернопільська обл.	900
European Lithium, Австралія	Розробка літієвого родовища, будівництво збагачувальної фабрики (до 2028 року)	1000
VEON, Нідерланди	Розвиток телеком інфраструктури (до 2026 року)	1000
Енергоатом, Westinghouse (Україна, США)	Будівництво 2 енергоблоків (до 2032 року)	10000

Джерело: складено автором за: [375].

Додаток Д.18.

Річні обсяги первинних емісій акцій та облігацій на фондовому ринку у 2013-2024 рр.

Рік	*2013*	*2014*	*2015*	*2016*	*2017*	*2018*	*2019*	*2020*	*2021*	*2022*	*2023*	*2024*
Обсяг, млн. грн.	*106700*	*145205*	*128554*	*216122*	*333194*	*37721*	*74745*	*65931*	*52863*	*37074*	*22196*	*369632*

Джерело: складено автором за: [200; 379].

Примітка: Дані наведено в номінальному вираженні; враховано емісії корпоративних акцій та облігацій.

Додаток Д.19

Обсяги капітальних інвестицій за 2024 р.

Галузь	***Обсяг, млрд грн.***	***Приріст відносно 2023, %***
Сфера транспорту, складського господарства, поштової та кур'єрської діяльності	46,8	+77,5
Оптова та роздрібна торгівля	44,2	+73,2
Телекомунікації	25,8	+67
Сільське господарство	42,9	+35,5
обробну промисловість	82,9	+34,3
державне управління та оборону	82	+31,4

Джерело: складено автором за: [186; 380].

Додаток Д.20

Детрактори інвестиційного клімату

Рік													
Детрактор	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
Корупція, бюрократія, адміністративний	+	+	+			+	+	+	+	+	+	+	+	+
Слабкість судової системи		+	+		+			+	+	+	+	+	+	+
Політична нестабільність, бойові дії		+	+	+								+	+	+
Митне оформлення, торгові бар’єри, відшкодування		+	+		+	+		+						
Податкова система	+	+	+											
Девальвація гривні, волатильність фінансового ринку		+		+	+	+								
Проблеми, пов’язані з ринком землі						+	+	+	+					
Тіньова економіка									+	+	+	+		
Логістичні проблеми												+	+	
Пошкодження енергосистеми та основних фондів													+	+

Джерело: складено автором за: [181].

Додаток Д.21

Детрактори інвестиційної привабливості України

№	Опис детрактора
1	Очікувано, бойові дії та спричинені ними проблеми з логістикою, енергетикою, а також руйнування основних виробничих фондів є серед основних чинників, які негативно впливають на інвестиційний клімат України з 2022 року.
2	Корупція, бюрократія, адміністративний тиск та слабкість судової системи майже беззмінно присутні в переліку детракторів, що вказує на системний характер проблеми та недостатність вжитих державою (та політичними лідерами) заходів щодо усунення чи зниження впливу даних чинників.
3	Питання, пов'язані із податковою системою, митним оформленням та відшкодуванням ПДВ відмічались опитуваними як суттєві в основному до 2019 року. Відповідно, можемо зробити висновок про те, що вжиті державою заходи для усунення недоліків в роботі відповідних систем бізнес оцінив позитивно.
4	Проблеми, пов'язані із курсовою стабільністю та волатильністю фінансового ринку, відмічаються як такі, що мають суттєвий негативний вплив, періодично. Можемо висловити припущення, що проблема також має певний характер системності, і проявляється негативно в момент істотного впливу зовнішніх або внутрішніх чинників (девальвація та нестабільність 2014-2016 років, спричинені революційними подіями, військовими діями на Донбасі та в Криму; девальвація та нестабільність, спричинені повномасштабним вторгненням 2022 року).
5	Питання, спричинені відсутністю ринку землі, відмічались як суттєвий детрактор в 2016-2019 рр. (до прийняття в березні 2020 року Закону Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо умов обігу земель сільськогосподарського призначення [343].
6	Маємо відмітити, що проблеми, пов'язані із тіньовою економікою, відмічаються респондентами як суттєво негативні з 2018 року (в таблиці відображено результат опитування, проведеного на початку 2019 року). Аналітики ISET (Institute of Social and Economic Transformation) та CASE Україна наводять такі дані по деяким сегментам тіньової економіки [344; 345]: a. ринок пального: частка нелегального ринку знизилась із 27% у 2020 році до 12% за підсумками трьох кварталів 2023 року; b. ринок тютюнових виробів: частка ринку контрафакту зросла із 6% у 2020 році до 13% за підсумками трьох кварталів 2023 року; c. ринок алкоголю: частка тіньового ринку скоротилась із 41% у 2018 році до 30% за підсумками трьох кварталів 2023 року. d. орієнтовні втрати державного бюджету становлять 48 млрд. грн. (дані за 2022 рік). Як бачимо, показники свідчать про те, що державою здійснюються заходи щодо зменшення долі тіньового сектору. Згідно даних ISET та CASE Україна [346] державою було впроваджено тільки третину із наданих рекомендацій щодо мінімізації тіньової торгівлі підакцизними товарами [347]. На дану проблему також звертають увагу наші партнери. Для прикладу, в офіційному листі за підписом послів країн G7 Україну закликають продовжувати дії, спрямовані на боротьбу з контрафактом підакцизних товарів [348]. Подальше ігнорування та відкладення реалізації рекомендацій (серед яких імплементація ключових євродиректив, ратифікація Протоколу про ліквідацію незаконної торгівлі тютюновими виробами, тощо) свою чергу буде підтримувати детрактор та, відповідно, негативно позначатись на інвестиційному кліматі України.

Джерело: складено автором за: [181; 381-386].

ДОДАТОК Е

Додаток Е.1.

Напрямки програми «План відбудови України»

№	Напрямок програми
1	Зміцнення оборони та безпеки [387]. В рамках цього напряму діють окремі національні програми: 1) Державна цільова науково-технічна програма розвитку авіаційної промисловості на 2021-2030 роки [388]; 2) державна цільова оборонна програма розвитку ракетного озброєння; 3) державні цільові оборонні програми розвитку озброєння за напрямками (радарні системи, броньована техніка, боєприпаси та спецхімія, тощо); 4) оборонний акселератор/інкубаційна програма [389]. Необхідна сума інвестицій оцінюється в 50 млрд. дол. США.
2	Енергетична незалежність та Зелений Курс, в рамках якого виділяються [390]: 1) Будівництво пікових потужностей 1,5–2 ГВт і акумуляторів потужністю 0,7-1 ГВт; 2) будівництво розумних мереж (smart grids); 3) відбудова пошкоджених енергетичних об'єктів; 4) добудова нафтопроводу Адамова Застава – Броди, 10 млн т./рік.; 5) забезпечення постачання/зберігання газу для ЄС і України в українських ПСГ, забезпечення доступу до LNG-терміналів Польщі, Греції, Хорватії, Туреччини, Італії, Німеччини; 6) збільшення ядерної потужності (продовження строків експлуатації, більш високе завантаження наявних потужностей і будівництво 2+ ГВт нових блоків на Хмельницькій АЕС); 7) локалізація виробництва обладнання для ВДЕ (вітрові вежі, трансформатори, кабелі, електролізери, батареї); 8) локалізація ланцюжка створення вартості в ядерній сфері (завод із виробництва палива, зберігання відходів); 9) модернізація і оптимізація ГТС та ГРМ; 10) розробка газу з щільних порід, до 4,2 млрд куб.м/рік; 11) створення нафтопереробного заводу, до 10 млн т/рік; 12) будівництво 30+ ГВт ВДЕ для виробництва Н2, а також розвиток транспортної інфраструктури Н2 (воднева енергетика); 13) будівництво ~15 ГВт електролізних потужностей; 14) будівництво 3,5 ГВт гідроелектростанцій і насосних гідроелектростанцій; 15) розвиток виробництва біопалива (біоетанолу, біодизелю, біометану, біомаси) із сільськогосподарської продукції, залишків та відходів. Необхідна сума інвестицій оцінюється в 130 млрд. дол. США.
3	Розвиток секторів економіки з доданою вартістю, в рамках якого виділяються: 1) Напрям підтримки та розвитку ІТ галузі; 2) підтримка та розвиток машинобудування; 3) створення (відновлення) систем іригації та меліорації; 4) підтримка та розвиток переробки продукції сільського господарства. Необхідна сума інвестицій оцінюється в 50 млрд. дол. США.
4	Розширення та інтеграція логістики з ЄС: 1) Програми відбудови зруйнованої інфраструктури; 2) програма оновлення парку вантажних вагонів (реалізація 2023-2025 рр.); 3) проєкт будівництва високошвидкісної залізниці (HSR) сполучення Київ-Варшава (реалізація 2026-2032 рр.);

	4) проєкт з відновлення роботи та модернізації ключових сортувальних станцій АТ Укрзалізниця, обладнаних сортувальними гілками; 5) реконструкція 5-7 пошкоджених в наслідок війни аеропортів; 6) розвиток морських терміналів, автомобільної та залізничної інфраструктури морського порту «Ізмаїл»; 7) розвиток мережі внутрішніх контейнерних терміналів; 8) будівництво перевалочних комплексів та транскордонних терміналів на заході України; 9) розвиток річкового експорту агропродукції; 10) модернізація судноплавних шлюзів Дніпровського каскаду; 11) залучення додаткового флоту ПрАТ «УДП» шляхом придбання відповідного тоннажу на вторинних ринках флоту у Європі; Купівля річкових барж за кордоном; 12) модернізація, ремонт та експлуатація пасажирського флоту ПрАТ «УДП»; 13) модернізація, ремонт та експлуатація нафтоналивного флоту ПрАТ «УДП»; 14) створення Глибоководного суднового ходу Дунай-Чорне море (ГСХ Дунай-Чорне море); 15) створення річкового порту (терміналу) та/або мультимодального терміналу в Дунайському регіоні; 16) розбудова міжнародної мережі внутрішніх водних шляхів відповідно до міжнародних договорів України. Розвиток логістичного сполучення каботажних перевезень (Дніпро/Пд. Буг – Дунай); 17) надання в концесію державних стивідорних компаній та об'єктів портової інфраструктури у морських портах; 18) будівництво нового транспортного коридору до портів Польщі та Литви на базі широкої залізничної колії; 19) проєкт будівництва залізничної колії до Порто-Пункту Кілія, ДП «Усть-Дунайський МТП»; 20) відновлення роботи Каховського судноплавного шлюзу після деокупації Херсонської області; 21) впровадження контрактів на утримання доріг за кінцевими результатами (OPRC); 22) розвиток туристичної інфраструктури. Необхідна сума інвестицій оцінюється в 120-160 млрд. дол. США,

Джерело: складено автором за: [387-391].

Додаток Е.2

Діючі державні програми щодо стимулювання економіки

№	Опис програми
1	**«Доступні кредити 5-7-9»**. Програму було запущено в лютому 2020 року [392]. В дану програму уряд періодично вносить модифікації, пристосовуючи її до поточних економічних обставин. У травні 2023 року уряд дозволив ТЕЦ і ТЕС залучати пільгові кредити на відновлення пошкодженого обладнання [393]. У вересні 2023 року – змінили розміри компенсацій для підприємств, які працюють на деокупованих територіях, відкрили доступ для всіх підприємств переробної галузі та сфери енергоефективності [394]. Відмітимо також, що включення до програми пільгового кредитування підприємств переробної галузі синхронізовано із ціллю уряду сприяти зростанню частки переробки в структурі ВВП з 10% до 20% [367; 395; 396]. В травні 2024 року в програму було внесено чергові зміни [397]: 1. Зменшено максимальну суму кредитування на фінансування оборотного капіталу до 5 млн. грн.; 2. Збільшено ліміт кредитування галузей тваринництва до 150 млн. грн. Пільгове фінансування аграріїв в рамках даної програми здійснюється за підтримки Світового банку та його програми «Екстреного проєкту надання інклюзивної підтримки для відновлення сільського господарства України (ARISE)» [398]. Важливо відмітити, що обсяги кредитування зростають, і 2023 року уже 90% нових кредитів підприємствам було видано саме за цією програмою, а позики за програмою досягли 40% чистого корпоративного портфеля у гривні [399]. Наразі ліміт на інвестиційні цілі становить 150 млн. грн. (таких кредитів в 2023 році видали лише 12% від загальної кількості). За період дії воєнного стану було видано 54158 кредитів на суму 216,5 млрд. грн. Найбільше було залучено фінансування за пільговими ставками на фінансування оборотного капіталу та антивоєнні цілі. Динаміку приросту обсягів виданих кредитів в рамках програми з підтримки малого та середнього підприємництва та структуру можемо побачити в додатках Д.1, Д.2. В контексті теми нашого дослідження можемо відмітити, що дана державна програма стимулює розвиток таких галузей як сільське господарство та обробна промисловість, в тому числі переробку сільськогосподарської продукції, спрямовуючи туди пільгові ресурси. Відповідно, інвестор або підприємство, аналізуючи цю інформацію, може визначити дані галузі як такі, що мають позитивний інвестиційний клімат, та переходити до подальших етапів аналізу.
2	**Мікрогранти для бізнесу. У**рядова програма «єРобота» діє з липня 2022 року [400; 401]. Станом на травень 2024 року за даною програмою було видано 15977 грантів на 7,95 млрд. грн. В 2024 році планується видати 14000 грантів на 4,9 млрд грн., з яких для напрямків переробки та садівництва в держбюджеті передбачено 1,4 млрд. грн. Розподіл за напрямками видачі грантових коштів наведено в додатку Д.3. Як бачимо, найбільші суми були спрямовані в напрямки «Переробні підприємства» та «Власна справа»: 3,4 млрд. грн. та 3,5 млрд. грн. відповідно [368]. Такий розподіл фінансування підтверджує наміри уряду стимулювати розвиток переробної промисловості. Відповідно, з позицій потенційного інвестора дані програми можуть сприйматись як такі, що сприяють покращенню інвестиційного клімату в даній галузі.
3	**Підтримка розвитку промислового виробництва.** Урядовою програмою «Переробка» передбачено можливість отримання гранту до 8 млн. грн. [402-405]. Основною метою програми є покриття витрат на придбання, доставку та введення в експлуатацію основних засобів виробництва. Отримувачі грантів зобов’язані протягом року з моменту отримання створити не менше 25 робочих місць, а також

	профінансувати проєкт не менше 50% власних коштів (або кредитних). Для деокупованих територій частка співфінансування становить 20%. Наразі дію програми розширили, відкривши доступ до отримання фінансування виробникам дронів [403]. З початку дії програми підтримку отримали 633 підприємства на суму 3,2 млрд. грн., при цьому частка юридичних осіб серед аплікантів становить 77%. Згідно з оцінками Міністерства економіки кожна вкладена таким чином гривня створює близько 20 гривень продукції. На нашу думку, такі дії уряду можуть сприяти покращенню інвестиційної привабливості переробної промисловості, а також суміжних галузей.
4	**Програма підтримки та розвитку будівельної галузі «єОселя».** Програма є складовою державної політики «Зроблено в Україні» [406]. За умовами даної програми кредит можна отримати або на уже збудоване житло, яке не старше 10 років, або на житло першого продажу. Загалом з початку дії програми у жовтні 2022 року було видано кредитів на суму 16 млрд. грн. (10436 об'єктів), з них за 2024 рік на 7 млрд. грн., а на житло першого продажу – 30% виданих кредитів [407]. В контексті поточного дослідження можемо заключити, що існування такої програми сприяє покращенню інвестиційного клімату як в будівельній галузі, так і в суміжних галузях, як то виробництво та продаж будівельних матеріалів, техніки, фурнітури тощо, а також сфері супутніх послуг (проєктування, комунікації, дизайн, ремонт тощо).
5	**Програма компенсації вартості української сільськогосподарської техніки.** В квітні 2024 року було запущено програму, за якою передбачено компенсацію 25% вартості придбаної техніки та обладнання. В бюджеті на 2024 рік на дані цілі було передбачено 1 млрд. грн., а в липні 2025 року було додатково виділено 700 млн. грн. Очікується, що ці заходи сприятимуть зменшенню імпорту сільськогосподарської техніки на 10% та створенню 1000 робочих місць. Для прикладу, за період дії попереднього варіанту програми 2017-2021 років обсяг внутрішнього виробництва техніки зріс з 5 до 12 тисяч одиниць, половина якої йшла на експорт. На даний момент акредитацію пройшли 157 українських виробників техніки [408; 409]. Виходячи із контексту поточного етапу дослідження можемо вважати, що такі дії формують сприятливий інвестиційний клімат в галузі сільськогосподарського машинобудування та супутніх (виробництво шин, специфічних мастильних матеріалів, засобів точного землеробства, а також відповідних сервісних послуг).
6	**Підтримка експортерів «Кредити на виконання зовнішньоекономічних договорів за спрощеною процедурою».** Діяльність програми супроводжує Експортно-кредитне агенство, засноване 2018 року [370]. ЕКА страхує фінансові ризики, які можуть виникнути у експортера робіт, послуг та товарів згідно з кодами УКТ ЗЕД, визначеними в статті 8 Закону України «Про фінансові механізми стимулювання експортної діяльності» [410; 411]. Під гарантії ЕКА експортер може отримати беззаставний кредит в одному з банків-партнерів програми. Динаміка розвитку програми відображена в додатку Д.4. Як бачимо, обсяги наданих гарантій, як і обсяги гарантованого експорту, зростають рік до року, попри незначний статутний капітал у розмірі 2 млрд. грн. На нашу думку, це може свідчити про наявність потенціалу до подальшого зростання у разі збільшення статутного капіталу. Також варто відмітити, що з червня 2024 р. ЕКА надає послуги зі страхування інвестицій від воєнних та політичних ризиків, при цьому об'єкт інвестування розміщений на території України, а метою прямої інвестиції є створення об'єктів та інфраструктури переробної промисловості [412]. В червні 2024 року на Третій конференції з відновлення України до страхування закордонних інвестицій приєдналась урядова агенція США Development Finance Corporation (DFC), яка відкрила фінансування програми страхування ризиків на 357 млн. дол. США [413]. На нашу думку, це сприятиме зростанню обсягу укладених контрактів та притоку закордонних

	інвестицій. За географічним розподілом контрактів, які були підтримані ЕКА, найбільші обсяги експорту були до Польщі (2946 млн. грн.), Німеччини (1009 млн. грн.), Туреччини (622 млн. грн.), Словаччини (532 млн. грн.), Нідерландів (534 млн. грн). Детальніше в додатку Д.5. Якщо звернути увагу на галузеву структуру (наведено в додатку Д.6), то побачимо, що підтримка надається головним чином підприємствам переробної галузі, які експортують продукцію. В контексті нашого дослідження можемо зробити висновок, що дана програма сприяє покращенню інвестиційного клімату в експортно-орієнтованих галузях економіки. Відповідно, інвестор, який шукає варіанти вкладення коштів, може розглядати дані напрямки діяльності для відбору потенційних об'єктів для інвестування.
7	**Програма підтримки індустріальних парків.** Згідно Закону України Про індустріальні парки [414] індустріальний (промисловий) парк – це «облаштована відповідною інфраструктурою територія, у межах якої учасники індустріального парку можуть здійснювати господарську діяльність у сфері переробної промисловості, переробки промислових та/або побутових відходів (крім захоронення відходів), альтернативної енергетики, зберігання енергії, а також науково-технічну діяльність, діяльність у сфері інформації і електронних комунікацій». Індустріальний парк розглядається державою як спосіб залучення інвестицій у реальний сектор та стимулювання розвитку регіонів. Очікується, що парки сприятимуть модернізації промисловості, підвищенню ефективності використання ресурсів та впровадженню підходів циркулярної економіки. За оцінками Міністерства економіки 1 га індустріального парку створює 50 робочих місць, а 1 гривня інвестована в інфраструктуру парку дозволяє залучити 6 гривень приватних інвестицій. На 2024 рік в бюджеті було передбачено 1 млрд. грн. на розвиток та підтримку індустріальних парків. Проаналізувавши дані щодо зареєстрованих індустріальних парків, маємо констатувати, що із 76 парків діє (такі, що мають або хоча б 1 учасника, або всі підведені комунікації та зведені будівлі) тільки 14 [371]. Дані в розрізі по областям відображено в додатку. Д.7. Учасникам індустріальних парків передбачено фінансування та компенсації за кредитами у розмірі до 45 млн. грн. Також передбачено безповоротну допомогу на облаштування індустріального парку за рахунок державного бюджету у розмірі до 60 млн. грн., але не більше 80% кошторисної вартості проєкту [415]. Також учасники парків звільняються від сплати податку на прибуток на 10 років, за умови, що вивільнені кошти реінвестуються таким учасником (переоснащення матеріально-технічної бази, збільшення обсягу виробництва, впровадження новітніх технологій) [416]. Крім цього, ввезення устаткування та обладнання для індустріальних парків звільнене від сплати ввізного мита та ПДВ [417]. Щодо недіючих індустріальних парків, то маємо відмітити, що з моменту запуску деяких пройшло понад 10 років, а відтак питання цільового використання виділених територій та фінансування по ним вимагає окремого вивчення. Галузева спеціалізація діючих індустріальних парків в розрізі областей представлена в додатку Д.8. З даних таблиці ми бачимо, що є як спеціалізовані парки (що відповідає урядовій програмі стимулювання розвитку переробної галузі), так і універсальні. Відповідно, інвестор, який підбирає об'єкт для інвестування в конкретній галузі, або ж підприємець, який шукає локацію чи галузь для запуску виробництва, можуть розглядати об'єкти в рамках даних промислові парки. З позиції нашого дослідження можемо констатувати, що дана державна програма сприяє покращенню інвестиційного клімату та інвестиційної привабливості регіонів країни.
8	**Підтримка розвитку малої генерації.** У зв'язку зі знищенням значної частини

	об’єктів енергогенерації (загальні втрати генеруючих потужностей наразі оцінюються на рівні 9 ГВт) в енергосистемі спостерігається ситуація постійного дефіциту електроенергії. Відповідно, є потреба як у відновленні втрачених обсягів генерації, так і в підвищенні стійкості всієї системи електроенергетики [418]. Серед заходів, яких вживає або планує втілити держава для сприяння інвесторам, що реалізовують проєкти розподіленої генерації, можемо відмітити такі: 1) спрощення нормативного регулювання (скорочення термінів видачі та погодження технічних умов для приєднання до електромереж, скасовано деякі інструменти регулювання) [419; 420]; 2) стимулювання розвитку когенерації (комбінованого виробництва теплової та електричної енергії за рахунок спалювання сміття, біомаси та природного газу) [421]; 3) відкриття доступу до фінансування (пільгове кредитування за програмою «5-7-9» буде розширено для проєктів в сфері енергетики, ведуться перемовини щодо доступу до коштів фонду Ukraine Facility для фінансування). Відповідно, така політика держави сприяє покращенню інвестиційного клімату в галузі енергогенерації: інвестор може розглядати енергетичні проєкти чи існуючі компанії як об’єкт для інвестування, а підприємець, який шукає нішу, як галузь для ведення бізнесу.
9	**Advantage Ukraine**. Крім зазначених цільових програм держави також запущено загальні інвестиційні програми розвитку для повоєнного відновлення економіки. Однією з таких програм є Advantage Ukraine, яка спрямована на активізацію інвестиційної діяльності [372]. За наявними даними станом на 18.08.2023 р. компаніями, які шукають фінансування, було подано близько 1500 заявок з різних секторів господарства. Наразі інвестиційний потенціал програми оцінюється в 459,6 млрд. дол. Відобразимо дані в розрізі секторів економіки в додатках Д.9 та Д.10. Як бачимо, найбільший потенціал мають напрямки енергетики (в тому числі створення балансувальників великої ємності, розвиток системи зберігання електроенергії, виробництво водню та метану, інвестиційний потенціал 177 млрд. дол. США) та логістики (інвестиційний потенціал 123 млрд. дол. США). ОПК посідає третє місце з оцінкою в 43 млрд. дол. США. Отримані заявки проходять перевірку на відповідність вимогам іноземних інвесторів, з них 130 було конвертовано в проєкти вартістю 67 млрд. дол. США, або 14,6% від заявленого потенціалу. Ресурси залучаються у вигляді боргового та акціонерного капіталу, а джерелами фінансування є ресурс ЄБРР (під гарантії Європейської комісії) та IFC [422].
10	**Національна стратегія збільшення прямих іноземних інвестицій в Україну.** Урядовий офіс із залучення та підтримки інвестицій, створений у 2018 році. Агенція працює у двох основних напрямках [423]: 1) залучення інвестицій (співпраця із міжнародною інвестиційною спільнотою з метою просування секторальних інвестиційних можливостей в Україні) та інформаційна підтримка щодо ведення бізнесу (макроекономічні показники, галузева аналітика, правові питання); 2) підтримка інвесторів та вирішення проблемних питань (в тому числі з питань отримання державних стимулів). З моменту запуску програми в 2020 році через агенцію було залучено 1,788 млрд. дол. США [424]. Виходячи з позицій нашого дослідження, дана програма також сприяє покращенню інвестиційного клімату України. При цьому на фоні повномасштабного вторгнення та запуску інших програм, як от згадану вище Advantage Ukraine, та враховуючи різницю між залученими обсягами інвестицій (63 млрд. дол. США проти 1,788 млрд. дол. США), можемо вважати, що дана програма наразі втрачає актуальність.
11	**План відбудови України**. В рамках програми визначено перелік напрямків, для

	яких розроблено чи буде втілено відповідні стимулюючі заходи. Програма розрахована на 10 років, за які планується досягти щорічного приросту ВВП на рівні понад 7%. Серед елементів даної програми виділимо елементи, які стосуються безпосередньо галузей економіки [391], дані відобразимо в додатку Е.1. Як бачимо з даних, програма має чітке цільове спрямування як по галузям господарства, так і по об'єктам, для розвитку яких планується залучення інвестицій. В свою чергу, покрокова реалізація даних проєктів сприятиме покращенню інвестиційної привабливості визначених галузей народного господарства та регіонів країни, а відтак інвестиційного клімату України.
12	**Державна стратегія відновлення МСП до 2027 року**. В рамках проєкту Good Governance Fund «Ревіталізація бізнес-клімату в Україні» за підтримки міжнародних донорів, як от UK International Development від уряду Великої Британії, розробляється стратегія відновлення, сталого розвитку та цифрової трансформації малого та середнього підприємництва. Довгостроковою метою дана стратегія має підвищення конкурентоспроможності та інноваційного потенціалу для інтеграції малих та середніх підприємств у європейський ринок [425]. Стратегія розглядається як один із елементів позиції України щодо переговорної глави 20 «Підприємництво та виробництво» переговорів щодо членства України в ЄС. Виконані реформи в рамках гармонізації українського законодавства з нормативною базою ЄС відкриють доступ до фінансових ресурсів та програм підтримки для суб'єктів МСП. З іншого боку, для підтримання конкурентоспроможності суб'єктам МСП доведеться впроваджувати інновації та нові підходи до ведення господарської діяльності. Дана програма узгоджена з Планом відбудови України та програмою допомоги ЄС Ukraine Facility, в пакеті якої передбачено допомогу включно з експертизою в проведенні реформ [426]. Власне угоду з ЄС щодо фінансування в рамках реалізації Ukraine Facility було підписано 22.05.2024 р. та ратифіковано 06.06.2024 р. [404; 427]. На нашу думку дана програма в такому поєднанні сприятиме покращенню бізнес клімату, а відтак – інвестиційної привабливості країни. Відповідно, інвестор матиме ширший вибір об'єктів інвестування, а підприємець – сфер діяльності для започаткування бізнесу.
13	Також варто відмітити Закон України «Про державну підтримку інвестиційних проєктів із значними інвестиціями в Україні» [428], згідно якого передбачається підтримка інвестиційних проєктів із розміром інвестицій понад 20 млн. євро, які створюють не менше 80 робочих місць [429]. В рамках виконання вимог даного закону діє урядовий офіс, який, веде реєстр інвестиційних заявок, відбирає інвестиційні проекти для подальшої державної підтримки (звільнення від сплати окремих податків, сплати ввізного мита тощо) згідно перелічених вище державних програм підтримки інвесторів, а також моніторить виконання зобов'язань. Очікується, що надання такого супроводу спростить взаємодію бізнесу з представниками різних гілок державного апарату в ході оформлення відповідних документів та дозволів. Потенційно це може підвищити інвестиційну привабливість за рахунок спрощення взаємодії інвестора із державними органами в процесі входу в ринок та функціонування об'єкту інвестицій.
14	Компенсація інвестицій. Для підприємств переробної галузі пропонується пільговий режим, що надає податкові пільги, еквівалентні обсягу інвестицій. Проєкти з інвестиціями від €100 тис. до €50 млн., реалізовані протягом трьох років, можуть претендувати на такі переваги. Максимальна сума пільг залежить від розміру інвестицій. Інвестори можуть бути звільнені від сплати податку на прибуток за умови, що 90% доходу отримується від реалізації власної переробленої продукції. Крім того, передбачено звільнення від ПДВ та ввізного мита на нове обладнання. Місцева влада також може додатково звільняти інвесторів від земельного податку та орендної плати за державне майно [430-432].

Джерело: складено автором за джерелами, зазначеними в комірках.

ДОДАТОК Ж

Додаток Ж.1

Аналіз компонентів індексу економічної свободи України.

№	*Опис компоненту*
1	**Приватна власність**. Оцінюється міра, якою законодавче поле дозволяє суб'єкту набувати, володіти та розпоряджатись своєю власністю, а також те, як ці права можуть бути захищені. Станом на 2022 рік даний компонент оцінювався в Україні на 39,7 бала зі 100 можливих, що вкрай негативно впливає на інвестиційну привабливість країни, так як ставить під ризик власне інвестований капітал, а не тільки об'єкт інвестицій.
2	**Ефективність судової системи**. Оцінюється ефективність функціонування судової системи та її достатність для захисту прав та свобод громадян, в тому числі від неправомірних дій уряду країни. Даний компонент оцінювався на рівні 31,4 бали зі 100 можливих. Така оцінка судової системи також негативно позначається на інвестиційній привабливості, так як існує ризик незаконного судового рішення щодо об'єкту інвестування.
3	**Чесність уряду**. Даний параметр включає оцінку прийняття корупції населенням, корумпованість урядовців та міру контролю уряду економічними елітами. Низькі значення параметру сигналізують про низьку довіру до уряду та високу ціну ведення економічної активності. Оцінка в 33,8 бали негативно позначається на інвестиційній привабливості України, так як інвестор має високі ризики при взаємодії із представниками державної влади.
4	**Показник податкового навантаження**, який оцінює граничні показники персонального та корпоративного оподаткування на всіх рівнях, а також відсоток ВВП, який розподіляється через податки. Україна з показником індексу податкового навантаження 89,1 посідала одну позицію із Грузією та Албанією. Особливістю індексу є те, що його високе значення відображає невеликий податковий тягар на економічні суб'єкти. Для порівняння, найбільший податковий тягар в 2022 році був у Данії з оцінкою індексу в 42 бали. В контексті нашого дослідження можемо констатувати, що податкове навантаження в Україні сприяє економічній активності, а відтак покращенню інвестиційної привабливості.
5	**Показник урядових витрат**, який відображає власне державні витрати та трансферти. Даний показник не позначає оптимальний рівень державних витрат, при цьому варто розуміти, що надто високий показник вказує на хибну алокацію ресурсів в економіці країни. В 2022 році показник для України становив 44,5, що було вище значення індексу Чехії (44,7) та нижче Кіпру (44,3). Бенчмарком для індексу є 0, при цьому 0 також отримують країни із закритою або нерозвиненою економікою (Північна Корея, Куба, Кірібаті тощо). Для порівняння, лідерами в даному рейтингу є Франція (0,5) та Кувейт (4), а найнижчі позиції займали Гаїті (97) та ДРК (95,7). Рівень державних витрат в Україні є помірно високим, що вказує на істотну роль держави в економіці, яка за 2 роки війни тільки зростала. У поєднанні із невисоким податковим тягарем це ставить певні виклики до управління фіскальним дефіцитом та державним боргом. Значення даного параметру можемо інтерпретувати як помірно значимий для інвестиційного клімату, його зміну варто моніторити в подальшому при прийнятті реальних інвестиційних рішень та оцінці інвестиційної привабливості країни.
6	**Показник фіскального здоров'я**, що відображає якість управління бюджетом, що асоціюється із макроекономічною стабільністю та визначеністю щодо перспектив економічного зростання. В 2022 році для України даний показник оцінювався на рівні 73,6, що було вище таких країн, як Малайзія (73,4) та Перу (73,1), але нижче за Хорватію, Уругвай (75,2) та Чилі (75,3). Найвищий показник, для порівняння, мав

	Кувейт – 99,7 бала. Як бачимо, Україна має добрий рівень фінансового здоров'я, проте така оцінка вказує на присутність певних викликів, які можна усунути, покращуючи ефективність управління державними фінансами. Загалом можемо сказати, що таке даний параметр сприяє покращенню інвестиційної привабливості країни.
7	**Індикатор ділової свободи,** який відображає міру впливу державних регуляції на ефективність ведення бізнесу. В 2022 році даний показник для України становив 61,1 бала, розташовуючись між Сейшелами (61,2 бали) та Кот'д'Івуаром (61 бал). Лідером рейтингу виступала Норвегія із показником 91,4 бала. Посередні значення індексу вказують на те, що Україні необхідно здійснювати і надалі реформування та покращення сфери державних регуляцій з метою подальшого покращення ділової свободи. Можемо зробити висновок про те, що поточні значення показника можна розцінювати як помірно сприятливі для ведення бізнесу, а відтак – зростання інвестиційної привабливості України.
8	**Показник трудової свободи,** який кількісно оцінює різноманітні аспекти фреймворку ринку праці в країні, як то мінімальну заробітну плату, впливовість профспілок, тощо. В 2022 році даний показник для України складав 60,7 бала, що було більше, ніж для Уругваю (60,3), але менше, ніж для Ірландії (60,9). Для порівняння, рейтинг очолювали Мікронезія (81,5 бала) та Австрія (78,4 бали). Вище значення індексу означає меншу міру зарегульованості ринку праці, що в свою чергу свідчить про гнучкість в укладанні трудових договорів. В свою чергу гнучкий ринок праці може сприяти кращій адаптації до економічної ситуації. Рейтинг України доволі високий, що є привабливим для підприємців, оскільки простіше залучити робочу силу та адаптувати взаємодію під потреби робочого процесу. З точки зору інвестора такі значення індексу означають конкурентну перевагу при виборі країни для інвестування, тобто, сприяють покращенню інвестиційної привабливості. При цьому варто зауважити, що через стан війни та мобілізаційні заходи наразі ринок праці починає відчувати дефіцит кадрів певного рівня підготовки, тому на ринок все активніше залучаються працівники старшого віку, а також зростає доля зайнятих жінок в економіці.
9	**Показник монетарної свободи**, який оцінює вплив на ціни в країні інфляції та урядових заходів з регулювання цін. В 2022 році значення показника для України становило 71,2, що ставить нас поруч із Малаві (71,1) та Кот'д'Івуаром (71,3). Лідируючі позиції займала Японія з показником в 87,1 бала. Так значення параметра свідчать про те, що агентство розцінює процеси ціноутворення в Україні як далекі від ринкових, що може негативно позначатись на інвестиційній привабливості країни, тому що спотворений процес ціноутворення призводить до менш ефективного використання ресурсів.
10	**Показник торгової свободи**, який позначає міру впливу торгових та неторгових бар'єрів на експорт та імпорт товарів та послуг. В 2022 році значення параметра для України складало 78,6 бала, що вище, ніж в ОАЕ (78,2), але нижче, ніж в Ізраїлю, Чорногорії та В'єтнаму (78,8). Для порівняння, лідером в рейтингу був Сінгапур (95). Високе значення індексу свідчить про здійснення реформ, які спрямовані на лібералізацію та відкритість до міжнародної торгівлі, що позитивно впливає на конкурентоспроможність країни та економічне зростання. В підсумку це виступає позитивним фактором для покращення інвестиційної привабливості країни. Станом на 2024 рік показник торгової свободи для України переоцінено до 73,2 балів через інфляцію та певні урядові обмеження торгівлі, спричинені війною.
11	**Показник інвестиційної свободи**, який відображає легкість перетоку капіталів між галузями економіки та між країнами. В 2022 році для України даний показник оцінювався на рівні 35 балів зі 100 можливих, що ставить нас на один рівень із такими країнами, як Мозамбік, Мікронезія, Мальдиви, Лаос, Еквадор, Республіка Конго. Значення індексу для Екваторіальної Гвінеї, Індії, Шрі Ланки, В'єтнаму оцінювалось в 40 балів. Лідерами рейтингу були Люксембург (95), Нідерланди (90), Ірландія (90), Естонія (90) та Данія (90). Як бачимо, рівень інвестиційної свободи в Україні оцінювався

	як надзвичайно низький, що негативно впливало на конкурентоспроможності країни та перспективах економічного розвитку. В свою чергу, це також негативно позначалось на інвестиційній привабливості країни через непрозорість процесів та потенційні корупційні та правові ризики.
12	**Показник фінансової свободи**, який показує міру ефективності банківської системи та міру незалежності фінансової системи загалом. Для нашої країни значення показника в 2022 році оцінювалось на рівні 30 балів, що ставило нас в один ряд з 27 країнами, серед яких Уругвай, Туніс, Того, Бурунді. Найвищу оцінку мають Швейцарія та Австралія (90). Низьке значення індексу вказує на обмеження у фінансовому секторі, що може нести ризики для економічної стабільності та негативно впливає на інвестиційну привабливість країни. Для покращення значення індексу необхідно здійснювати реформи для покращення інвестиційного клімату в тому числі у фінансовому секторі.

Джерело: складено автором на основі: [179].

Додаток Ж.2.

Компоненти індексу верховенства права України

№	Компонент індексу
1	**Конституційна та інституційна обмеженість влади уряду та свобода преси**. За даним параметром Україна посідає 94 місце в світі з оцінкою 0,47. При цьому середнє значення для регіону становить 0,43, а для світу – 0,54.
2	**Відсутність корупції**. За даним фактором Україна з оцінкою 0,33 посідає 118 місце. Середнє значення для регіону становить 0,44, а загальне – 0,51;
3	**Відкритість уряду**. За даним показником Україна посідає 55 місце в рейтингу з оцінкою 0,55, випереджаючи середнє значення для регіону в 0,48 та світу в 0,52.
4	**Фундаментальні права**. За даним параметром Україна з оцінкою 0,59 посідає 59 місце в рейтингу, що також випереджає середнє значення для регіону (0,52 бала) та світу (0,56).
5	**Ззагальний порядок та безпека**. За даним фактором Україна займає 118 позицію в рейтингу з оцінкою 0,61. Середнє значення для регіону становить 0,77, а для світу – 0,72.
6	**Чесність та ефективність регуляторних обмежень**. За даним показником Україна посідає 108 місце в рейтингу з оцінкою 0,43. Це нижче середнього значення для регіону (0,46) та світу (0,54).
7	**Цивільне правосуддя**. Україна посідає 69 місце в рейтингу з оцінкою даного параметра на рівні 0,53, що вище середнього значення 0,51 для регіону, але дещо нижче середнього значення 0,54 для світу.
8	**Кримінальне правосуддя**. За цим фактором оцінка України становить 0,36, що значно нижче за середню регіональну 0,41 та світову 0,47.

Джерело: складено автором за: [180].

Додаток Ж.3.

Макроекономічні параметри

№	*Назва індикатора*	*Тип*
	Основні індикатори	
1	ВВП (темп приросту)	*З/С*
2	Національний дохід	*З*
3	Платіжний баланс	*З*
4	Торговий баланс	*З*
5	Обсяги експорту та імпорту	*З*
6	Дефіцит державного бюджету	*З*

7	Розмір державних витрат	*З*
8	Розмір державних запозичень (борг)	*З*
9	Прямі іноземні інвестиції	*В*
	Грошовий ринок	
10	Пропозиція грошей (М1, М2, М3)	*З*
11	Грошова база	*З*
12	Обсяг кредитів (окремо від грошових агрегатів	*З*
13	Частка готівки поза банками в грошовій масі	*З*
14	Коефіцієнт готівки	*З*
15	Швидкість грошового обігу	*З*
16	Рівень монетизації	*З*
17	Мультиплікатор грошовий	*З*
18	Мультиплікатор депозитний	*З*
19	Індекс промислових цін	*З*
20	Індекс споживчих цін	*З*
21	Темп зміни споживчних цін	*В*
22	Ціни на експорт	*З*
23	Ціни на імпорт	*З*
24	Дефлятор ВВП	*З*
25	Облікова ставка	*В*
26	Ставка рефінансування	*В*
27	Кредитна ставка	*В*
28	Депозитні ставки	*В*
29	Валютний курс	*В*
	Ринок праці	
31	Рівень безробіття	*З*
32	Темп приросту безробіття	*В*
33	Зайнятість у несільськогосподарському секторі	*З*
34	Середня заробітна плата за годину	*З*
35	Особисті доходи населення	*З/С*
36	Особисті витрати населення	*З*
37	Темп приросту споживчих витрат	*В*
38	Середня тривалість робочого тижня	*В*
39	Продуктивність праці	
40	Відношення приросту продуктивності праці до темпу зростання заробітної плати	*В*
41	Індекс кількості необхідних працівників (індекс попиту на робочу силу)	*В*
42	Вартість одиниці виробленої продукції	*З*
43	Споживчий кредит	*В*
44	Індекс вартості робочої сили	*З*
45	Середня заробітна плата за тиждень	*З*
46	Заявки на допомогу з безробіття	*В*
	Індикатори торгівлі	
47	Роздрібна торгівля	*В*
48	Замовлення товарів довготермінового використання	*В*
49	Товарні запаси на складах	*В*
50	Темп приросту запасів	*В*
51	Затримки майбутніх постачань	*В*
	Ринок нерухомості	
52	Житлове будівництво (кількість нових початих будівництв)	*В*

53	Дозволи на будівництво (передбачуваний обсяг будівництва житлових будинків)	*В*
54	Витрати на будівництво	*В*
55	Кількість проданих будинків на вторинному ринку	*З*
56	Продажі нових будинків	*В*
	Індикатори промисловості	
58	Індекс промислового виробництва	*З*
59	Індекс обсягів продукції сільського господарства	*З*
60	Коефіцієнт завантаження виробничих потужностей	*В*
61	Промислові замовлення	
62	Запаси комплектуючих на складах	*З*
63	Темп приросту основного капіталу	*В*
	Індикатори бізнес класу	
64	Споживчі настрої	*В/З*
65	Бізнес настрої	*В*
66	Індикатор ділової впевненості	*В*
67	Індикатор ділової впевненості у будівництві	*В*
68	Індикатор ділової впевненості у роздрібній торгівлі	*В*
69	Індикатор ділової впевненості у сфері послуг	*В*
70	Індикатор ділової впевненості у сфері фінансових послуг	*В*
71	Індикатор ділового клімату	*В*
72	Індикатор споживчої впевненості	*В*
73	Індикатор економічних настроїв	*В*
74	Організація нового бізнесу	*В*
	Фондовий ринок	
75	Курси акцій провідних компаній	*В*
76	Рівень фондових індексів	*В*

Джерело: складено автором за: [160-163; 165; 168; 210; 433; 434].

Додаток Ж.4

Класифікація галузей за етапами розвитку

№	*Етап розвитку галузі*
1	**Галузь, що народжується**. Часто компанії з даної галузі не доступні для інвесторів, але з переходом компанії на наступну сходинку розвитку вона буде проводити розміщення активів на фондовій біржі.
2	**Зростаюча галузь**. Компаніям, що відносяться до даної галузі, притаманні вищі темпи приросту виручки та прибутку, у порівнянні з іншими компаніями. Відповідно, це має позитивний вплив на активи компанії, які перебувають в обігу на біржі.
3	**Стабільна галузь**. Компанії з таких галузей демонструють відносно стабільні продажі та прибутковість навіть у період економічного спаду, а котирування їхніх акцій мають меншу волатильність, ніж активи компаній з інших галузей. Як правило, такі компанії мають ефективний менеджмент та монопольне становище на ринку.
4	**Циклічна галузь**. Котирування активів компаній, які працюють в такій галузі, мають тенденцію до змін у відповідності до етапу ділового циклу.
5	**Спекулятивна галузь**. Котирування активів компаній з таких галузей демонструють високу волатильність через високу частку спекулятивного капіталу, який вливається. Відповідно, фактичні коливання цін інструментів будуть виходити за рамки, які визначаються фундаментальними параметрами.

6	**Занепадаюча галузь**. Компанії з такої галузі залучені, як правило, у виробництво морально та технічно застарілої продукції, або ж використовують застарілі технології у виробництві. Внаслідок цього вони не мають конкурентних переваг на ринку, та втрачають його частку, що позначається на виручці та прибутках компанії. Як правило, котирування активів такої компанії демонструють тенденцію до постійного зниження.

Джерело: складено автором за: [105; 163; 168].

Додаток Ж.5

Економічні епохи

Період	***Доба***	***Галузі***	***Дешеві ресурси***	***Інфраструктура***
1770-1840	Рання механізація	Текстильна	Енергія води, бавовна	Канали, дороги
До 1890	Паровий двигун, залізниця	Металургія, транспорт	Пара, вугілля	Залізниці, пароплави
До 1940	Енергетика, важка промисловість	Хімічна індустрія, машинерія	Електрика, сталь	Кораблі, дороги
До 1990	Масове виробництво	Автопром, синтетичні матеріали	Нафта	Кабелі, літаки, дороги
З 1990	Інформація	Дані, програмне забезпечення, біотехнології	Мікроелектроніка	Цифровий зв’язок, супутниковий зв’язок

Джерело: складено автором за: [7; 313; 315; 316].

Додаток Ж.6

Етапи розвитку галузей економіки

№	***Опис етапу***
1	Початковий розвиток. Поглинаються значні інвестиції, прибутку немає або він мінімальний.
2	Швидке зростання. Як правило, спостерігається значний приплив інвестицій та збільшення кількості виробників. Прибуток, як правило, реінвестується, а дивіденди можуть виплачуватись додатковими акціями.
3	Поступове зростання. Інвестиції спрямовуються в розширення діючих підприємств, дивіденди часто виплачуються готівкою.
4	Стабілізація. Для сировинних галузей є завершальною. Дивіденди, як правило, виплачуються готівкою.
5	Зниження росту та занепад. На даному етапі випадки банкрутств стають частішими, відносно попередніх. Обсяг дивідендів, що виплачується акціонерам, знижується.

Джерело: складено автором за: [158].

Додаток Ж.7

Позиція України в рейтингу країн за індексом економічної складності (економіки та експорту), 2021 рік.

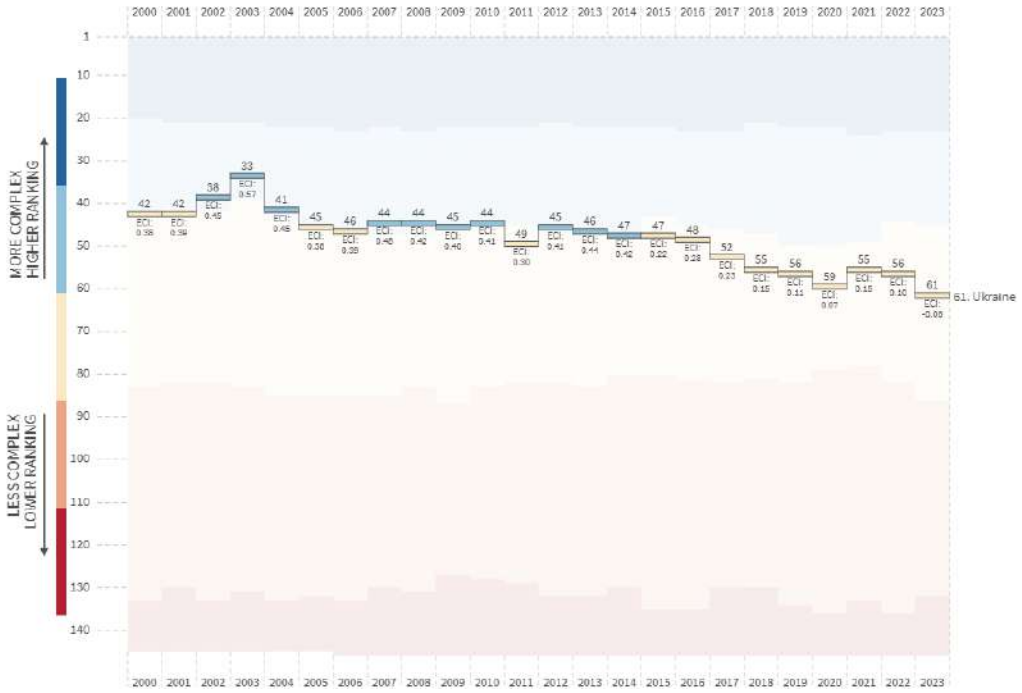
Джерело: [319].

Додаток Ж.8

Позиція України в рейтингу країн за індексом економічної складності (економіки та експорту), 2011 рік.

Джерело: [319].

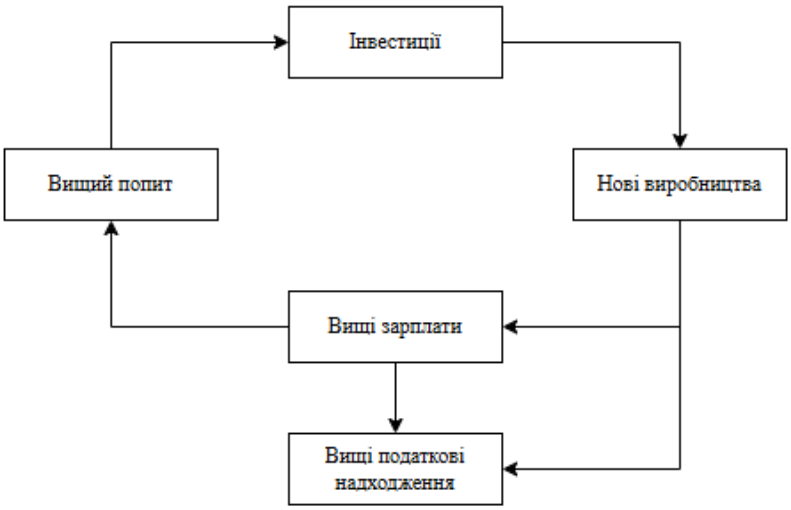
Додаток Ж.9



Позиція України в рейтингу країн за індексом економічної складності

Джерело: [318].

Додаток Ж.10



Цикл зростання добробуту

Джерело: побудовано автором за: [7; 317; 325; 326].

Примітка: Схему сформовано на основі підходу Е. Райнерта з урахуванням ролі держави у перерозподілі доходів і формуванні інституційних передумов економічного розвитку

ДОДАТОК И

Додаток И.1

Матриця парних кореляцій (2017-2023 рр.)

	RATE	***DEFL***	***GDP***	***TB***	***ESI***	***IND***
RATE	1	0,6648	0,0132	-0,1361	-0,2871	-0,0971
DEFL	0,6648	1	0,0177	-0,1697	-0,5756	-0,1848
GDP	0,0132	0,0177	1	-0,3576	-0,0607	-0,3179
TB	-0,1361	-0,1697	-0,3576	1	0,2420	0,2184
ESI	-0,2871	-0,5756	-0,0607	0,2420	1	0,2524
IND	-0,0971	-0,1848	-0,3179	0,2184	0,2524	1

Джерело: розраховано автором на основі даних: [213-216; 219; 435-440]

Пояснення: Матриця парних кореляцій свідчить про відсутність тісних лінійних зв'язків між індексом фондового ринку та включеними макроекономічними змінними. Найвище значення коефіцієнта кореляції зафіксовано між індексом та індексом економічних очікувань (0,2524), що не перевищує загальноприйнятих порогових значень.

Додаток И.2.

Матриця парних кореляцій (2013-2023 рр.)

	DEFL	***RATE***	***GDP***	***IND***	***TB***	***EXP_INV_EF***	***IND_INV_ATTR***
DEFL	1	0,6648	0,0177	-0,1860	-0,2361	-0,1566	-0,0011
RATE	0,6648	1	0,0132	-0,1749	-0,1950	0,2755	0,0905
GDP	0,0177	0,0132	1	-0,3140	-0,3889	-0,0331	0,0490
IND	-0,1860	-0,1749	-0,3140	1	0,2404	-0,0719	-0,0206
TB	-0,2361	-0,1950	-0,3889	0,2404	1	0,0382	0,1095
EXP_INV_EF	-0,1566	0,2755	-0,0331	-0,0719	0,0382	1	0,7202
IND_INV_ATTR	-0,0011	0,0905	0,0490	-0,0206	0,1095	0,7202	1

Джерело: розраховано автором основі даних: [181; 213-216; 219; 436-440]

Пояснення: Матриця парних кореляцій свідчить про відсутність тісних лінійних зв'язків між індексом та іншими параметрами відсутній. Найтіснішу негативну кореляцію спостерігаємо між показником ВВП та індексом – на рівні -0,3140.

Додаток И.3.

Результат ADF тесту для обраних часових рядів

ADF test

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RATE

Null Hypothesis: RATE has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.445423	0.5452
Test critical values:	1% level	-3.699871	
	5% level	-2.976263	
	10% level	-2.627420	

Рис. И.1. Результат ADF тесту для ряду RATE.

Початковий ряд не стаціонарний. Необхідно перевірити ряд перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DEFL

Null Hypothesis: DEFL has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.847595	0.3504
Test critical values:	1% level	-3.711457	
	5% level	-2.981038	
	10% level	-2.629906	

Рис. И.2. Результат ADF тесту для ряду DEFL.

Початковий ряд не стаціонарний. Необхідно перевірити ряд перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(RATE)

Null Hypothesis: D(RATE) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.669477	0.0110
Test critical values:	1% level	-3.711457	
	5% level	-2.981038	
	10% level	-2.629906	

Рис. И.3. Результат ADF тесту для ряду перших різниць RATE.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 5%. В моделі необхідно використати ряд із перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(DEFL)

Null Hypothesis: D(DEFL) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.820911	0.0077
Test critical values:	1% level	-3.711457	
	5% level	-2.981038	
	10% level	-2.629906	

Рис. И.4. Результат ADF тесту для ряду перших різниць DEFL.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі необхідно використати ряд із перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on GDP

Null Hypothesis: GDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.817116	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.724070	
	5% level	-2.986225	
	10% level	-2.632604	

Рис. И.5. Результат ADF тесту для ряду GDP.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. Може бути використаним в моделі без додаткових перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TB

Null Hypothesis: TB has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.343502	0.0002
Test critical values:	1% level	-3.699871	
	5% level	-2.976263	
	10% level	-2.627420	

Рис. И.6. Результат ADF тесту для ряду TB.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. Може бути використаним в моделі без додаткових перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on ESI

Null Hypothesis: ESI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.982966	0.0493
Test critical values:	1% level	-3.699871	
	5% level	-2.976263	
	10% level	-2.627420	

Рис. И.7. Результат ADF тесту для ряду ECI.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 5%. Може бути використаним в моделі без додаткових перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on IND

Null Hypothesis: IND has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=6)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.076361	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.699871	
	5% level	-2.976263	
	10% level	-2.627420	

Рис. И.8. Результат ADF тесту для ряду IND.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. Може бути використаним в моделі без додаткових перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DEFL

Null Hypothesis: DEFL has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.948616	0.0483
Test critical values:	1% level	-3.596616	
	5% level	-2.933158	
	10% level	-2.604867	

Рис. И.9. Результат ADF тесту для ряду DEFL.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 5%. В моделі використаємо ряд без перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TB

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.921246	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.592462	
	5% level	-2.931404	
	10% level	-2.603944	

Рис. И.10. Результат ADF тесту для ряду TB.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі використаємо ряд без перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RATE

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.143242	0.2295
Test critical values:	1% level	-3.592462	
	5% level	-2.931404	
	10% level	-2.603944	

Рис. И.11. Результат ADF тесту для ряду RATE.

Ряд не стаціонарний. Перевіримо ряд із перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(RATE)

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.186841	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.596616	
	5% level	-2.933158	
	10% level	-2.604867	

Рис. И.13. Результат ADF тесту для перших різниць ряду RATE.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі використаємо ряд перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on GDP

Null Hypothesis: GDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.145375	0.2291
Test critical values:	1% level	-3.632900	
	5% level	-2.948404	
	10% level	-2.612874	

Рис. И.12. Результат ADF тесту для ряду GDP.

Ряд не стаціонарний. Перевіримо ряд із перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DGDP

Null Hypothesis: DGDP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 6 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.738098	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.621023	
	5% level	-2.943427	
	10% level	-2.610263	

Рис. И.14. Результат ADF тесту для перших різниць ряду GDP.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі використаємо ряд перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on IND

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.640585	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.592462	
	5% level	-2.931404	
	10% level	-2.603944	

Рис. И.15. Результат ADF тесту для ряду IND.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі використаємо ряд без перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on EXP_INV_EF

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.426636	0.1407
Test critical values:	1% level	-3.592462	
	5% level	-2.931404	
	10% level	-2.603944	

Рис. И.16. Результат ADF тесту для ряду EXP_INV_EF.

Ряд не стаціонарний. Перевіримо ряд із перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(EXP_INV_EF)

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.935651	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.596616	
	5% level	-2.933158	
	10% level	-2.604867	

Рис. И.17. Результат ADF тесту для ряду перших різниць EXP_INV_EF.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі використаємо ряд без перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on IND_INV_ATTR

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.907340	0.0527
Test critical values:	1% level	-3.592462	
	5% level	-2.931404	
	10% level	-2.603944	

Рис. И.18. Результат ADF тесту для ряду IND_INV_ATTR.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 10%. В моделі використаємо ряд без перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LOAN)

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

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.731307	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.596616	
	5% level	-2.933158	
	10% level	-2.604867	

Рис. И.19. Результат ADF тесту для перших різниць ряду LOAN.

Ряд також стаціонарний на рівні значущості 1%.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LOAN

Null Hypothesis: LOAN has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.128128	0.0025
Test critical values:	1% level	-3.610453	
	5% level	-2.938987	
	10% level	-2.607932	

Рис. И.20. Результат ADF тесту для ряду LOAN.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі використаємо ряд без перетворень.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on LOAN

Null Hypothesis: LOAN has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.885720	0.3382
Test critical values:	1% level	-3.478547	
	5% level	-2.882590	
	10% level	-2.578074	

Рис. И.21. Результат ADF тесту для ряду LOAN.

Ряд не стаціонарний, необхідно перевірити ряд перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DLOAN

Null Hypothesis: DLOAN has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-11.56618	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.478547	
	5% level	-2.882590	
	10% level	-2.578074	

Рис. И.22. Результат ADF тесту для перших різниць ряду LOAN.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі будемо використовувати ряд перших різниць.

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on IND

Null Hypothesis: IND has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-13.61621	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.478547	
	5% level	-2.882590	
	10% level	-2.578074	

Рис. И.23. Результат ADF тесту для ряду IND.

Ряд стаціонарний на рівні значущості 1%. В моделі будемо використовувати без додаткових перетворень.

Джерело: побудовано за розрахунками автора. Розрахунки виконано з використанням програмного забезпечення EViews12.

Додаток И.4

Параметри регресійних моделей

Параметри моделі	Пояснення
Гіпотеза №1	
(H1) Облікова ставка НБУ статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	
Dependent Variable: IND Method: Least Squares Date: 08/16/24 Time: 08:31 Sample: 2017Q1 2023Q4 Included observations: 28	Оцінка моделі засвідчила **наявність** статистично значущого впливу облікової ставки НБУ на індикативну вартість капіталу, що підтверджується статистичною значущістю відповідного коефіцієнта. Водночас низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted $R^2 \approx 0,16$) свідчить про обмежену пояснювальну здатність моделі, що вказує на обмежений внесок облікової ставки у поясненні динаміки фондового індексу порівняно з іншими чинниками. Пояснення: 1) регресор є статистично значущим на рівні 5%; 2) коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,1616 вказує на те, що регресор лише на 16,16% пояснює дисперсію залежної змінної; 3) значення Durbin-Watson stat = 3,11, що може вказувати на негативну автокореляцію залишків.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.045627	0.029580	35.34873	0.0000
DRATE	0.021710	0.008716	2.490838	0.0195

R-squared	0.192654	Mean dependent var	1.046402
Adjusted R-squared	0.161602	S.D. dependent var	0.170936
S.E. of regression	0.156516	Akaike info criterion	-0.802572
Sum squared resid	0.636926	Schwarz criterion	-0.707414
Log likelihood	13.23600	Hannan-Quinn criter.	-0.773481
F-statistic	6.204274	Durbin-Watson stat	3.116565
Prob(F-statistic)	0.019456		

Рис. И.24. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та облікової ставки.

Гіпотеза №2
(H2) Облікова ставка з лагом в один період статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/31/24 Time: 08:33
Sample (adjusted): 2017Q2 2023Q4
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.046077	0.033705	31.03601	0.0000
DRATE(-1)	0.008899	0.010154	0.876449	0.3891

R-squared	0.029811	Mean dependent var	1.048054
Adjusted R-squared	-0.008997	S.D. dependent var	0.173964
S.E. of regression	0.174745	Akaike info criterion	-0.579794
Sum squared resid	0.763393	Schwarz criterion	-0.483806
Log likelihood	9.827213	Hannan-Quinn criter.	-0.551251
F-statistic	0.768163	Durbin-Watson stat	3.071725
Prob(F-statistic)	0.389130		

Рис. И.25. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та облікової ставки з лагом 1 квартал.

Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу облікової ставки з лагом в один період на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.

Гіпотеза №3

(H3) Індекс економічних настроїв статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу на фондовому ринку

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/27/24 Time: 08:56
Sample: 2017Q1 2023Q4
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.846704	0.366401	5.040113	0.0000
ESI	-0.007843	0.003579	-2.191701	0.0376

R-squared	0.155942	Mean dependent var	1.046402
Adjusted R-squared	0.123478	S.D. dependent var	0.170936
S.E. of regression	0.160035	Akaike info criterion	-0.758102
Sum squared resid	0.665889	Schwarz criterion	-0.662945
Log likelihood	12.61343	Hannan-Quinn criter.	-0.729012
F-statistic	4.803553	Durbin-Watson stat	2.607620
Prob(F-statistic)	0.037554		

Рис. И.26. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та індексу економічних настроїв.

Оцінка моделі засвідчила **наявність** статистично значущого впливу індексу економічних очікувань на індикативну вартість капіталу, що підтверджується статистичною значущістю відповідного коефіцієнта. Водночас низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted $R^2 \approx 0{,}12$) свідчить про обмежену пояснювальну здатність моделі, що вказує на обмежений внесок індексу економічних очікувань у формуванні динаміки фондового індексу порівняно з іншими чинниками.

Пояснення:

1) регресор є статистично значущим на рівні 5%;
2) відповідно, модель також є значущою на рівні 5%;
3) коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,1235 вказує на те, що регресор на 12,35% пояснює дисперсію залежної змінної;
4) значення Durbin-Watson stat = 2,61, що можемо розцінювати як відсутність автокореляції залишків;
5) відповідно, дана модель суттєво пояснює 12,35% випадків варіацій змінної;
6) решта варіацій змінної пояснюється дією іншого фактору (факторів).

Гіпотеза №4

(H4) Індекс економічних настроїв з лагом в один період статистично значуще впливає на

індикативну вартість капіталу на фондовому ринку

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 09/01/24 Time: 14:25
Sample (adjusted): 2017Q2 2023Q4
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.529090	0.392897	1.346638	0.1902
ESI(-1)	0.005090	0.003840	1.325553	0.1970

R-squared	0.065668	Mean dependent var	1.048054
Adjusted R-squared	0.028295	S.D. dependent var	0.173964
S.E. of regression	0.171485	Akaike info criterion	-0.617453
Sum squared resid	0.735179	Schwarz criterion	-0.521465
Log likelihood	10.33562	Hannan-Quinn criter.	-0.588911
F-statistic	1.757092	Durbin-Watson stat	2.628629
Prob(F-statistic)	0.196974		

Рис. И.27. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та індексу економічних настроїв з лагом 1 квартал.

1) Adjusted R-squared становить лише 0,0283;
2) Prob. Моделі становить 0,197

Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу індексу економічних настроїв з лагом в один період на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.

Гіпотеза №5

(H5) Облікова ставка НБУ та індекс економічних настроїв статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/27/24 Time: 08:54
Sample: 2017Q1 2023Q4
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.507050	0.418458	3.601435	0.0014
DRATE	0.015822	0.010183	1.553811	0.1328
ESI	-0.004520	0.004089	-1.105416	0.2795

R-squared	0.230276	Mean dependent var	1.046402
Adjusted R-squared	0.168698	S.D. dependent var	0.170936
S.E. of regression	0.155852	Akaike info criterion	-0.778864
Sum squared resid	0.607245	Schwarz criterion	-0.636128
Log likelihood	13.90409	Hannan-Quinn criter.	-0.735228
F-statistic	3.739590	Durbin-Watson stat	2.895217
Prob(F-statistic)	0.037948		

Рис. И.28. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, облікової ставки та індексу економічних настроїв.

Отримані результати не свідчать про наявність статистично значущого впливу облікової ставки та індексу економічних настроїв на індикативну вартість капіталу, у зв'язку з чим відповідну гіпотезу не підтверджено. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації додатково вказує на обмежену пояснювальну здатність моделі.

Гіпотеза №6

(H6) Облікова ставка НБУ та індекс економічних настроїв з лагом в один період статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/30/24 Time: 09:22
Sample (adjusted): 2017Q2 2023Q4
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.062729	0.439099	0.142858	0.8876
DRATE(-1)	0.022138	0.011114	1.991846	0.0579
ESI(-1)	0.009616	0.004283	2.245169	0.0342

R-squared	0.198212	Mean dependent var	1.048054
Adjusted R-squared	0.131396	S.D. dependent var	0.173964
S.E. of regression	0.162132	Akaike info criterion	-0.696367
Sum squared resid	0.630887	Schwarz criterion	-0.552385
Log likelihood	12.40095	Hannan-Quinn criter.	-0.653553
F-statistic	2.966553	Durbin-Watson stat	2.934339
Prob(F-statistic)	0.070585		

Рис. И.29. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, облікової ставки та індексу економічних настроїв з часовим лагом 1 квартал.

Оцінка моделі засвідчила **наявність** статистично значущого впливу облікової ставки НБУ та індексу економічних настроїв з лагом в один період на індикативну вартість капіталу, що підтверджується значущістю відповідного коефіцієнта. Водночас низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted $R^2 \approx 0{,}13$) свідчить про обмежену пояснювальну здатність моделі, що вказує на другорядну роль облікової ставки у формуванні динаміки фондового індексу порівняно з іншими чинниками.

Пояснення:
1) регресори, за виключенням інтерсепту, є статистично значущими: DRATE на рівні 10%, а ESI на рівні 5%;
2) коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,1314 вказує на те, що регресори на 13,14% пояснюють дисперсію залежної змінної;
решта варіацій змінної пояснюється дією іншого фактору (факторів).

Гіпотеза №7

(H7) Облікова ставка НБУ, дефлятор ВВП, ВВП, торговий баланс та індекс економічних настроїв статистично значуще впливають на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/27/24 Time: 08:52
Sample: 2017Q1 2023Q4
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.870705	0.518295	3.609347	0.0016
DRATE	0.023096	0.012215	1.890794	0.0719
DDEFL	-0.008076	0.005937	-1.360352	0.1875
GDP	-0.032728	0.191656	-0.170766	0.8660
TB	2.57E-05	2.55E-05	1.007183	0.3248
ESI	-0.007692	0.004422	-1.739551	0.0959

R-squared	0.339498	Mean dependent var	1.046402
Adjusted R-squared	0.189383	S.D. dependent var	0.170936
S.E. of regression	0.153901	Akaike info criterion	-0.717609
Sum squared resid	0.521079	Schwarz criterion	-0.432137
Log likelihood	16.04653	Hannan-Quinn criter.	-0.630337
F-statistic	2.261595	Durbin-Watson stat	2.968658
Prob(F-statistic)	0.083887		

Рис. И.30. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, облікової ставки, інфляції, ВВП, торгового балансу та індексу економічних настроїв.

Отримані результати свідчать про обмежену пояснювальну здатність моделі: значення скоригованого коефіцієнта детермінації є низьким, а частина включених регресорів не виявилася статистично значущою. Це не дозволяє підтвердити гіпотезу про статистично значущий вплив сукупності розглянутих макроекономічних факторів на індикативну вартість капіталу та зумовлює доцільність подальшого уточнення специфікації і розгляду альтернативних пояснювальних змінних.
Можемо зробити наступні висновки:
1) статистика регресорів DRATE та ESI за показником Prob. перебуває в межах 90% довірчого інтервалу, тобто, ці фактори є статистично значущими. Решта регресорів не є статистично значущими;
2) загальний показник якості моделі Prob(F-statistic) = 0,0839, тобто, модель є значущою на 90% довірчому інтервалі;
3) при цьому коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,1893 вказує на те, що регресори лише на 18,93% пояснюють дисперсію залежної змінної.

Гіпотеза №8

(H8) Облікова ставка НБУ, дефлятор ВВП, ВВП, торговий баланс та індекс економічних настроїв з лагом в один період статистично значуще впливають на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/30/24 Time: 09:06
Sample (adjusted): 2017Q2 2023Q4
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.220921	0.569635	0.387828	0.7020
DRATE(-1)	0.015417	0.014003	1.100987	0.2834
DDEFL(-1)	0.003088	0.006548	0.471647	0.6420
GDP(-1)	-0.187654	0.210059	-0.893336	0.3818
TB(-1)	-1.29E-05	2.79E-05	-0.461454	0.6492
ESI(-1)	0.009985	0.004854	2.057159	0.0523

R-squared	0.241654	Mean dependent var	1.048054
Adjusted R-squared	0.061095	S.D. dependent var	0.173964
S.E. of regression	0.168566	Akaike info criterion	-0.529849
Sum squared resid	0.596704	Schwarz criterion	-0.241885
Log likelihood	13.15296	Hannan-Quinn criter.	-0.444222
F-statistic	1.338369	Durbin-Watson stat	2.867339
Prob(F-statistic)	0.286915		

Рис. И.31. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, облікової ставки, інфляції, ВВП, торгового балансу та індексу економічних настроїв з лагом 1 квартал.

Отримані результати свідчать про обмежену пояснювальну здатність моделі: значення скоригованого коефіцієнта детермінації є низьким, а включені регресори, крім одного, не виявилася статистично значущою. Це не дозволяє підтвердити гіпотезу про статистично значущий вплив сукупності розглянутих макроекономічних факторів на індикативну вартість капіталу та зумовлює доцільність подальшого уточнення специфікації і розгляду альтернативних пояснювальних змінних.

Пояснення:

1) статистично значущим в межах 90% довірчого інтервалу є лише один регресор – ESI;

2) коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,0611 вказує на те, що регресори лише на 6,11% пояснюють дисперсію залежної змінної.

Гіпотеза №9

(H9) Облікова ставка НБУ, дефлятор ВВП, ВВП, торговий баланс, індекс очікуваної ефективності інвестицій, індекс інвестиційної привабливості статистично значуще впливають на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/22/24 Time: 08:18
Sample: 2013Q1 2023Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.898867	0.676009	2.808936	0.0079
DEFL	-0.005663	0.004592	-1.233075	0.2253
DRATE	0.006994	0.013110	0.533506	0.5969
DGDP	-0.257230	0.187946	-1.368640	0.1794
TB	3.59E-05	3.21E-05	1.117460	0.2710
DEXP_INV_EF	0.005774	0.006016	0.959691	0.3434
IND_INV_ATTR	-0.054999	0.157234	-0.349793	0.7285

R-squared	0.159323	Mean dependent var	1.076524
Adjusted R-squared	0.022997	S.D. dependent var	0.314448
S.E. of regression	0.310812	Akaike info criterion	0.645651
Sum squared resid	3.574343	Schwarz criterion	0.929499
Log likelihood	-7.204313	Hannan-Quinn criter.	0.750915
F-statistic	1.168694	Durbin-Watson stat	2.448310
Prob(F-statistic)	0.343865		

Рис. И.32. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, інфляції, облікової ставки, ВВП, торгового балансу, очікуваної ефективності інвестицій та індексу інвестиційної привабливості.

Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу включених пояснювальних змінних на індикативну вартість капіталу. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації та незначущість моделі за F-критерієм вказують на відсутність суттєвої пояснювальної здатності даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив облікової ставки НБУ, дефлятора ВВП, ВВП, торгового балансу, індексу очікуваної ефективності інвестицій та індексу інвестиційної привабливості на індикативну вартість капіталу не підтверджено.

1) Adjusted R-squared = 0,02. Тобто, фактори в даному поєднанні не пояснюють дисперсію залежної змінної;

2) статистично значущі фактори відсутні;

	3) Prob(F-statistic) = 0,344, тобто, модель загалом незначуща результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу включених пояснювальних змінних на індикативну вартість капіталу.
Гіпотеза №10 (H10) Індекс інвестиційної привабливості з лагом в один період статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.	
Dependent Variable: IND Method: Least Squares Date: 09/01/24 Time: 14:56 Sample (adjusted): 2013Q2 2023Q4 Included observations: 43 after adjustments Variable / Coefficient / Std. Error / t-Statistic / Prob. C 1.897290 0.400054 4.742587 0.0000 IND_INV_ATTR(-1) -0.306923 0.148899 -2.061290 0.0457 R-squared 0.093901 Mean dependent var 1.078304 Adjusted R-squared 0.071801 S.D. dependent var 0.317946 S.E. of regression 0.306319 Akaike info criterion 0.517013 Sum squared resid 3.847072 Schwarz criterion 0.598929 Log likelihood -9.115771 Hannan-Quinn criter. 0.547221 F-statistic 4.248918 Durbin-Watson stat 2.303624 Prob(F-statistic) 0.045655 **Рис. И.33. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та індексу інвестиційної привабливості з часовим лагом 1 квартал.**	Оцінка моделі засвідчила **наявність** статистично значущого впливу індексу інвестиційної привабливості з лагом в один період на індикативну вартість капіталу, що підтверджується значущістю відповідного коефіцієнта. Водночас низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted $R^2 \approx 0,07$) свідчить про обмежену пояснювальну здатність моделі, що вказує на те, що індекс інвестиційної привабливості пояснює лише незначну частку варіації фондового індексу порівняно з іншими чинниками. Так як статистично значущим регресор «індекс інвестиційної привабливості» є тільки в моделі з лагом в 1 квартал, перевіримо силу його впливу на індекс облігацій: 1) регресор є статистично значущим на рівні 5%; 2) Adjusted R-squared = 0,0718. Тобто, значення індексу попереднього кварталу лише на 7,18% пояснює варіації індексу облігацій; 3) значення Durbin-Watson stat = 2,3, що загалом вказує на неупереджені прогнози моделі; 92,82% варіацій змінної пояснюються іншими факторами, які не враховані в моделі, але які мають суттєвий вплив на змінну.
Гіпотеза №11 (H11) Дефлятор, облікова ставка, ВВП, торговий баланс, кредитна ставка статистично значуще впливають на індикативну вартість капіталу.	

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/23/24 Time: 08:00
Sample: 2013Q1 2023Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.674199	0.542169	3.087966	0.0038
DEFL	-0.006731	0.004988	-1.349394	0.1852
DRATE	0.009578	0.012849	0.745481	0.4606
DGDP	-0.272710	0.185577	-1.469520	0.1499
TB	3.36E-05	3.17E-05	1.058386	0.2966
LOAN	0.011660	0.016573	0.703548	0.4860

R-squared	0.149166	Mean dependent var	1.076524
Adjusted R-squared	0.037214	S.D. dependent var	0.314448
S.E. of regression	0.308542	Akaike info criterion	0.612206
Sum squared resid	3.617530	Schwarz criterion	0.855505
Log likelihood	-7.468538	Hannan-Quinn criter.	0.702433
F-statistic	1.332409	Durbin-Watson stat	2.334801
Prob(F-statistic)	0.271517		

Рис. И.34. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, інфляції, облікової ставки, ВВП, торгового балансу, ставки за кредитом.

Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу включених пояснювальних змінних на індикативну вартість капіталу. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації та незначущість моделі за F-критерієм вказують на відсутність суттєвої пояснювальної здатності даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив дефлятора ВВП, облікової ставки, ВВП, торгового балансу та кредитної ставки на індикативну вартість капіталу не підтверджено.

Пояснення:

1) adjusted R-squared = 0,0372. Тобто, фактори в даному поєднанні не пояснюють дисперсію залежної змінної;

2) статистично значущі фактори відсутні;

3) низьке значення коефіцієнту детермінації R-squared та якості моделі Prob(F-statistic) вказує на те, що модель не є суттєвою;

4) кредитна ставка не впливає суттєво на індекс облігацій;

5) відповідно, можемо зробити висновок, що індикативна вартість капіталу на українському фондовому ринку зазнає впливу інших факторів.

Гіпотеза №12

(H12) Дефлятор, облікова ставка, ВВП, торговий баланс, кредитна ставка з лагом в один період статистично значуще впливають на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 09/01/24 Time: 21:56
Sample (adjusted): 2013Q2 2023Q4
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.807029	0.578597	3.123123	0.0035
DEFL(-1)	-0.005511	0.005353	-1.029522	0.3099
DRATE(-1)	0.001450	0.013886	0.104406	0.9174
DGDP(-1)	-0.057860	0.198607	-0.291331	0.7724
TB(-1)	-3.12E-05	3.38E-05	-0.921705	0.3627
LOAN(-1)	-0.004256	0.017996	-0.236502	0.8143

R-squared	0.055986	Mean dependent var	1.078304
Adjusted R-squared	-0.071583	S.D. dependent var	0.317946
S.E. of regression	0.329129	Akaike info criterion	0.744051
Sum squared resid	4.008048	Schwarz criterion	0.989800
Log likelihood	-9.997098	Hannan-Quinn criter.	0.834676
F-statistic	0.438870	Durbin-Watson stat	2.500635
Prob(F-statistic)	0.818457		

Рис. И.35. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, інфляції, облікової ставки, ВВП, торгового балансу, ставки за кредитом з лагом 1 квартал.

Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу включених пояснювальних змінних на індикативну вартість капіталу. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації та незначущість моделі за F-критерієм вказують на відсутність суттєвої пояснювальної здатності даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив дефлятора ВВП, облікової ставки, ВВП, торгового балансу та кредитної ставки з лагом один період на індикативну вартість капіталу не підтверджено.

Гіпотеза №11.1

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/28/24 Time: 17:12
Sample: 2013Q1 2023Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.994163	0.529116	3.768857	0.0006
DEFL	-0.007704	0.004439	-1.735558	0.0907
DRATE	-0.007775	0.014358	-0.541498	0.5913
DGDP	-0.221883	0.177704	-1.248608	0.2194
TB	2.84E-05	3.02E-05	0.939713	0.3533
DLOAN	0.071630	0.032855	2.180184	0.0355

R-squared	0.233909	Mean dependent var	1.076524
Adjusted R-squared	0.133107	S.D. dependent var	0.314448
S.E. of regression	0.292774	Akaike info criterion	0.507290
Sum squared resid	3.257224	Schwarz criterion	0.750589
Log likelihood	-5.160381	Hannan-Quinn criter.	0.597517
F-statistic	2.320490	Durbin-Watson stat	2.335167
Prob(F-statistic)	0.062005		

Рис. И.36. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, інфляції, облікової ставки, ВВП, торгового балансу, ставки за кредитом.

Можемо зробити наступі висновки:
1) коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,1331 вказує на те, що в такій комбінації регресори пояснюють дисперсію залежної змінної уже на 13,31% (при використанні оригінального часового рядку кредитних ставок цей показника становив 3,72%);
2) статистика регресорів за показником Prob. перебуває у прийнятних межах лише для інтерсепту, DLOAN та DEFL (показники є статистично значущими на рівні 1%, 5% та 10% відповідно). Відповідно, потрібно переглянути доцільність використання решти регресорів у моделі;
3) загальний показник якості моделі Prob(F-statistic) перебуває в 90% довірчому інтервалі;
показник Durbin-Watson stat = 2,33, що можна інтерпретувати як відсутність автокореляції залишків такої моделі.

Гіпотеза №12.1

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 09/01/24 Time: 22:47
Sample (adjusted): 2013Q2 2023Q4
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.830337	0.595877	3.071670	0.0040
DEFL(-1)	-0.006348	0.004995	-1.270803	0.2117
DRATE(-1)	-0.000405	0.016399	-0.024696	0.9804
DGDP(-1)	-0.052127	0.200311	-0.260228	0.7961
TB(-1)	-3.24E-05	3.40E-05	-0.954050	0.3463
DLOAN(-1)	0.008467	0.037001	0.228821	0.8203

R-squared	0.055895	Mean dependent var	1.078304
Adjusted R-squared	-0.071686	S.D. dependent var	0.317946
S.E. of regression	0.329144	Akaike info criterion	0.744148
Sum squared resid	4.008435	Schwarz criterion	0.989896
Log likelihood	-9.999172	Hannan-Quinn criter.	0.834772
F-statistic	0.438114	Durbin-Watson stat	2.531321
Prob(F-statistic)	0.818995		

Рис. И.37. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, інфляції, облікової ставки, ВВП, торгового балансу, ставки за кредитом з лагом 1 квартал.

Як бачимо, статистично значущі параметри відсутні, а модель не є суттєвою. Тобто, регресори в такому поєднанні не мають впливу на змінну з врахуванням лагу 1 квартал.

Гіпотеза №13

(H13) Дефлятор ВВП та кредитна ставка статистично значуще впливають на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/28/24 Time: 17:25
Sample: 2013Q1 2023Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.191202	0.515108	4.253867	0.0001
DEFL	-0.009404	0.004313	-2.180507	0.0350
DLOAN	0.068374	0.027744	2.464443	0.0180

R-squared	0.159155	Mean dependent var	1.076524
Adjusted R-squared	0.118138	S.D. dependent var	0.314448
S.E. of regression	0.295291	Akaike info criterion	0.464032
Sum squared resid	3.575058	Schwarz criterion	0.585682
Log likelihood	-7.208714	Hannan-Quinn criter.	0.509146
F-statistic	3.880239	Durbin-Watson stat	2.391712
Prob(F-statistic)	0.028620		

Рис. И.38. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, інфляції та ставки за кредитом.

Оцінка моделі методом найменших квадратів засвідчила **наявність** статистично значущого впливу дефлятора ВВП та кредитної ставки на індикативну вартість капіталу: обидва коефіцієнти є значущими на 5-відсотковому рівні, а модель загалом є статистично значущою за F-критерієм. Водночас низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted $R^2 \approx 0{,}12$) свідчить про те, що варіація фондового індексу лише частково пояснюється включеними макроекономічними змінними, що є типовим для фінансових ринкових індикаторів і вказує на важливу роль інших факторів. Таким чином, результати підтверджують гіпотезу про наявність статистично значущого макроекономічного впливу на індикативну вартість капіталу, водночас підкреслюючи обмеженість лінійних макромоделей у поясненні динаміки фондових індексів.

Пояснення:

1) коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,1181 вказує на те, що в такій комбінації регресори пояснюють дисперсію залежної змінної лише на 11,81%;

2) статистика регресорів за показником Prob. перебуває у прийнятних межах (показники є статистично значущими на рівні 1% та 5% відповідно);

3) загальний показник якості моделі Prob(F-statistic) перебуває в 95% довірчому інтервалі;

4) показник Durbin-Watson stat = 2,39, що можна інтерпретувати як відсутність автокореляції залишків моделі;

тобто, виключення з моделі незначущих, але при цьому вагомих економічних показників, сприяло незначному покращенню якості моделі: вона значуще пояснює лише 11,81% варіацій змінної на довірчому інтервалі 95%. Відповідно, вагомий фактор, який пояснював би більшість варіацій змінної поки не знайдено.

Гіпотеза №14

(H14) Дефлятор ВВП та кредитна ставка з лагом один період статистично значуще впливають на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 09/01/24 Time: 22:54
Sample (adjusted): 2013Q2 2023Q4
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.713177	0.561826	3.049299	0.0041
DEFL(-1)	-0.005324	0.004698	-1.133233	0.2639
DLOAN(-1)	0.008286	0.030131	0.274988	0.7847

R-squared	0.031972	Mean dependent var	1.078304
Adjusted R-squared	-0.016429	S.D. dependent var	0.317946
S.E. of regression	0.320547	Akaike info criterion	0.629637
Sum squared resid	4.110008	Schwarz criterion	0.752511
Log likelihood	-10.53719	Hannan-Quinn criter.	0.674949
F-statistic	0.660559	Durbin-Watson stat	2.451993
Prob(F-statistic)	0.522106		

Рис. И.39. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, інфляції та ставки за кредитом з лагом 1 квартал.

Отримані результати свідчать про відсутність статистично значущого впливу включених пояснювальних змінних на індикативну вартість капіталу. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації та незначущість моделі за F-критерієм вказують на відсутність суттєвої пояснювальної здатності даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив дефлятора ВВП та кредитної ставки з лагом один період на індикативну вартість капіталу не підтверджено

Як бачимо, статистично значущі параметри відсутні, а модель не є суттєвою. Тобто, регресори в такому поєднанні також не мають впливу на змінну з врахуванням лагу 1 квартал.

Гіпотеза №15

(H15) Кредитна ставка статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/29/24 Time: 23:31
Sample: 2013Q1 2023Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.072221	0.046536	23.04061	0.0000
DLOAN	0.044038	0.026512	1.661086	0.1041

R-squared	0.061646	Mean dependent var	1.076524
Adjusted R-squared	0.039304	S.D. dependent var	0.314448
S.E. of regression	0.308207	Akaike info criterion	0.528298
Sum squared resid	3.989643	Schwarz criterion	0.609398
Log likelihood	-9.622565	Hannan-Quinn criter.	0.558374
F-statistic	2.759208	Durbin-Watson stat	2.249860
Prob(F-statistic)	0.104144		

Рис. И.40. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та ставки за кредитом.

Отримані результати оцінювання методом найменших квадратів свідчать про відсутність статистично значущого впливу кредитної ставки на індикативну вартість капіталу. Коефіцієнт при змінній кредитної ставки є незначущим на 5-відсотковому рівні, а модель загалом не є статистично значущою за F-критерієм. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації вказує на обмежену пояснювальну здатність даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив кредитної ставки на індикативну вартість капіталу не підтверджено.

Модель не є суттєвою, так як регресор DLOAN зі значенням показника Prob = 0,1041 не є статистично значущим навіть на 90% довірчому інтервалі, а коефіцієнт детермінації вказує на те, що модель пояснює лише 3,93% варіацій змінної.

Гіпотеза №16

(H16) Кредитна ставка з лагом один період статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/29/24 Time: 23:32
Sample (adjusted): 2013Q2 2023Q4
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.078921	0.049158	21.94805	0.0000
DLOAN(-1)	-0.005309	0.027735	-0.191433	0.8491

R-squared	0.000893	Mean dependent var	1.078304
Adjusted R-squared	-0.023475	S.D. dependent var	0.317946
S.E. of regression	0.321656	Akaike info criterion	0.614726
Sum squared resid	4.241961	Schwarz criterion	0.696642
Log likelihood	-11.21661	Hannan-Quinn criter.	0.644934
F-statistic	0.036646	Durbin-Watson stat	2.332632
Prob(F-statistic)	0.849131		

Рис. И.41. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та ставки за кредитом з лагом 1 квартал.

Оцінювання моделі методом найменших квадратів не виявило статистично значущого впливу кредитної ставки з лагом в один період на індикативну вартість капіталу. Коефіцієнт при лагованій змінній кредитної ставки є статистично незначущим, а модель загалом не є статистично значущою за F-критерієм. Від'ємне значення скоригованого коефіцієнта детермінації свідчить про відсутність пояснювальної здатності даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив кредитної ставки з лагом один період на індикативну вартість капіталу не підтверджено.

Гіпотеза №17

(H17) Дефлятор ВВП статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/29/24 Time: 23:33
Sample: 2013Q1 2023Q4
Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.688045	0.500669	3.371582	0.0016
DEFL	-0.005128	0.004180	-1.226856	0.2267

R-squared	0.034598	Mean dependent var	1.076524
Adjusted R-squared	0.011612	S.D. dependent var	0.314448
S.E. of regression	0.312617	Akaike info criterion	0.556716
Sum squared resid	4.104644	Schwarz criterion	0.637815
Log likelihood	-10.24774	Hannan-Quinn criter.	0.586791
F-statistic	1.505176	Durbin-Watson stat	2.406866
Prob(F-statistic)	0.226710		

Рис. И.42. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та інфляції.

Отримані результати оцінювання методом найменших квадратів свідчать про відсутність статистично значущого впливу дефлятора ВВП на індикативну вартість капіталу. Коефіцієнт при змінній дефлятора ВВП є статистично незначущим навіть на 10-відсотковому рівні, а модель загалом не є статистично значущою за F-критерієм. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації вказує на обмежену пояснювальну здатність даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив дефлятора ВВП на індикативну вартість капіталу не підтверджено.

Модель не є суттєвою, так як регресор DEFL зі значенням показника Prob = 0,2267 не є статистично значущим навіть на 90% довірчому інтервалі, а коефіцієнт детермінації вказує на те, що модель пояснює лише 1,16% варіацій змінної.

Гіпотеза №18

(H18) Дефлятор ВВП з лагом один період статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 09/01/24 Time: 23:34
Sample (adjusted): 2013Q2 2023Q4
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.652709	0.511145	3.233343	0.0024
DEFL(-1)	-0.004810	0.004261	-1.128817	0.2655

R-squared	0.030142	Mean dependent var	1.078304
Adjusted R-squared	0.006487	S.D. dependent var	0.317946
S.E. of regression	0.316913	Akaike info criterion	0.585014
Sum squared resid	4.117777	Schwarz criterion	0.666930
Log likelihood	-10.57780	Hannan-Quinn criter.	0.615222
F-statistic	1.274228	Durbin-Watson stat	2.417167
Prob(F-statistic)	0.265537		

Рис. И.43. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та дефлятора ВВП з лагом 1 квартал.

Отримані результати оцінювання методом найменших квадратів свідчать про відсутність статистично значущого впливу дефлятора ВВП з лагом один період на індикативну вартість капіталу. Коефіцієнт при змінній дефлятора ВВП є статистично незначущим навіть на 10-відсотковому рівні, а модель загалом не є статистично значущою за F-критерієм. Низьке значення скоригованого коефіцієнта детермінації вказує на обмежену пояснювальну здатність даної специфікації. У зв'язку з цим гіпотезу про статистично значущий вплив дефлятора ВВП з лагом один період на індикативну вартість капіталу не підтверджено.

Гіпотеза №19

(H19) Кредитна ставка статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/28/24 Time: 17:50
Sample: 2013M01 2024M06
Included observations: 138

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.022438	0.021434	47.70074	0.0000
DLOAN	-0.023255	0.021804	-1.066547	0.2881

R-squared	0.008295	Mean dependent var	1.022202
Adjusted R-squared	0.001003	S.D. dependent var	0.251910
S.E. of regression	0.251784	Akaike info criterion	0.093897
Sum squared resid	8.621749	Schwarz criterion	0.136321
Log likelihood	-4.478885	Hannan-Quinn criter.	0.111137
F-statistic	1.137523	Durbin-Watson stat	2.002963
Prob(F-statistic)	0.288066		

Рис. И.44. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та ставки за кредитом.

Оцінювання моделі методом найменших квадратів на помісячних даних не виявило статистично значущого впливу кредитної ставки на індикативну вартість капіталу. Коефіцієнт при змінній кредитної ставки є статистично незначущим, а модель загалом не є статистично значущою за F-критерієм. Отриманий результат узгоджується з оцінками, отриманими на квартальних даних, що свідчить про стійкість висновків до вибору часової частоти.

Гіпотеза №20

(H20) Кредитна ставка з лагом один період статистично значуще впливає на індикативну вартість капіталу.

Dependent Variable: IND
Method: Least Squares
Date: 08/29/24 Time: 23:19
Sample (adjusted): 2013M02 2024M06
Included observations: 137 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.028264	0.018207	56.47546	0.0000
DLOAN(-1)	0.106526	0.018465	5.769018	0.0000

R-squared	0.197773	Mean dependent var	1.029663
Adjusted R-squared	0.191831	S.D. dependent var	0.237037
S.E. of regression	0.213092	Akaike info criterion	-0.239698
Sum squared resid	6.130088	Schwarz criterion	-0.197070
Log likelihood	18.41930	Hannan-Quinn criter.	-0.222375
F-statistic	33.28157	Durbin-Watson stat	2.044192
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.45. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та ставки за кредитом з лагом

На відміну від моделей, оцінених на квартальних даних, використання помісячних даних із включенням лагованої кредитної ставки дозволило **виявити** статистично значущий відкладений ефект кредитної ставки на індикативну вартість капіталу. Це свідчить про те, що вплив процентної ставки реалізується з часовим лагом та краще фіксується на більш високій часовій частоті.

Отримана помісячна модель із лагованою кредитною ставкою демонструє найвищу статистичну значущість серед розглянутих

1 місяць.	специфікацій, підтверджуючи наявність відкладеного ефекту процентної ставки. Водночас помірне значення коефіцієнта детермінації свідчить про те, що дана специфікація не вичерпує сукупність факторів формування фондового індексу та розглядається передусім як часткова модель, що ідентифікує окремий канал впливу. Коефіцієнт детермінації вказує, що дана модель пояснює близько 20% варіації індикативної вартості капіталу, тоді як основна частка її динаміки залишається непоясненою в межах розглянутої специфікації та може бути пов'язана з дією інших макроекономічних, фінансових і інституційних чинників, аналіз яких здійснюватиметься у подальших розділах дисертації. Пояснення: 1) уточнений коефіцієнт детермінації Adjusted R-squared = 0,1918, тобто, регресор пояснює варіацію змінної в 19,18% випадків; 2) регресор DLOAN(-1) є статистично значущим на рівні 1%; 3) загальний показник якісті моделі Prob(F-statistic) = 0,00, що свідчить про її значущість загалом; 4) показник Durbin-Watson stat = 2,04, що вказує на відсутність автокореляції залишків; 5) залежність можемо відобразити таким рівнянням: IND = 1,0283 + 0,1065×DLOAN(-1); 6) відповідно, значення ставки за кредитом минулого місяця значуще пояснює зміни індекса облігацій в 19,18% випадків, що є найвищим показником серед усіх розглянутих нами моделей; 7) 80,82% варіацій змінної спричинені іншим фактором (факторами), природу яких необхідно встановити.

Джерело: побудовано за розрахунками автора. Розрахунки виконано з використанням програмного забезпечення EViews12.

Примітка. У моделях із включенням індикатора економічних настроїв (ESI) використано дані за 2017–2024 рр., тоді як у моделях без цього показника – за 2013–2024 рр.

Для кредитної ставки (LOAN) моделі оцінювалися як на квартальних даних (вплив на квартальні значення індикативної вартості капіталу), так і на місячних даних, де вплив оцінювався на відповідні помісячні значення фондового індексу.

Додаток И.5

Розраховані значення граничної схильності до споживання

Рік	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Значення	0,8243	0,7312	0,7779	0,9831	1,0209	1,1892	0,8321	0,6718	-3,4713	0,9697	0,8390

Примітка: У межах даного дослідження гранична схильність до споживання оцінюється на макроекономічному рівні як відношення приросту споживання до приросту валового внутрішнього продукту. Податкове коригування здійснюється безпосередньо в структурі мультиплікатора через параметр граничної податкової ставки, що дозволяє уникнути подвійного врахування податкових вилучень.

Джерело: побудовано за розрахунками автора на основі даних: [441; 442]

Додаток И.6

Розраховані значення граничної схильності до імпорту

Рік	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Значення	0,5097	0,6750	0,6130	0,5466	0,4395	0,0927	-1,0497	0,4776	-2,0399	0,3886	0,4277

Джерело: побудовано за розрахунками автора на основі даних: [441; 442]

Додаток И.7

Розраховані значення граничної ставки оподаткування

Рік	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Значення	0,1180	0,2782	0,1347	0,1643	0,1388	0,0386	0,1230	0,1210	0,7240	0,1481	0,1973

Примітка: Гранична податкова ставка розрахована як відношення приросту чистих податкових надходжень (податки на виробництво та імпорт за вирахуванням відповідних субсидій) до приросту валового внутрішнього продукту.

Джерело: побудовано за розрахунками автора на основі даних: [442; 443]

Додаток И.8.

Розраховані значення мультиплікатора витрат відкритої економіки

Рік	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Значення	1,3841	1,0423	1,1665	1,5743	2,0029	-18,4711	-1,5374	1,2058	0,7168	1,9804	1,4928

Примітка: В окремі роки (2019–2020) розрахований мультиплікатор відкритої економіки набуває від'ємного значення. Це не має економічного змісту і відображає не реальний «негативний мультиплікаційний ефект», а особливості вихідних статистичних даних, що порушують умови застосування класичної кейнсіанської формули мультиплікатора.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Додаток И.9.

Результат ADF тесту для обраних часових рядів

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dIf
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)dIf
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -1,3615
  тестова статистика: tau_c(1) = -2,79598
  асимптотичне p-значеннння 0,0588
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,114
```

Рис. И.46. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду перших різниць інвестицій, залучених через фондовий ринок (dIf).

Гіпотезу одиничного кореня не відхилено на рівні 5%, але відхилено на рівні 10%. З урахуванням малої вибірки (T=10) показник розглядається як слабо стаціонарний.

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для Mctim
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)Mctim
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -1,01547
  тестова статистика: tau_c(1) = -2,87047
  асимптотичне p-значеннння 0,04887
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,015
```

Рис. И.47. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду мультиплікатора відкритої економіки (Mctim).

Показник Mctim є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 5%.

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для MctimdIf
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)MctimdIf
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -0,694342
  тестова статистика: tau_c(1) = -1,69282
  асимптотичне p-значеннння 0,435
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: 0,127
```

Рис. И.48. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду інвестицій, залучених через фондовий ринок, опосередкованих мультиплікатором відкритої економіки (Mctim).

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dMctimdIf
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 8
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи один лаг  (1-L)dMctimdIf
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + ... + e
  оцінка  (a - 1): -1,67994
  тестова статистика: tau_c(1) = -2,70006
  асимптотичне p-значеннння 0,07395
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,011
```

Рис. И.49. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для першої різниці часового інвестицій, залучених через фондовий ринок, опосередкованих мультиплікатором відкритої економіки (Mctim).

Для змінної (Mctim×dIf) гіпотезу одиничного кореня не відхилено (p = 0,435), тому було використано першу різницю змінної.

Ряд перших різниць значущий на рівні 10%.

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dFPI
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)dFPI
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -1,40949
  тестова статистика: tau_c(1) = -6,77405
  асимптотичне p-значеннння 1,328e-009
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,140
```

Рис. И.50. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду перших різниць портфельних іноземних інвестицій (dFPI).

Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник dFPI є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dY
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)dY
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -1,39661
  тестова статистика: tau_c(1) = -4,27111
  асимптотичне p-значеннння 0,0004935
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,164
```

Рис. И.51. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду перших різниць ВВП (dY).

Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник dY є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dFPIs
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 9
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи один лаг  (1-L)dFPIs
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + ... + e
  оцінка  (a - 1): -0,437685
  тестова статистика: tau_c(1) = -0,539408
  асимптотичне p-значеннння 0,8811
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: 0,092
```

Рис. И.52. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду перших різниць сальдо портфельних іноземних інвестицій (dFPIs).

За результатами тесту розширеного Дікі–Фуллера (p = 0,88) ряд dFPIs не є стаціонарним. Формально ряд потребує додаткової трансформації (використаю другу різницю).

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для ddFPIS
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)ddFPIS
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -1,88862
  тестова статистика: tau_c(1) = -9,11834
  асимптотичне p-значеннння 2,048e-016
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,084
```

Рис. И.53. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду других різниць сальдо портфельних іноземних інвестицій (ddFPIs).

Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник ddFPIs є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dFDI
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)dFDI
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -1,7638
  тестова статистика: tau_c(1) = -7,87673
  асимптотичне p-значеннння 1,144e-012
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,283
```

Рис. И.54. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду перших різниць прямих іноземних інвестицій (dFDI).

Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник dFDI є стаціонарним: нульову

```
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dFDIs
визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC
розмір вибірки 10
нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1

  тест з константою
  включаючи 0 лаг(ів)  (1-L)dFDIs
  модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e
  оцінка  (a - 1): -1,74286
  тестова статистика: tau_c(1) = -7,45107
  асимптотичне p-значеннння 1,888e-011
  коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,300
```

Рис. И.55. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду перших різниць сальдо прямих іноземних інвестицій (dFDIs).

Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник dFDIs є стаціонарним: нульову

гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.	гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для FDIuah визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC розмір вибірки 10 нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1 тест з константою включаючи 0 лаг(ів) (1-L)FDIuah модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e оцінка (a - 1): -1,21056 тестова статистика: tau_c(1) = -3,67052 асимптотичне p-значеннння 0,004572 коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,240	Узагальнений тест Дікі-Фуллера для FDIs визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC розмір вибірки 10 нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1 тест з константою включаючи 0 лаг(ів) (1-L)FDIs модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e оцінка (a - 1): -1,25685 тестова статистика: tau_c(1) = -3,79461 асимптотичне p-значеннння 0,002977 коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,239
Рис. И.56. **Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду прямих іноземних інвестицій (FDI).**	***Рис. И.57.*** **Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду сальдо прямих іноземних інвестицій (FDIs).**
Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник FDI є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.	Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник FDIs є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.

Джерело: розраховано автором.

Додаток И.10

Параметри регресійних моделей.

Параметри моделі	***Пояснення***
Гіпотеза №22.	
Модель 1: МНК, на базі спостережень 1-11 Залежна змінна: dY коефіцієнт ст. похибка t-статистика p-значення const 559366 160570 3,484 0,0083 *** dIf 0,553392 1,09650 0,5047 0,6274 Mctim 14116,5 27628,2 0,5109 0,6232 Середнє зал. змін. 563041,9 Ст. Відх. зал. змін. 481311,1 Сума кв. залишків 2,18e+12 С.П. регресії 522080,7 R-квадрат 0,058731 Скориг. R-квадрат -0,176586 F(2, 8) 0,249584 P-значення (F) 0,784972 Лог. Правдоподібн. -158,6782 Крит. Акайке 323,3564 Крит. Шварца 324,5500 Крит. Хеннана-Куїнна 322,6039 **Рис. И.58. Результати оцінювання МНК-моделі впливу інвестицій фондового ринку та мультиплікатора відкритої економіки на зміну ВВП.**	Специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,785), що свідчить про відсутність системного впливу обраних регресорів на динаміку ВВП у заданій конфігурації.
Гіпотеза №23.	
Модель 1: МНК, на базі спостережень 2015-2024 (T = 10) Залежна змінна: dY коефіцієнт ст. похибка t-статистика p-значення const 608130 163333 3,723 0,0058 *** dMctimdIf -0,0205372 0,432698 -0,04746 0,9633 Середнє зал. змін. 607174,4 Ст. Відх. зал. змін. 483317,1 Сума кв. залишків 2,10e+12 С.П. регресії 512563,0 R-квадрат 0,000282 Скориг. R-квадрат -0,124683 F(1, 8) 0,002253 P-значення (F) 0,963308 Лог. Правдоподібн. -144,5455 Крит. Акайке 293,0909 Крит. Шварца 293,6961 Крит. Хеннана-Куїнна 292,4270 параметр rho -0,472262 Стат. Дурбіна-Уотсона 2,749824 **Рис. И.59. Результати МНК-оцінювання моделі впливу інвестицій фондового ринку на зміну ВВП з урахуванням інтеракційного ефекту мультиплікатора відкритої економіки (Mctim × dIf).**	Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,9633), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку ВВП у заданій конфігурації. У зв’язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.
Гіпотеза №24.	

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dGDP

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	608358	151177	4,024	0,0030	***
dFPI	33,8871	32,8459	1,032	0,3291	

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	2,07e+12	С.П. регресії	479768,5
R-квадрат	0,105760	Скорир. R-квадрат	0,006400
F(1, 9)	1,064408	P-значення (F)	0,329138
Лог. Правдоподібн.	-158,3963	Крит. Акайке	320,7926
Крит. Шварца	321,5884	Крит. Хеннана-Куїнна	320,2909
параметр rho	-0,255668	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,238042

Рис. И.60. Результати оцінювання МНК-моделі впливу портфельних іноземних інвестицій на зміну ВВП.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,3291), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку ВВП у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №25.

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dGDP

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	605953	127247	4,762	0,0010	***
ddFPIS	2,26944	1,08744	2,087	0,0665	*

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	1,56e+12	С.П. регресії	416482,8
R-квадрат	0,326116	Скорир. R-квадрат	0,251240
F(1, 9)	4,355420	P-значення (F)	0,066510
Лог. Правдоподібн.	-156,8402	Крит. Акайке	317,6805
Крит. Шварца	318,4763	Крит. Хеннана-Куїнна	317,1788
параметр rho	0,228181	Стат. Дурбіна-Уотсона	1,264248

Рис. И.61. Результати оцінювання МНК-моделі впливу сальдо портфельних іноземних інвестицій на зміну ВВП.

Хоча коефіцієнт при змінній ΔFPI та F-статистика моделі є формально значущими на рівні 10%, отримані оцінки не можна вважати надійними з огляду на надто малий обсяг вибірки (T=11) та низьке значення скоригованого R^2 (≈0,25). У зв'язку з цим модель не розглядається як така, що здатна забезпечити достатню економічну інтерпретованість чи прогностичну силу.

Гіпотеза №26.

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	572990	103574	5,532	0,0004	***
dFDI	2,90405	0,889927	3,263	0,0098	***

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	1,06e+12	С.П. регресії	343366,6
R-квадрат	0,541956	Скориг. R-квадрат	0,491062
F(1, 9)	10,64878	P-значення (F)	0,009788
Лог. Правдоподібн.	-154,7167	Крит. Акайке	313,4335
Крит. Шварца	314,2292	Крит. Хеннана-Куїнна	312,9318
параметр rho	0,284388	Стат. Дурбіна-Уотсона	1,228690

Рис. И.62. Результати оцінювання МНК-моделі впливу прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП.

Модель статистично значуща на 1%-му рівні та пояснює близько 49% варіації зміни ВВП (скоригований R^2 ≈ 0,49), значення статистики Durbin–Watson (≈1,23) свідчить про можливу позитивну автокореляцію, що потребує додаткової перевірки.

Гіпотеза №27.

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	528610	96893,3	5,456	0,0004	***
dFDIs	3,38748	0,917151	3,693	0,0050	***

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	9,21e+11	С.П. регресії	319867,8
R-квадрат	0,602505	Скориг. R-квадрат	0,558339
F(1, 9)	13,64178	P-значення (F)	0,004971
Лог. Правдоподібн.	-153,9369	Крит. Акайке	311,8739
Крит. Шварца	312,6696	Крит. Хеннана-Куїнна	311,3722
параметр rho	0,225278	Стат. Дурбіна-Уотсона	1,277773

Рис. И.63. Результати оцінювання МНК-моделі впливу сальдо прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП.

Модель статистично значуща на 1%-му рівні та пояснює близько 56% варіації зміни ВВП (скоригований R^2 ≈ 0,5583), значення статистики Durbin–Watson (≈1,28) свідчить про можливу позитивну автокореляцію, що потребує додаткової перевірки.

Гіпотеза №28.

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	134548	167355	0,8040	0,4421	
FDIuah	4,98803	1,53012	3,260	0,0098	***

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	1,06e+12	С.П. регресії	343558,0
R-квадрат	0,541445	Скориг. R-квадрат	0,490495
F(1, 9)	10,62689	P-значення (F)	0,009840
Лог. Правдоподібн.	-154,7229	Крит. Акайке	313,4457
Крит. Шварца	314,2415	Крит. Хеннана-Куїнна	312,9441
параметр rho	-0,329869	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,589579

Рис. И.64. Результати оцінювання МНК-моделі впливу прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП.

Модель статистично значуща на 1%-му рівні та пояснює 49% варіації зміни ВВП (скоригований R^2 ≈ 0,4905), значення статистики Durbin–Watson (≈2,59) свідчить про можливу негативну автокореляцію, що потребує додаткової перевірки.

Гіпотеза №29.

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	129282	147666	0,8755	0,4041	
FDIs	5,20323	1,36156	3,822	0,0041	***

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	8,83e+11	С.П. регресії	313279,7
R-квадрат	0,618710	Скориг. R-квадрат	0,576345
F(1, 9)	14,60409	P-значення (F)	0,004080
Лог. Правдоподібн.	-153,7080	Крит. Акайке	311,4160
Крит. Шварца	312,2118	Крит. Хеннана-Куїнна	310,9144
параметр rho	-0,306744	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,571323

Рис. И.65. Результати оцінювання МНК-моделі впливу сальдо прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП.

Модель статистично значуща на 1%-му рівні та пояснює близько 58% варіації зміни ВВП (скоригований R^2 ≈ 0,5763), значення статистики Durbin–Watson (≈2,57) свідчить про можливу негативну автокореляцію, що потребує додаткової перевірки.

Діагностика автокореляції.

Статистика Дурбіна-Уотсона = 2,57132

H1: positive autocorrelation
p-значення = 0,879837
H1: negative autocorrelation
p-значення = 0,120163

Рис. И.66. Результати тесту Дарбіна–Вотсона для діагностики автокореляції залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Результати тестів Дарбіна–Вотсона та Бройша–Годфрі не виявили статистично значущих ознак серійної автокореляції залишків оціненої МНК-моделі, що підтверджує коректність застосування стандартних МНК-оцінок.

Тест Бройша-Годфрі для автокореляції першого порядку
МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: uhat

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення
const	-28616,5	152035	-0,1882	0,8554
FDIs	0,290348	1,40794	0,2062	0,8418
uhat_1	-0,323538	0,349579	-0,9255	0,3818

Нескоригований R-квадрат = 0,096715

Тестова статистика: LMF = 0,856562,
з p-значенням = P(F(1,8) > 0,856562) = 0,382

Альтернативна статистика: TR^2 = 1,063865,
з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 1,06386) = 0,302

Ljung-Box Q' = 1,27783,
з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 1,27783) = 0,258

Рис. И.67. Результати тесту Бройша–Годфрі (LM-тест) на автокореляцію першого порядку залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Діагностика гетероскедастичності.

Перевірка ARCH-ефекту порядку 1

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
alpha(0)	8,47185e+010	3,94851e+010	2,146	0,0642	*
alpha(1)	0,0408627	0,343233	0,1191	0,9082	

Нульова гіпотеза: ARCH-ефекти відсутні
Тестова статистика: LM = 0,0176855
з p-значенням = P(Хі-квадрат(1) > 0,0176855) = 0,894204

Рис. И.68. Результати LM-тесту (ARCH(1)) на наявність умовної гетероскедастичності залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

За результатами ARCH(1) LM-тесту у залишках моделі не виявлено статистично значущих ознак умовної гетероскедастичності, що свідчить про відсутність кластеризації волатильності та стабільність умовної дисперсії похибок у часі.

Діагностика робастності (стабільності оцінок).

Модель 2: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY
HAC-стандартні похибки , ширина вікна 1, Ядро Бартлетта (Bartlett)

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	129282	130247	0,9926	0,3468	
FDIs	5,20323	1,45848	3,568	0,0060	***

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	8,83e+11	С.П. регресії	313279,7
R-квадрат	0,618710	Скориг. R-квадрат	0,576345
F(1, 9)	12,72750	P-значення (F)	0,006047
Лог. Правдоподібн.	-153,7080	Крит. Акайке	311,4160
Крит. Шварца	312,2118	Крит. Хеннана-Куїнна	310,9144
параметр rho	-0,306744	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,571323

Рис. И.69. Результати МНК-оцінювання регресійної моделі зміни ВВП із HAC-корекцією стандартних похибок (Newey–West, ядро Бартлетта).

Після корекції стандартних похибок за методом Newey–West (HAC) оцінена МНК-модель зберігає статистичну значущість, а коефіцієнт при змінній FDIs залишається статистично значущим на 1% рівні. Отримані результати свідчать про стійкий позитивний вплив сальдо прямих іноземних інвестицій на зміну ВВП України. Скоригований коефіцієнт детермінації становить 0,5763, що вказує на відносно високу пояснювальну здатність моделі.

Фінальна специфікація моделі має вигляд:

$\Delta Y = 5{,}2032 \times FDIs + 129282$

Гіпотеза №30.

Модель 2: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	128239	151761	0,8450	0,4260	
FDIs	5,29603	1,41303	3,748	0,0072	***
Mctim	20023,1	17106,0	1,171	0,2801	
dIf	0,286786	0,679741	0,4219	0,6857	

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	7,25e+11	С.П. регресії	321870,9
R-квадрат	0,686953	Скориг. R-квадрат	0,552790
F(3, 7)	5,120280	P-значення (F)	0,034736
Лог. Правдоподібн.	-152,6234	Крит. Акайке	313,2467
Крит. Шварца	314,8383	Крит. Хеннана-Куїнна	312,2435
параметр rho	-0,379520	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,752363

За виключенням константи, найбільше p-значення має змінна 1 (dIf)

Рис. И.70. Результати оцінювання МНК-моделі впливу сальдо прямих іноземних інвестицій, інвестицій фондового ринку та мультиплікатора відкритої економіки на зміну ВВП.

Оцінена МНК-модель є статистично значущою на 5% рівні та пояснює близько 55% варіації зміни ВВП України (Adj. $R^2 \approx 0{,}55$). Водночас серед включених регресорів статистично значущим на стандартних рівнях є лише показник сальдо прямих іноземних інвестицій (FDIs), тоді як інвестиції, залучені через фондовий ринок, а також мультиплікатор відкритої економіки не демонструють самостійного статистично значущого впливу в межах даної специфікації.

Діагностика автокореляції.

Статистика Дурбіна-Уотсона = 2,75236

Hl: positive autocorrelation
p-значення = 0,938926
Hl: negative autocorrelation
p-значення = 0,0610736

Рис. И.71. Результати тесту Дарбіна–Вотсона

На рівні значущості 5% статистика Дарбіна–Вотсона не дає підстав відхилити нульову гіпотезу про відсутність серійної автокореляції залишків МНК-оціненої регресійної моделі. Водночас на рівні значущості 10% спостерігається слабка ознака

для діагностики автокореляції залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

```
Тест Бройша-Годфрі для автокореляції першого порядку
МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: uhat

             коефіцієнт     ст. похибка   t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------------
  const     -11440,9        148517          -0,07703      0,9411
  FDIs           0,0623357      1,38081       0,04514      0,9655
  Mctim       4122,24        17078,3           0,2414       0,8173
  dIf            0,363064       0,734035      0,4946       0,6385
  uhat_1        -0,481532       0,415739     -1,158        0,2908

  Нескоригований R-квадрат = 0,182734

Тестова статистика: LMF = 1,341552,
з p-значенням = P(F(1,6) > 1,34155) = 0,291

Альтернативна статистика: TR^2 = 2,010076,
з p-значенням = P(Хі-квадрат(1) > 2,01008) = 0,156

Ljung-Box Q' = 2,05933,
з p-значенням = P(Хі-квадрат(1) > 2,05933) = 0,151
```

Рис. И.72. Результати тесту Бройша–Годфрі (LM-тест) на автокореляцію першого порядку залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

негативної серійної автокореляції. Однак результати тесту Бройша–Годфрі (LM-тест) не виявили статистично значущих ознак систематичної автокореляції залишків, що дозволяє вважати припущення про незалежність похибок таким, що в цілому не порушується.

Діагностика колінеарності.

```
Фактори Інфляції Дисперсії
Мінімально можливе значення = 1.0
Значення > 10.0 можуть свідчити про проблему колінеарності

        FDIs    1,020
       Mctim    1,010
         dIf    1,012

VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2), де R(j) - коефіцієнт множинної кореляції
між змінною j та рештою незалежних змінних

Діагностика колінеарності за Белслі-Ку-Уелшем:

  частки дисперсії

  lambda    cond    const    FDIs   Mctim     dIf
   1,888   1,000   0,093   0,094   0,024   0,040
   0,957   1,404   0,008   0,004   0,956   0,033
   0,924   1,429   0,026   0,017   0,016   0,924
   0,230   2,865   0,872   0,885   0,004   0,003

  lambda = eigenvalues of inverse covariance matrix (smallest is 0,230042)
  cond   = число зумовленості
  прим.: сума у стовпчиках, що містять частки дисперсій, має бути 1.0

According to BKW, cond >= 30 indicates "strong" near linear dependence,
and cond between 10 and 30 "moderately strong".  Parameter estimates whose
variance is mostly associated with problematic cond values may themselves
be considered problematic.

Count of condition indices >= 30: 0
Count of condition indices >= 10: 0

No evidence of excessive collinearity
```

Рис. И.73. Результати тесту Белслі–Ку–Велша на наявність мультиколінеарності між регресорами МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Перевірка мультиколінеарності за допомогою коефіцієнтів інфляції дисперсії (VIF) та індексів обумовленості за методом Белслі–Ку–Велша не виявила ознак надмірної лінійної залежності між регресорами: значення VIF для всіх пояснювальних змінних є близькими до 1, а значення індексів обумовленості не перевищують критичних порогів (cond < 10). Це свідчить про відсутність проблем мультиколінеарності в оціненій моделі.

Діагностика гетероскедастичності.

```
Перевірка ARCH-ефекту порядку 1

             коефіцієнт   ст. похибка   t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------------
  alpha(0)  7,03051e+010  3,64732e+010    1,928         0,0901   *
  alpha(1)  0,0240363     0,355634        0,06759       0,9478

  Нульова гіпотеза: ARCH-ефекти відсутні
  Тестова статистика: LM = 0,00570675
  з p-значенням = P(Хі-квадрат(1) > 0,00570675) = 0,939783
```

Рис. И.74. Результати LM-тесту (ARCH(1)) на наявність умовної гетероскедастичності залишків МНК-оціненої регресійної моделі

За результатами ARCH(1) LM-тесту у залишках моделі не виявлено статистично значущих ознак умовної гетероскедастичності, що свідчить про відсутність кластеризації волатильності та стабільність умовної дисперсії похибок у часі.

зміни ВВП.

Перевірка робастності (стабільності) оцінок.

Модель 3: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY
HAC-стандартні похибки , ширина вікна 1, Ядро Бартлетта (Bartlett)

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	128239	134751	0,9517	0,3730	
FDIs	5,29603	1,29520	4,089	0,0046	***
Mctim	20023,1	4066,20	4,924	0,0017	***
dIf	0,286786	0,261035	1,099	0,3083	

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	7,25e+11	С.П. регресії	321870,9
R-квадрат	0,686953	Скориг. R-квадрат	0,552790
F(3, 7)	10,26068	P-значення (F)	0,005895
Лог. Правдоподібн.	-152,6234	Крит. Акайке	313,2467
Крит. Шварца	314,8383	Крит. Хеннана-Куїнна	312,2435
параметр rho	-0,379520	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,752363

За виключенням константи, найбільше p-значення має змінна 1 (dIf)

Рис. И.75. Результати МНК-оцінювання регресійної моделі зміни ВВП із HAC-корекцією стандартних похибок (Newey–West, ядро Бартлетта).

Застосування HAC-корекції стандартних похибок за методом Newey–West не змінює основних висновків щодо оціненої МНК-моделі. Коефіцієнти при змінних сальдо прямих іноземних інвестицій (FDIs) та мультиплікатора відкритої економіки залишаються статистично значущими на стандартних рівнях, тоді як коефіцієнт при зміні інвестицій, залучених через фондовий ринок, не є статистично значущим. Скоригований коефіцієнт детермінації моделі становить близько 0,55, що свідчить про відносно високу пояснювальну здатність специфікації.

Отримані результати вказують, що в межах даної моделі динаміка ВВП України є більш чутливою до змін зовнішніх інвестицій та загальних макроекономічних мультиплікативних умов, ніж до прямих змін обсягів інвестицій, мобілізованих через внутрішній фондовий ринок.

Фінальна специфікація моделі має вигляд:

$\Delta Y = 5{,}296 \times FDIs + 20023 \times Mctmi + 0{,}287 \times \Delta If + 128239.$

Таким чином, гіпотезу щодо впливу інвестиційних чинників на зміну ВВП підтверджено **частково**: статистично значущий вплив демонструють сальдо прямих іноземних інвестицій та мультиплікатор відкритої економіки, тоді як ефект змін інвестицій фондового ринку в межах даної специфікації не підтверджено.

Гіпотеза №31.

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	127838	155231	0,8235	0,4341	
dIf	0,268241	0,695100	0,3859	0,7096	
FDIs	5,14365	1,43920	3,574	0,0073	***

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	8,67e+11	С.П. регресії	329233,1
R-квадрат	0,625678	Скориг. R-квадрат	0,532098
F(2, 8)	6,685990	P-значення (F)	0,019633
Лог. Правдоподібн.	-153,6066	Крит. Акайке	313,2131
Крит. Шварца	314,4068	Крит. Хеннана-Куїнна	312,4607
параметр rho	-0,399647	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,788243

Рис. И.76. Результати оцінювання МНК-моделі

Оцінена МНК-модель є статистично значущою на 5% рівні та пояснює близько 53% варіації зміни ВВП України (Adj. $R^2 \approx 0{,}53$). Водночас серед включених регресорів статистично значущим на стандартних рівнях є лише показник сальдо прямих іноземних інвестицій (FDIs), тоді як інвестиції, залучені через фондовий ринок, не демонструють самостійного

впливу сальдо прямих іноземних інвестицій та інвестицій фондового ринку на зміну ВВП.	статистично значущого впливу в межах даної специфікації.

Гіпотеза №32.

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2015-2024 (T = 10)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	78646,5	185742	0,4234	0,6847	
FDIs	5,64211	1,62619	3,470	0,0104	**
dMctimdIf	0,293252	0,294714	0,9950	0,3529	

Середнє зал. змін.	607174,4	Ст. Відх. зал. змін.	483317,1
Сума кв. залишків	7,73e+11	С.П. регресії	332266,0
R-квадрат	0,632411	Скориг. R-квадрат	0,527385
F(2, 7)	6,021492	P-значення (F)	0,030114
Лог. Правдоподібн.	-139,5429	Крит. Акайке	285,0858
Крит. Шварца	285,9936	Крит. Хеннана-Куїнна	284,0900
параметр rho	-0,495294	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,784879

Рис. И.77. Результати оцінювання МНК-моделі впливу сальдо прямих іноземних інвестицій, інвестицій фондового ринку на зміну ВВП з урахуванням інтеракційного ефекту мультиплікатора відкритої економіки (Mctim × dIf).

Оцінена МНК-модель є статистично значущою на 5% рівні та пояснює близько 53% варіації зміни ВВП України (Adj. $R^2 \approx 0{,}5274$). Водночас серед включених регресорів статистично значущим на стандартних рівнях є лише показник сальдо прямих іноземних інвестицій (FDIs), тоді як інвестиції фондового ринку з урахуванням інтеракційного ефекту мультиплікатора відкритої економіки не демонструють самостійного статистично значущого впливу в межах даної специфікації.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Додаток И.11

Прогнозування параметрів та розрахунок економічного потенціалу фондового ринку України.

№	Крок
1	Побудова прогнозу зміни ВВП за моделлю №30. AR прогноз для інвестицій фондового ринку.

Розрахунків функції: 12
Розрахунків градієнту: 6

Модель 1: ARMA, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Estimated using AS 197 (точний ММП)
Залежна змінна: dIf
Стандартні похибки на базі Гессіана

	коефіцієнт	ст. похибка	z	p-значення
const	16461,4	33762,7	0,4876	0,6259
phi_1	-0,301875	0,377666	-0,7993	0,4241

Середнє зал. змін.	23902,91	Ст. Відх. зал. змін.	150650,3
Середнє інновацій	511,4472	Ст. Відх. інновацій	139143,8
R-квадрат	0,063151	Скориг. R-квадрат	0,063151
Лог. Правдоподібн.	-145,9320	Крит. Акайке	297,8640
Крит. Шварца	299,0577	Крит. Хеннана-Куїнна	297,1115

	Дійсн. ч.	Уяв. ч.	Модуль	Частота
AR				
Корінь 1	-3,3126	0,0000	3,3126	0,5000

Для 95% довірчих інтервалів, z(0,025) = 1,96

	dIf	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	38505,00	17489,77		
2015	-16651,00	9806,95		
2016	87568,00	26457,19		
2017	117072,00	-5003,96		
2018	-295473,00	-13910,49		
2019	37024,00	110626,69		
2020	-8814,00	10254,03		
2021	-13068,00	24091,39		
2022	-15789,00	25375,57		
2023	-14878,00	26196,97		
2024	347436,00	25921,97		
2025		-83451,72	139143,777	-356168,51 - 189265,07
2026		46622,68	145345,566	-238249,39 - 331494,76
2027		7356,42	145897,621	-278597,66 - 293310,51
2028		19209,94	145947,826	-266842,54 - 305262,42

Рис. И.78. Результати AR(1)-оцінювання та прогнозування змін інвестицій, залучених через фондовий ринок.

Прогноз змін сальдо інвестицій фондового ринку (dIf) побудовано на основі AR(1)-моделі з використанням динамічного прогнозування. Отримані оцінки відображають інерційну динаміку показника та його схильність до повернення до середнього значення, без ознак вибухового зростання або стійкого спадного тренду. Прогноз слід інтерпретувати як умовну екстраполяцію минулої динаміки, яка не враховує можливих структурних зламів та екзогенних шоків.

2	AR прогноз для сальдо прямих зовнішніх інвестицій.

Розрахунків функції: 25
Розрахунків градієнту: 10

Модель 2: ARMA, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Estimated using AS 197 (точний ММП)
Залежна змінна: FDIs
Стандартні похибки на базі Гессіана

	коефіцієнт	ст. похибка	z	p-значення	
const	83725,9	16137,4	5,188	2,12e-07	***
phi_1	-0,272705	0,303248	-0,8993	0,3685	

Середнє зал. змін.	83363,46	Ст. Відх. зал. змін.	72760,58
Середнє інновацій	-1692,607	Ст. Відх. інновацій	66763,15
R-квадрат	0,074569	Скорит. R-квадрат	0,074569
Лог. Правдоподібн.	-137,8449	Крит. Акайке	281,6899
Крит. Шварца	282,8836	Крит. Хеннана-Куїнна	280,9374

	Дійсн. ч.	Уяв. ч.	Модуль	Частота
AR				
Корінь 1	-3,6670	0,0000	3,6670	0,5000

Для 95% довірчих інтервалів, z(0,025) = 1,96

	FDIs	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	4430,881	80720,486		
2015	-9506,299	105350,076		
2016	97513,388	109150,810		
2017	98429,112	79966,043		
2018	124599,020	79716,321		
2019	126844,444	72579,665		
2020	-26895,450	71967,328		
2021	182335,455	113892,912		
2022	22782,487	56834,671		
2023	152052,800	100345,508		
2024	144412,197	65092,892		
2025		67176,520	66763,1540	-63676,858 - 198029,897
2026		88239,048	69201,1550	-47392,723 - 223870,820
2027		82495,199	69379,0413	-53485,223 - 218475,621
2028		84061,573	69392,2521	-51944,742 - 220067,888
2029		83634,416	69393,2345	-52373,825 - 219642,656

Рис. И.79. Результати AR(1)-оцінювання та прогнозування змін інвестицій, залучених через фондовий ринок.

Оцінювання AR(1)-моделі для сальдо прямих іноземних інвестицій свідчить про відсутність статистично значущої авторегресійної залежності першого порядку. Хоча оцінений коефіцієнт при лагованому значенні змінної має від'ємний знак, він не є статистично значущим, що вказує на слабку інерційність та високу нестабільність динаміки показника. Водночас аналіз характеристичного кореня підтверджує стаціонарність моделі, що дозволяє використовувати її для умовного інерційного прогнозування. Отримані прогнозні значення слід інтерпретувати як екстраполяцію середньострокових коливань без формування стійкого тренду та без урахування можливих структурних зламів або екзогенних шоків.

3 Прогноз мультиплікатора відкритої економіки.

Для прогнозування значень для змінної Mctim побудуємо прогнози по кожному елементу мультиплікатора.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Mctim	1,3841	1,0423	1,1665	1,5743	2,0029	-18,4711	-1,5374	1,2058	0,7168	1,9804	1,4928
c	0,8243	0,7312	0,7779	0,9831	1,0209	1,1892	0,8321	0,6718	-3,4713	0,9697	0,8390
t	0,1180	0,2782	0,1347	0,1643	0,1388	0,0386	0,1230	0,1210	0,7240	0,1481	0,1973
im	0,5097	0,6750	0,6130	0,5466	0,4395	0,0927	-1,0497	0,4776	-2,0399	0,3886	0,4277

Рис. И.80. Розраховані значення мультиплікатора відкритої економіки для 2014-2024 рр.

	Базовий сценарій (поступове відновлення)	Оптимістичний (стабілізація економіки)	Песимістичний (стагнація)
c	0,8	0,85	0,7
t	0,14	0,2	0,25
im	0,48	0,6	0,2
Mctim	1,3797	1,25	1,6

Рис. И.81. Розраховані прогнозні значення мультиплікатора відкритої економіки.

Через значні структурні злами, спричинені війною, часові ряди параметрів мультиплікатора відкритої економіки (c, t, im) виявилися нестабільними та містили економічно неможливі значення. Це унеможливлює їхнє статистичне прогнозування за AR-моделями. Тому прогноз мультиплікатора будується не статистичним методом, а на основі економічних сценаріїв, що враховують воєнні шоки, фіскальну динаміку та зовнішньоторговельні обмеження. Для подальшого прогнозу ВВП використано три сценарії (**базовий, оптимістичний, песимістичний**), для яких екзогенно задано траєкторії c, t, im та відповідно розраховано значення мультиплікатора.

У межах сценарного прогнозування економічного потенціалу фондового ринку ключові параметри поведінки відкритої економіки – гранична схильність до споживання (c), гранична податкова ставка (t) та гранична схильність до імпорту (im) – розглядаються як структурно сталі протягом усього горизонту прогнозування.

Відповідно, мультиплікатор відкритої економіки (Mctim) трактується як екзогенно заданий параметр сценарію.

Оцінювання значень параметрів c, t та im здійснювалося на основі середніх значень за період 2014–2024 років із виключенням спостережень, що виходили за теоретично припустимі межі, а також 2022 року як періоду масштабного воєнного шоку, що супроводжувався різким порушенням макроекономічних пропорцій. Застосований підхід дозволяє інтерпретувати отримані прогнозні оцінки не як точний кількісний прогноз, а як умовну сценарну характеристику економічного потенціалу фондового ринку за припущення відносної стабільності базових макроекономічних пропорцій.

Значення мультиплікатора витрат у відкритій економіці визначається величиною витоків із національного доходу, насамперед через імпорт. З огляду на це у сценарному аналізі розглядаються альтернативні траєкторії динаміки імпорту, що по-різному впливають на величину мультиплікатора. В умовах зростання частки імпорту витоки з доходу посилюються, що призводить до зменшення мультиплікатора витрат. Натомість у сценарії скорочення імпорту обсяг витоків зменшується, внаслідок чого мультиплікатор зростає. Така постановка дозволяє інтерпретувати сценарії не як прогнози зовнішньої торгівлі, а як умовні варіанти реалізації інвестиційного мультиплікативного механізму.

4 Отже, ілюстративний сценарний розрахунок прогнозних значень ВВП згідно заданої моделі (включено дію всіх регресорів) наступний:

Для 95% довірчих інтервалів, t(7, 0,025) = 2,365

	dY	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	121717,00	190461,44		
2015	401629,00	93988,62		
2016	396823,00	693142,74		
2017	595860,00	714619,42		
2018	579075,00	743485,66		
2019	416896,00	440780,33		
2020	244828,00	-47511,02		
2021	1228823,00	1114289,01		
2022	-211735,00	258720,18		
2023	1388847,00	968902,54		
2024	1030698,00	1022582,09		
2025		487701,56	345669,653	-329677,29 - 1305080,40
2026		636552,89	338511,667	-163900,01 - 1437005,79
2027		594872,27	338164,457	-204759,61 - 1394504,14
2028		606567,23	338037,639	-192764,77 - 1405899,23

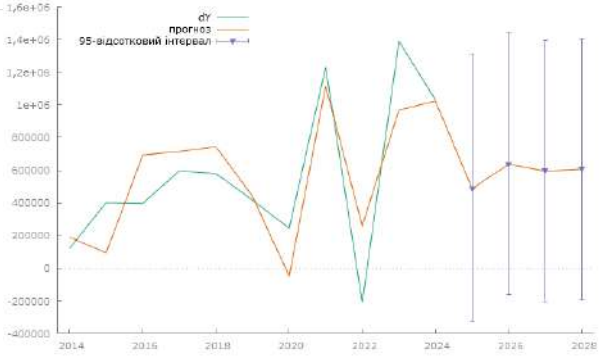


Рис. И.82. Розраховані прогнозні значення ВВП для базового сценарію мультиплікатора.

Для 95% довірчих інтервалів, t(7, 0,025) = 2,365

	dY	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	121717,00	190461,44		
2015	401629,00	93988,62		
2016	396823,00	693142,74		
2017	595860,00	714619,42		
2018	579075,00	743485,66		
2019	416896,00	440780,33		
2020	244828,00	-47511,02		
2021	1228823,00	1114289,01		
2022	-211735,00	258720,18		
2023	1388847,00	968902,54		
2024	1030698,00	1022582,09		
2025		485104,56	345475,391	-331814,93 - 1302024,04
2026		633955,89	338281,797	-165953,46 - 1433865,23
2027		592275,26	337943,344	-206833,76 - 1391384,29
2028		603970,23	337813,871	-194832,64 - 1402773,10

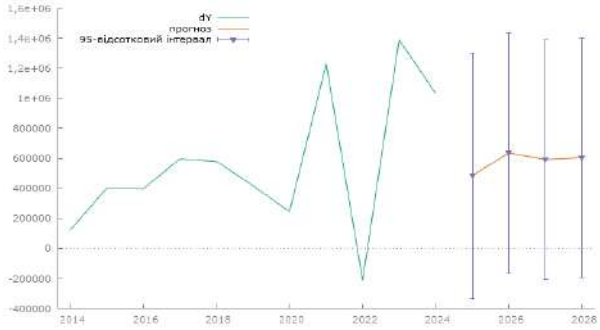


Рис. И.83. Розраховані прогнозні значення ВВП для оптимістичного сценарію мультиплікатора.

Для 95% довірчих інтервалів, t(7, 0,025) = 2,365

	dY	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	121717,00	190461,44		
2015	401629,00	93988,62		
2016	396823,00	693142,74		
2017	595860,00	714619,42		
2018	579075,00	743485,66		
2019	416896,00	440780,33		
2020	244828,00	-47511,02		
2021	1228823,00	1114289,01		
2022	-211735,00	258720,18		
2023	1388847,00	968902,54		
2024	1030698,00	1022582,09		
2025		492112,66	346031,967	-326122,92 - 1310348,24
2026		640963,99	338935,037	-160490,02 - 1442418,00
2027		599283,37	338573,015	-201314,60 - 1399881,33
2028		610978,33	338450,711	-189330,43 - 1411287,09

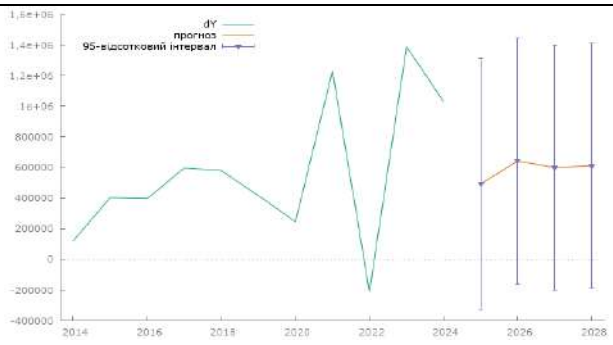


Рис. И.84. Розраховані прогнозні значення ВВП для песимістичного сценарію мультиплікатора.

5 Оцінка економічного потенціалу фондового ринку.

Тепер розрахуємо економічний потенціал фондового ринку (EP, млн. грн.) на діапазоні спостереження та для 2025-26 років (використавши прогнозне значення ΔIf). Оскільки дисконтування здійснюється відносно початку прогнозного періоду, отримані оцінки економічного потенціалу інтерпретуються як значення, приведені на початок кожного відповідного року. Для приведення прогнозованих макроекономічних ефектів до теперішньої вартості у дослідженні використано середньозважену облікову ставку Національного банку України як базовий орієнтир ставки дисконту (r). Застосування даного показника зумовлене його роллю ключового монетарного індикатора, що відображає загальні умови вартості капіталу та альтернативні можливості інвестування в національній економіці. У прогнозних розрахунках на період 2026–2028 років ставка дисконту розглядається як умовно стала та приймається на рівні середнього значення за попередній період спостережень. Таке припущення має сценарний характер і спрямоване на усунення додаткової невизначеності, пов'язаної з прогнозуванням монетарної політики, що в умовах структурних зламів та високої волатильності могло б істотно спотворити оцінки економічного потенціалу.

Відповідно, використана ставка дисконту не інтерпретується як точний прогноз майбутніх процентних умов, а як консервативний сценарний параметр, що дозволяє зіставити очікувані макроекономічні ефекти інвестицій фондового ринку в єдиному часовому вимірі

Year	*r*	*dIf*	*EP*
2014	0,1021	38505	22010,92
2015	0,2527	-16651	205014,43
2016	0,1786	87568	207335,72
2017	0,1321	1117072	226084,02
2018	0,1712	-295473	-66360,01
2019	0,1699	37024	4318,12
2020	0,0796	-8814	-8865,39
2021	0,0752	-13068	-9777,39
2022	0,1861	-15789	53650,30
2023	0,2238	-14878	53232,37
2024	0,1371	347436	78255,10
2025	0,1525	*-83451,7*	***-9357,26***
2026	*0,1551*	*46622,68*	***16743,65***
2027	*0,1551*	*7356,42*	
2028	*0,1551*	*19209,94*	

Рис. И.84. Розраховані значення економічного потенціалу фондового ринку.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Додаток И.12

Розрахунок впливу інституційної якості на зміни ВВП

Крок розрахунку та параметри моделі	*Пояснення*
Гіпотеза №46	
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для Ee визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC розмір вибірки 9 нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1 тест з константою включаючи один лаг (1-L)Ee модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + ... + e оцінка (a - 1): -3,12659 тестова статистика: tau_c(1) = -5,36804 асимптотичне p-значеннння 3,395e-006 коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,189 **Рис. И.85. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду індексу еліт (Ee).**	Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник Ee є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1% ($p < 0{,}001$).
Узагальнений тест Дікі-Фуллера для dY визначення шляхом зменшення порядку лагів від 1, критерій AIC розмір вибірки 10 нульова гіпотеза одиничного кореня: a = 1 тест з константою включаючи 0 лаг(ів) (1-L)dY модель: (1-L)y = b0 + (a-1)*y(-1) + e оцінка (a - 1): -1,39661 тестова статистика: tau_c(1) = -4,27111 асимптотичне p-значеннння 0,0004935 коеф. автокореляції 1-го порядку для e: -0,164 **Рис. И.85. Результати розширеного тесту Дікі–Фуллера (ADF) для часового ряду змін ВВП (ΔY).**	Узагальнений тест Дікі–Фуллера показав, що показник dY є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.
МНК модель Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11) Залежна змінна: dY коефіцієнт ст. похибка t-статистика p-значення const -549043 250525 -2,192 0,0561 * Ee 2,10556e+06 448001 4,700 0,0011 *** Середнє зал. змін. 563041,9 Ст. Відх. зал. змін. 481311,1 Сума кв. залишків 6,71e+11 С.П. регресії 272974,7 R-квадрат 0,710509 Скориг. R-квадрат 0,678343 F(1, 9) 22,08901 P-значення (F) 0,001120 Лог. Правдоподібн. -152,1931 Крит. Акайке 308,3862 Крит. Шварца 309,1820 Крит. Хеннана-Куїнна 307,8846 параметр rho -0,027921 Стат. Дурбіна-Уотсона 1,780273 **Рис. И.86. Результати оцінювання МНК-моделі впливу індексу еліт на зміну ВВП.**	Результати МНК-оцінювання свідчать про наявність статистично значущого додатного впливу індексу еліт на річну зміну ВВП, а модель в цілому характеризується достатньою пояснювальною здатністю (Adj. R^2 = 0,678). Водночас з огляду на обмежений обсяг вибірки та потенційну наявність автокореляції і гетероскедастичності, подальша інтерпретація результатів ґрунтується на оцінках із робастними стандартними похибками Newey–West.
Діагностика автокореляції. Статистика Дурбіна-Уотсона = 1,78027 H1: positive autocorrelation p-значення = 0,429656 H1: negative autocorrelation p-значення = 0,570344 **Рис. И.87. Результати тесту Дарбіна–Вотсона для діагностики автокореляції залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.**	Результати тестів Дарбіна–Вотсона та Бройша–Годфрі не виявили статистично значущих ознак серійної автокореляції залишків оціненої МНК-моделі, що свідчить про відсутність порушення припущення незалежності залишків та підтверджує коректність застосування стандартних МНК-оцінок.

```
Тест Бройша-Годфрі для автокореляції першого порядку
МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: uhat

             коефіцієнт     ст. похибка   t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------------
  const     -12638,1        300339          -0,04208      0,9675
  Ee         23630,3        542514           0,04356      0,9663
  uhat_1        -0,0364433       0,404398    -0,09012      0,9304

  Нескоригований R-квадрат = 0,001014

Тестова статистика: LMF = 0,008121,
з p-значенням = P(F(1,8) > 0,00812115) = 0,93

Альтернативна статистика: TR^2 = 0,011155,
з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 0,0111553) = 0,916

Ljung-Box Q' = 0,0110732,
з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 0,0110732) = 0,916
```

Рис. И.88. Результати тесту Бройша–Годфрі (LM-тест) на автокореляцію першого порядку залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Діагностика гетероскедастичності.

```
Перевірка ARCH-ефекту порядку 1

             коефіцієнт    ст. похибка   t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------------
  alpha(0)   5,98808e+010  5,05174e+010     1,185        0,2699
  alpha(1)  -0,165470      0,336151        -0,4922       0,6358

  Нульова гіпотеза: ARCH-ефекти відсутні
  Тестова статистика: LM = 0,293982
  з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 0,293982) = 0,58768
```

Рис. И.89. Результати LM-тесту (ARCH(1)) на наявність умовної гетероскедастичності залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Результати LM-тесту ARCH(1) не виявили статистично значущих ознак умовної гетероскедастичності, що свідчить про стабільність умовної дисперсії залишків та відсутність кластеризації волатильності.

Робастність оцінок.

```
Модель 2: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY
HAC-стандартні похибки , ширина вікна 1, Ядро Бартлетта (Bartlett)

             коефіцієнт      ст. похибка  t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------------
  const     -549043             82767,7      -6,634      9,55e-05  ***
  Ee           2,10556e+06   229488           9,175      7,29e-06  ***

Середнє зал. змін.     563041,9   Ст. Відх. зал. змін.   481311,1
Сума кв. залишків      6,71e+11   С.П. регресії          272974,7
R-квадрат              0,710509   Скорит. R-квадрат      0,678343
F(1, 9)                84,18111   P-значення (F)         7,29e-06
Лог. Правдоподібн.    -152,1931   Крит. Акайке           308,3862
Крит. Шварца           309,1820   Крит. Хеннана-Куїнна   307,8846
параметр rho          -0,027921   Стат. Дурбіна-Уотсона  1,780273
```

Рис. И.90. Результати оцінювання МНК-моделі впливу індексу еліт на зміну ВВП з робастними стандартними похибками Newey–West (HAC).

За результатами оцінювання з робастними стандартними похибками Newey–West (HAC) ефект індексу еліт залишається статистично значущим, що підтверджує стійкість отриманих результатів до можливих порушень припущень класичної МНК-моделі. Константа також набуває статистичної значущості. Пояснювальна здатність моделі залишається високою: скоригований коефіцієнт детермінації становить 0,678, а модель в цілому є статистично значущою за F-критерієм на рівні 1%.

Фінальна специфікація моделі має вигляд:

$$\Delta Y = 2{,}1056 \times 10^6 \times E_e - 549043$$

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Додаток И.13

Оцінки регресійної моделі впливу індексу еліт на річну зміну ВВП (Newey–West)

Змінна	***Коефіцієнт***	***Робастна ст. похибка***	***t-статистика***	***p-значення***
Константа	-549043	82767,7	-6,634	0,000096
Індекс еліт (Ee)	$2{,}1056 \times 10^6$	229488	9,175	0,000007
Характеристики моделі				
Показник	***Значення***			
Кількість спостережень	11			
Метод оцінювання	МНК з робастними стандартними похибками Newey–West.			
Ядро	Bartlet			
Ширина вікна	1			
Скоригований R^2	0,678			
F-статистика	84,18			
p-значення (F)	0,000007			
Статистика Дарбіна–Вотсона	1,78			

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків

Додаток И.14.

Розрахунок оцінки впливу індексу еліт та інвестицій фондового ринку на ВВП

Крок розрахунку та параметри моделі	***Пояснення***
Гіпотеза №47	
МНК модель Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11) Залежна змінна: dY коефіцієнт ст. похибка t-статистика p-значення const -552037 268676 -2,055 0,0740 * Ee 2,11331e+06 486379 4,345 0,0025 ** dIf -0,0461707 0,622083 -0,07422 0,9427 Середнє зал. змін. 563041,9 Ст. Відх. зал. змін. 481311,1 Сума кв. залишків 6,70e+11 С.П. регресії 289433,8 R-квадрат 0,710708 Скорит. R-квадрат 0,638385 F(2, 8) 9,826851 P-значення (F) 0,007004 Лог. Правдоподібн. -152,1893 Крит. Акайке 310,3787 Крит. Шварца 311,5723 Крит. Хеннана-Куїнна 309,6262 параметр rho -0,012441 Стат. Дурбіна-Уотсона 1,747934 **Рис. И.91. Результати оцінювання МНК-моделі впливу індексу еліт та зміни інвестицій фондового ринку на зміну ВВП.**	Результати МНК-оцінювання свідчать, що оцінений коефіцієнт при змінній, яка характеризує інвестиції, залучені через фондовий ринок, має від'ємний знак та не є статистично значущим. Така конфігурація оцінок не узгоджується з теоретичними очікуваннями щодо впливу інвестиційної активності фондового ринку на економічне зростання. У зв'язку з цим дана специфікація розглядається як економетрично непридатна для подальшого аналізу, а подальші висновки ґрунтуються на альтернативних моделях, що демонструють економічно інтерпретовані та статистично стійкі результати.
Гіпотеза №48	
МНК модель	Оцінена МНК-модель є статистично значущою на 5% рівні та пояснює близько

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення
const	-328539	313923	-1,047	0,3356
Ee	1,26148e+06	780300	1,617	0,1571
FDIs	2,77521	2,01344	1,378	0,2173
Mctim	11005,7	16398,5	0,6711	0,5271
dIf	0,0587264	0,628802	0,09339	0,9286

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	5,05e+11	С.П. регресії	290160,5
R-квадрат	0,781940	Скорир. R-квадрат	0,636566
F(4, 6)	5,378836	P-значення (F)	0,034692
Лог. Правдоподібн.	-150,6347	Крит. Акайке	311,2693
Крит. Шварца	313,2588	Крит. Хеннана-Куїнна	310,0152
параметр rho	-0,321633	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,531758

За виключенням константи, найбільше p-значення має змінна 4 (dIf)

Рис. И.92. Результати оцінювання МНК-моделі впливу індексу еліт, сальдо прямих іноземних інвестицій, мультиплікатора витрат відкритої економіки та зміни інвестицій фондового ринку на зміну ВВП.

63% варіації зміни ВВП України (Adj. $R^2 \approx 0,63$). Водночас включені регресори не є статистично значущим на стандартних рівнях в межах даної специфікації.

Гіпотеза №49

МНК модель

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2014-2024 (T = 11)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	-393235	286790	-1,371	0,2127	
Ee	1,43961e+06	704381	2,044	0,0803	*
dIf	0,0175089	0,600728	0,02915	0,9776	
FDIs	2,34518	1,83231	1,280	0,2414	

Середнє зал. змін.	563041,9	Ст. Відх. зал. змін.	481311,1
Сума кв. залишків	5,43e+11	С.П. регресії	278537,5
R-квадрат	0,765570	Скорир. R-квадрат	0,665100
F(3, 7)	7,619873	P-значення (F)	0,013129
Лог. Правдоподібн.	-151,0328	Крит. Акайке	310,0656
Крит. Шварца	311,6572	Крит. Хеннана-Куїнна	309,0623
параметр rho	-0,260574	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,406249

За виключенням константи, найбільше p-значення має змінна 2 (dIf)

Рис. И.93. Результати оцінювання МНК-моделі впливу індексу еліт, сальдо прямих іноземних інвестицій та зміни інвестицій фондового ринку на зміну ВВП.

Оцінена МНК-модель є статистично значущою на 5% рівні та пояснює близько 66% варіації зміни ВВП України (Adj. $R^2 \approx 0,6651$). Водночас серед включених регресорів статистично значущим на стандартних рівнях є лише індекс еліт (Ee), тоді як інвестиції, залучені через фондовий ринок, та сальдо прямих іноземних інвестицій не демонструють самостійного статистично значущого впливу в межах даної специфікації.

Гіпотеза №50

МНК модель

Модель 1: МНК, на базі спостережень 2015-2024 (T = 10)
Залежна змінна: dY

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	-424722	282683	-1,502	0,1837	
dMctimdIf	0,0786634	0,261641	0,3007	0,7738	
FDIs	1,43707	2,39481	0,6001	0,5704	
Ee	1,69633e+06	803298	2,112	0,0792	*

Середнє зал. змін.	607174,4	Ст. Відх. зал. змін.	483317,1
Сума кв. залишків	4,43e+11	С.П. регресії	271821,0
R-квадрат	0,789132	Скорир. R-квадрат	0,683698
F(3, 6)	7,484614	P-значення (F)	0,018814
Лог. Правдоподібн.	-136,7642	Крит. Акайке	281,5285
Крит. Шварца	282,7388	Крит. Хеннана-Куїнна	280,2008
параметр rho	-0,149655	Стат. Дурбіна-Уотсона	2,244255

За виключенням константи, найбільше p-значення має змінна 4 (dMctimdIf)

Рис. И.94. Результати оцінювання МНК-моделі річної зміни ВВП України з урахуванням індексу еліт, сальдо прямих іноземних інвестицій та взаємодії внутрішніх інвестицій із мультиплікатором відкритої економіки.

Оцінена МНК-модель є статистично значущою на рівні 5% та пояснює близько 68% варіації річної зміни ВВП України (Adj. $R^2 \approx 0,684$). Водночас серед включених регресорів статистично значущим на рівні 10% є лише індекс еліт (Ee), тоді як інвестиції, залучені через фондовий ринок у взаємодії з витратним мультиплікатором, а також сальдо прямих іноземних інвестицій не демонструють самостійного статистично значущого впливу в межах даної специфікації.

Діагностика автокореляції

Результати тестів Дарбіна–Вотсона та

```
Статистика Дурбіна-Уотсона = 2,24426

H1: positive autocorrelation
   p-значення = 0,715489
H1: negative autocorrelation
   p-значення = 0,284511
```

Рис. И.95. Результати тесту Дарбіна–Вотсона для діагностики автокореляції залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

```
Тест Бройша-Годфрі для автокореляції першого порядку
МНК, на базі спостережень 2015-2024 (T = 10)
Залежна змінна: uhat

              коефіцієнт     ст. похибка   t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------------
  const      -50864,1        327437          -0,1553       0,8826
  Ee          55603,8        874816           0,06356      0,9518
  FDIs            0,214632       2,62806      0,08167      0,9381
  dMctimdIf       0,0548365      0,310340     0,1767       0,8667
  uhat_1         -0,229095       0,544312    -0,4209       0,6913

  Нескоригований R-квадрат = 0,034217

Тестова статистика: LMF = 0,177147,
з p-значенням = P(F(1,5) > 0,177147) = 0,691

Альтернативна статистика: TR^2 = 0,342171,
з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 0,342171) = 0,559

Ljung-Box Q' = 0,297437,
з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 0,297437) = 0,585
```

Рис. И.96. Результати тесту Бройша–Годфрі (LM-тест) на автокореляцію першого порядку залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Бройша–Годфрі не виявили статистично значущих ознак серійної автокореляції залишків оціненої МНК-моделі, що свідчить про відсутність порушення припущення незалежності залишків та підтверджує коректність застосування стандартних МНК-оцінок.

Діагностика гетероскедастичності

```
Перевірка ARCH-ефекту порядку 1

            коефіцієнт    ст. похибка   t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------
  alpha(0)   5,57765e+010  4,09199e+010     1,363        0,2151
  alpha(1)  -0,185180      0,375023        -0,4938       0,6366

  Нульова гіпотеза: ARCH-ефекти відсутні
  Тестова статистика: LM = 0,302933
  з p-значенням = P(Xi-квадрат(1) > 0,302933) = 0,582049
```

Рис. И.97. Результати LM-тесту (ARCH(1)) на наявність умовної гетероскедастичності залишків МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Результати LM-тесту ARCH(1) не виявили статистично значущих ознак умовної гетероскедастичності, що свідчить про стабільність умовної дисперсії залишків та відсутність кластеризації волатильності.

Діагностика колінеарності

Значення VIF для всіх регресорів не перевищують 4, що свідчить про слабку мультиколінеарність. Максимальний індекс обумовленості становить близько 11, що відповідає помірному рівню, однак не досягає порогових значень, які вважаються проблемними. Можна говорити про наявність слабкої–помірної кореляції між окремими пояснювальними змінними, однак її рівень не є критичним і не впливає на інтерпретованість та статистичну надійність оцінок.

```
Фактори Інфляції Дисперсії
Мінімально можливе значення = 1.0
Значення > 10.0 можуть свідчити про проблему колінеарності

         Ee    3,242
       FDIs    3,577
   dMctimdIf    1,300

VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2), де R(j) - коефіцієнт множинної кореляції
між змінною j та рештою незалежних змінних

Діагностика колінеарності за Белслі-Ку-Уелшем:

  частки дисперсії

    lambda      cond     const        Ee      FDIs dMctimdIf
     2,778     1,000     0,011     0,005     0,011     0,001
     1,026     1,645     0,000     0,000     0,003     0,710
     0,172     4,019     0,260     0,000     0,281     0,133
     0,023    10,891     0,728     0,995     0,705     0,156

  lambda = eigenvalues of inverse covariance matrix (smallest is 0,0234217)
  cond   = число зумовленості
  прим.: сума у стовпчиках, що містять частки дисперсій, має бути 1.0

According to BKW, cond >= 30 indicates "strong" near linear dependence,
and cond between 10 and 30 "moderately strong".  Parameter estimates whose
variance is mostly associated with problematic cond values may themselves
be considered problematic.

Count of condition indices >= 30: 0

Count of condition indices >= 10: 1
Variance proportions >= 0.5 associated with cond >= 10:

   const      Ee    FDIs
   0,728   0,995   0,705
```

Рис. И.98. Результати тесту Белслі–Ку–Велша на наявність мультиколінеарності між регресорами МНК-оціненої регресійної моделі зміни ВВП.

Перевірка робастності оцінок

```
Модель 2: МНК, на базі спостережень 2015-2024 (T = 10)
Залежна змінна: dY
HAC-стандартні похибки , ширина вікна 1, Ядро Бартлетта (Bartlett)

              коефіцієнт       ст. похибка    t-статистика  p-значення
  ------------------------------------------------------------------------
  const      -424722           112740           -3,767        0,0093   ***
  Ee            1,69633e+06    429503            3,950        0,0075   ***
  FDIs          1,43707          1,83272         0,7841       0,4628
  dMctimdIf     0,0786634        0,0936270       0,8402       0,4330

Середнє зал. змін.     607174,4   Ст. Відх. зал. змін.   483317,1
Сума кв. залишків      4,43e+11   С.П. регресії          271821,0
R-квадрат              0,789132   Скориг. R-квадрат      0,683698
F(3, 6)                40,31088   P-значення (F)         0,000227
Лог. Правдоподібн.    -136,7642   Крит. Акайке           281,5285
Крит. Шварца           282,7388   Крит. Хеннана-Куїнна   280,2008
параметр rho          -0,149655   Стат. Дурбіна-Уотсона  2,244255

За виключенням константи, найбільше p-значення має змінна 2 (FDIs)
```

Рис. И.99. Результати оцінювання регресійної моделі річної зміни ВВП України з робастними стандартними похибками Newey–West (HAC).

Результати HAC-оцінювання підтверджують загальну статистичну значущість моделі (F-статистика = 40,31; p = 0,00023) та її достатню пояснювальну здатність (скоригований коефіцієнт детермінації R^2 = 0,684). Після корекції стандартних похибок статистично значущим на рівні 1% залишається коефіцієнт при індексі еліт (Ee), що свідчить про стійкість оціненого впливу інституційних характеристик на річну зміну ВВП. Водночас змінні, що характеризують іноземні інвестиції (FDIs) та взаємодію внутрішніх інвестицій із мультиплікатором відкритої економіки (MctimdIf), не є статистично значущими, що вказує на відсутність їхнього незалежного короткострокового впливу в межах заданої специфікації.

Фінальна специфікація:

$$\Delta Y = 1{,}4371 \times FDIs + 0{,}0787 \times (Mctim \times \Delta If) + 1{,}6963 \times 10^{6} \times Ee - 424722$$

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Додаток И.15

Прогнозування параметрів та розрахунок економічного потенціалу фондового ринку України

№	*Крок*
	Побудова прогнозу ВВП за моделлю №50.
1	Динамічний прогноз AR(1) для змінної Ee Якщо динаміка Ee залишиться такою, як у періоді 2014–2024, то очікувана траєкторія індексу еліт виглядатиме так

Для 95% довірчих інтервалів, z(0,025) = 1,96

	Ee	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2020	0,381256	0,544198		
2021	0,921352	0,600069		
2022	0,166667	0,297052		
2023	0,606108	0,720463		
2024	0,727719	0,473917		
2025		0,405688	0,149992	0,111710 - 0,699666
2026		0,586362	0,171986	0,249276 - 0,923447
2027		0,484996	0,178348	0,135440 - 0,834552
2028		0,541866	0,180305	0,188476 - 0,895257

Рис. И.100. Результати AR(1)-оцінювання та прогнозування змін індексу еліт.
Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків.

Прогнозні значення частини пояснювальних змінних (FDIs, ΔIf, Mctim), використаних у моделі №50, отримано на основі специфікацій, ідентичних тим, що застосовувалися в межах моделі №30. У зв'язку з незмінністю використовуваних часових рядів, параметрів AR-моделей та прогнозного горизонту, відповідні результати повторно не наводяться. Детальний опис процедури прогнозування та отримані значення подано в додатку И.11.

2 Прогноз зміни ВВП згідно кожного із сценаріїв Mctim.

Сценарій 1 (базовий прогноз для Mctim)

Для 95% довірчих інтервалів, t(6, 0,025) = 2,447

	dY	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	121717,00			
2015	401629,00	249109,22		
2016	396823,00	567418,50		
2017	595860,00	651167,62		
2018	579075,00	629916,10		
2019	416896,00	565986,11		
2020	244828,00	238226,33		
2021	1228823,00	1397922,96		
2022	-211735,00	-108909,93		
2023	1388847,00	820524,37		
2024	1030698,00	1060382,72		
2025		310141,33	335801,218	-511534,65 - 1131817,31
2026		710698,01	289364,132	2649,48 - 1418746,53
2027		512283,89	286760,089	-189392,77 - 1213960,56
2028		616553,53	286772,847	-85154,34 - 1318261,41

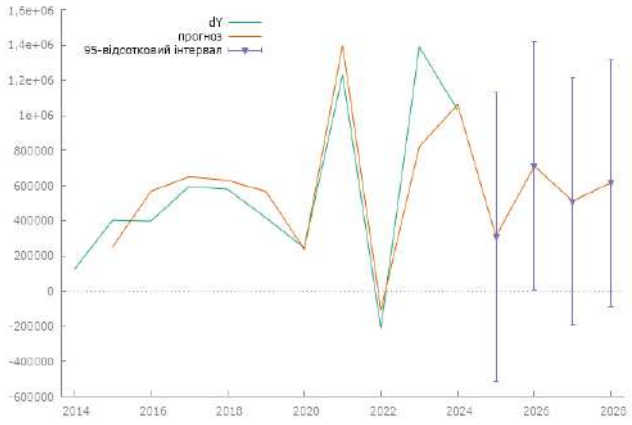


Рис. И.101. Розраховані прогнозні значення ВВП для базового сценарію мультиплікатора.
Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків.

Сценарій 2 (оптимістичний прогноз для Mctim)

Для 95% довірчих інтервалів, t(6, 0,025) = 2,447

	dY	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	121717,00			
2015	401629,00	249109,22		
2016	396823,00	567418,50		
2017	595860,00	651167,62		
2018	579075,00	629916,10		
2019	416896,00	565986,11		
2020	244828,00	238226,33		
2021	1228823,00	1397922,96		
2022	-211735,00	-108909,93		
2023	1388847,00	820524,37		
2024	1030698,00	1060382,72		
2025		310992,70	334399,737	-507253,98 - 1129239,38
2026		709370,99	289193,428	1740,17 - 1417001,82
2027		512684,49	286657,492	-188741,13 - 1214110,10
2028		616432,60	286801,504	-85345,40 - 1318210,60

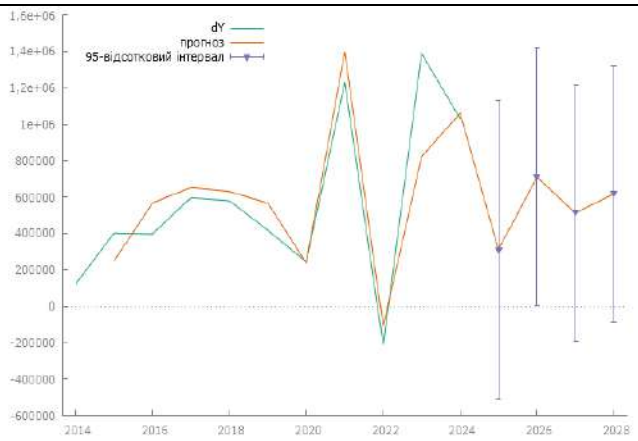


Рис. И.102. Розраховані прогнозні значення ВВП для оптимістичного сценарію мультиплікатора.
Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків

Сценарій 3 (Песимістичний прогноз для Mctim)

Для 95% довірчих інтервалів, t(6, 0,025) = 2,447

	dY	передбачення	Ст. похибка	95% інтервал
2014	121717,00			
2015	401629,00	249109,22		
2016	396823,00	567418,50		
2017	595860,00	651167,62		
2018	579075,00	629916,10		
2019	416896,00	565986,11		
2020	244828,00	238226,33		
2021	1228823,00	1397922,96		
2022	-211735,00	-108909,93		
2023	1388847,00	820524,37		
2024	1030698,00	1060382,72		
2025		308695,09	338222,981	-518906,73 - 1136296,91
2026		712952,23	289808,003	3817,59 - 1422086,87
2027		511603,40	286948,471	-190534,21 - 1213741,01
2028		616758,96	286725,452	-84832,95 - 1318350,86

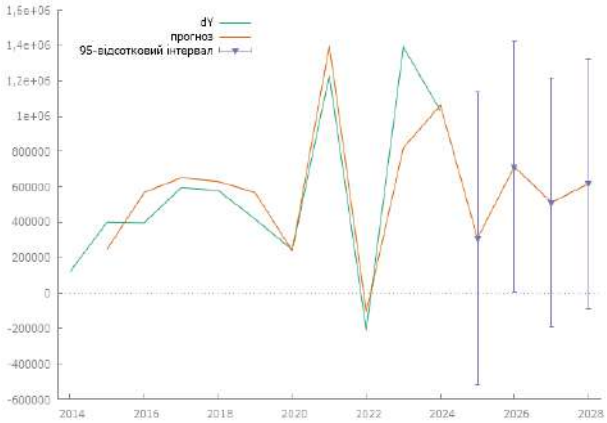


Рис. И.103. Розраховані прогнозні значення ВВП для песимістичного сценарію мультиплікатора.
Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків

У всіх сценаріях точковий прогноз ΔYє додатним, що свідчить про очікуване зростання. Проте 95% прогнозні інтервали включають 0, тому на 5% рівні значущості немає підстав стверджувати, що зростання є статистично гарантованим у прогнозному періоді.

3 **Визначення умовних імовірностей реалізації сценаріїв**.

Визначення ймовірностей сценаріїв у роботі ґрунтується на підходах сценарного аналізу та теорії прийняття рішень в умовах невизначеності, відповідно до яких альтернативні сценарії можуть оцінюватися через їх відносну правдоподібність та ступінь відхилення від базового стану [444-447]. З урахуванням цього, ймовірності сценаріїв оцінено на основі відносного відхилення параметрів мультиплікатора відкритої економіки від базового (інерційного) сценарію та мають інтерпретуватися як умовні (нечастотні) оцінки правдоподібності сценаріїв.

1. Визначення відстані сценарію від базового

$$D_j = \frac{|c_j - c_b|}{c_b} + \frac{|t_j - t_b|}{t_b} + \frac{|im_j - im_b|}{im_b} \qquad (И.1)$$

де D_j – відстань до базового сценарію;
c_j – гранична схильність до споживання відповідного сценарію;
c_b – гранична схильність до споживання базового сценарію;
t_j – гранична ставка оподаткування відповідного сценарію;

	t_b – гранична ставка оподаткування базового сценарію; im_j – гранична схильність до імпорту відповідного сценарію; im_b – гранична схильність до імпорту базового сценарію. Розрахована відповідним чином відстань до базового сценарію: $D_{opt} = 0,74$; $D_{pes} = 1,49$; $D_b = 0$ 2. Розрахунок ваг сценарію $$w_j = \frac{1}{1 + D_j} \quad (И.2)$$ де w_j – вага кожного сценарію. Використання даної функції забезпечує монотонне зменшення ваги зі зростанням відхилення сценарію від базового, що відповідає логіці зниження правдоподібності альтернативних траєкторій. Розрахована відповідним чином вага сценаріїв: $w_{opt} = 0,57$; $w_{pes} = 0,4$; $w_b = 1$ 3. Розрахунок імовірностей $$p_j = \frac{w_j}{\sum w_j} \quad (И.3)$$ Розраховані відповідним чином імовірності: $p_{opt} = 29\%$; $p_{pes} = 20\%$, $p_b = 51\%$.
4	**Оцінка економічного потенціалу фондового ринку України (EP).** Тепер розрахуємо економічний потенціал фондового ринку (EP, млн. грн.) на діапазоні спостереження та для 2025-26 років (використавши прогнозне значення ΔIf). Оскільки дисконтування здійснюється відносно початку прогнозного періоду, отримані оцінки економічного потенціалу інтерпретуються як значення, приведені на початок кожного відповідного року. Для приведення прогнозованих макроекономічних ефектів до теперішньої вартості у дослідженні використано середньозважену облікову ставку Національного банку України як базовий орієнтир ставки дисконту (r). Застосування даного показника зумовлене його роллю ключового монетарного індикатора, що відображає загальні умови вартості капіталу та альтернативні можливості інвестування в національній економіці. У прогнозних розрахунках на період 2026–2028 років ставка дисконту розглядається як умовно стала та приймається на рівні середнього значення за попередній період спостережень. Таке припущення має сценарний характер і спрямоване на усунення додаткової невизначеності, пов'язаної з прогнозуванням монетарної політики, що в умовах структурних зламів та високої волатильності могло б істотно спотворити оцінки економічного потенціалу. Відповідно, використана ставка дисконту не інтерпретується як точний прогноз майбутніх процентних умов, а як консервативний сценарний параметр, що дозволяє зіставити очікувані макроекономічні ефекти інвестицій фондового ринку в єдиному часовому вимірі.

Year	r	dIf	Mctim	(Mctim*ΔIf)	EP
2014	0,1021	38505,00	1,3841	53293,19	7756,59
2015	0,2527	-16651,00	1,0423	-17355,32	87155,24
2016	0,1786	87568,00	1,1665	102143,94	80742,28
2017	0,1321	1117072,00	1,5743	1758565,27	52427,61
2018	0,1712	-295473,00	2,0029	-591788,83	-78324,87
2019	0,1699	37024,00	-18,4711	-683873,49	-46073,45
2020	0,0796	-8814,00	-1,5374	13550,65	-727,39
2021	0,0752	-13068,00	1,2058	-15756,80	-3337,48
2022	0,1861	-15789,00	0,7168	-11317,11	22382,07
2023	0,2238	-14878,00	1,9804	-29464,14	21788,12
2024	0,1371	347436,00	1,4928	518666,32	32327,35
2025	0,1525	-83451,72	1,3797	-115137,58	***-3540,16***
2026	0,1551	46622,68	1,3797	64324,89	***6334,68***
2027	0,1551	7356,42	1,3797	10149,59	
2028	0,1551	19209,94	1,3797	26503,78	

Рис. И.104. Розраховані значення економічного потенціалу фондового ринку (базовий сценарій Mctim).

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків.

Year	r	dIf	Mctim	(Mctim*ΔIf)	EP
2014	0,1021	38505	1,3841	53293,19	7756,59
2015	0,2527	-16651	1,0423	-17355,32	87155,24
2016	0,1786	87568	1,1665	102143,94	80742,28
2017	0,1321	1117072	1,5743	1758565,27	52427,61
2018	0,1712	-295473	2,0029	-591788,83	-78324,87
2019	0,1699	37024	-18,4711	-683873,49	-46073,45
2020	0,0796	-8814	-1,5374	13550,65	-727,39
2021	0,0752	-13068	1,2058	-15756,80	-3337,48
2022	0,1861	-15789	0,7168	-11317,11	22382,07
2023	0,2238	-14878	1,9804	-29464,14	22319,21
2024	0,1371	347436	1,4928	518666,32	32662,94
2025	0,1525	-83451,7	1,2500	-104314,65	***-3207,39***
2026	0,1551	46622,68	1,2500	58278,35	***5739,22***
2027	0,1551	7356,42	1,2500	9195,53	
2028	0,1551	19209,94	1,2500	24012,43	

Рис. И.105. Розраховані значення економічного потенціалу фондового ринку (оптимістичний сценарій Mctim).

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків.

Year	r	dlf	Mctim	(Mctim*Δlf)	EP
2014	0,1021	38505,00	1,3841	53293,19	7756,59
2015	0,2527	-16651,00	1,0423	-17355,32	87155,24
2016	0,1786	87568,00	1,1665	102143,94	80742,28
2017	0,1321	1117072,00	1,5743	1758565,27	52427,61
2018	0,1712	-295473,00	2,0029	-591788,83	-78324,87
2019	0,1699	37024,00	-18,4711	-683873,49	-46073,45
2020	0,0796	-8814,00	-1,5374	13550,65	-727,39
2021	0,0752	-13068,00	1,2058	-15756,80	-3337,48
2022	0,1861	-15789,00	0,7168	-11317,11	22382,07
2023	0,2238	-14878,00	1,9804	-29464,14	20885,94
2024	0,1371	347436,00	1,4928	518666,32	31757,27
2025	0,1525	-83451,72	1,6000	-133522,75	***-4105,46***
2026	0,1551	46622,68	1,6000	74596,29	***7346,20***
2027	0,1551	7356,42	1,6000	11770,27	
2028	0,1551	19209,94	1,6000	30735,90	

Рис. И.106. Розраховані значення економічного потенціалу фондового ринку (песимістичний сценарій Mctim).

Джерело: побудовано автором на основі власних розрахунків.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Додаток И.16

Матриця парних кореляцій

	STATE_BONDS	***Q_STATE_BONDS***	***CORP_BONDS***	***Q_CORP_BONDS***	***INDEX***
STATE_BONDS	1	-0,0656	0,3546	0,1050	0,1059
Q_STATE_BONDS	-0,0656	1	-0,1634	0,2102	-0,0529
CORP_BONDS	0,3546	-0,1634	1	0,2077	0,1050
Q_CORP_BONDS	0,1050	0,2102	0,2077	1	0,0422
INDEX	0,1059	-0,0529	0,1050	0,0422	1

Джерело: розраховано автором.

Пояснення: Матриця парних кореляцій свідчить про відсутність тісних лінійних зв'язків між індексом фондового ринку та включеними макроекономічними змінними. Найвище значення коефіцієнта кореляції зафіксовано між індексом та змінною CORP_BONDS (0,1050), що не перевищує загальноприйнятих порогових значень

Додаток И.17

Результат ADF тесту для обраних часових рядів

Null Hypothesis: STATE_BONDS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.159435	0.0246
Test critical values:	1% level	-3.478547	
	5% level	-2.882590	
	10% level	-2.578074	

Рис. И.107. Результат ADF тесту для ряду STATE_BONDS.

Показник STATE_BONDS є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 5%.

Null Hypothesis: Q_STATE_BONDS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 13 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.480246	0.5405
Test critical values:	1% level	-3.482879	
	5% level	-2.884477	
	10% level	-2.579080	

Рис. И.108. Результат ADF тесту для ряду Q_STATE_BONDS.

Prob. = 0,5405, ряд не є стаціонарним, в такому виді в розрахунках не можемо використовувати. Перевіримо ряд перших різниць.

Null Hypothesis: D(Q_STATE_BONDS) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 12 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.602824	0.0951
Test critical values:	1% level	-3.482879	
	5% level	-2.884477	
	10% level	-2.579080	

Рис. И.109. Результат ADF тесту для ряду перших різниць Q_STATE_BONDS.

Показник Q_STATE_BONDS є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 10%.

Null Hypothesis: D(Q_STATE_BONDS,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 13 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.263444	0.0188
Test critical values:	1% level	-3.483751	
	5% level	-2.884856	
	10% level	-2.579282	

Рис. И.110. Результат ADF тесту для ряду других різниць Q_STATE_BONDS.

Ряд є стаціонарним на рівні значущості 5%. В розрахунках будемо використовувати ряд других різниць Q_STATE_BONDS.

Null Hypothesis: CORP_BONDS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.994356	0.0379
Test critical values:	1% level	-3.478547	
	5% level	-2.882590	
	10% level	-2.578074	

Рис. И.111. Результат ADF тесту для CORP_BONDS.

Показник CORP_BONDS є стаціонарним: нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 5%.

Null Hypothesis: Q_CORP_BONDS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.453611	1.0000
Test critical values:	1% level	-3.477835	
	5% level	-2.882279	
	10% level	-2.577908	

Рис. И.112. Результат ADF тесту Q_CORP_BONDS.

Для змінної Q_CORP_BONDS гіпотезу одиничного кореня не відхилено, тому було використано першу різницю змінної.

Null Hypothesis: D(Q_CORP_BONDS) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.404284	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.478189	
	5% level	-2.882433	
	10% level	-2.577990	

Null Hypothesis: INDEX has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-12.37719	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.477835	
	5% level	-2.882279	
	10% level	-2.577908	

Рис. И.113. Результат ADF тесту для ряду перших різниць Q_CORP_BONDS. Для ряду перших різниць нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.	**Рис. И.114. Результат ADF тесту INDEX.** Для змінної INDEX нульову гіпотезу одиничного кореня відхилено на рівні значущості 1%.

Джерело: побудовано за розрахунками автора. Розрахунки виконано з використанням програмного забезпечення EViews12.

Додаток И.18

Параметри регресійних моделей

Параметри моделі	***Пояснення***
Гіпотеза №33.	
Dependent Variable: INDEX Method: Least Squares Date: 09/16/24 Time: 21:02 Sample: 2013M01 2024M08 Included observations: 140 Variable / Coefficient / Std. Error / t-Statistic / Prob. C 0.987893 0.034376 28.73827 0.0000 STATE_BONDS 2.10E-06 1.68E-06 1.251121 0.2130 R-squared 0.011216 Mean dependent var 1.021847 Adjusted R-squared 0.004050 S.D. dependent var 0.250147 S.E. of regression 0.249640 Akaike info criterion 0.076588 Sum squared resid 8.600166 Schwarz criterion 0.118611 Log likelihood -3.361134 Hannan-Quinn criter. 0.093665 F-statistic 1.565303 Durbin-Watson stat 2.107477 Prob(F-statistic) 0.213007 **Рис. И.114. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та обсягу операцій із державними облігаціями.**	Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,2130), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.
Гіпотеза №34.	
Dependent Variable: INDEX Method: Least Squares Date: 09/16/24 Time: 21:12 Sample (adjusted): 2013M03 2024M08 Included observations: 138 after adjustments Variable / Coefficient / Std. Error / t-Statistic / Prob. C 1.021707 0.021525 47.46498 0.0000 D2_Q_STATE_BONDS 2.87E-06 1.46E-05 0.196556 0.8445 R-squared 0.000284 Mean dependent var 1.021657 Adjusted R-squared -0.007067 S.D. dependent var 0.251961 S.E. of regression 0.252849 Akaike info criterion 0.102342 Sum squared resid 8.694868 Schwarz criterion 0.144766 Log likelihood -5.061587 Hannan-Quinn criter. 0.119582 F-statistic 0.038634 Durbin-Watson stat 2.112015 Prob(F-statistic) 0.844468 **Рис. И.115. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та кількості операцій із державними облігаціями.**	Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,8444), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.
Гіпотеза №35.	

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 21:16
Sample: 2013M01 2024M08
Included observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.007504	0.024062	41.87111	0.0000
CORP_BONDS	6.24E-05	5.03E-05	1.240193	0.2170

R-squared	0.011023	Mean dependent var	1.021847
Adjusted R-squared	0.003856	S.D. dependent var	0.250147
S.E. of regression	0.249664	Akaike info criterion	0.076783
Sum squared resid	8.601844	Schwarz criterion	0.118806
Log likelihood	-3.374790	Hannan-Quinn criter.	0.093860
F-statistic	1.538078	Durbin-Watson stat	2.163123
Prob(F-statistic)	0.217009		

Рис. И.116. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та обсягу операцій із корпоративними облігаціями.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,2170), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №36.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 21:23
Sample: 2013M01 2024M08
Included observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.018879	0.022024	46.26158	0.0000
Q_CORP_BONDS	3.31E-05	6.65E-05	0.496884	0.6201

R-squared	0.001786	Mean dependent var	1.021847
Adjusted R-squared	-0.005448	S.D. dependent var	0.250147
S.E. of regression	0.250827	Akaike info criterion	0.086079
Sum squared resid	8.682183	Schwarz criterion	0.128103
Log likelihood	-4.025535	Hannan-Quinn criter.	0.103156
F-statistic	0.246893	Durbin-Watson stat	2.114479
Prob(F-statistic)	0.620062		

Рис. И.117. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та кількості операцій із корпоративними облігаціями.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,6200), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №37.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 21:26
Sample: 2013M01 2024M08
Included observations: 140

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.986123	0.034473	28.60601	0.0000
STATE_BONDS	1.56E-06	1.80E-06	0.866870	0.3875
CORP_BONDS	4.59E-05	5.39E-05	0.851230	0.3961

R-squared	0.016418	Mean dependent var	1.021847
Adjusted R-squared	0.002059	S.D. dependent var	0.250147
S.E. of regression	0.249889	Akaike info criterion	0.085598
Sum squared resid	8.554919	Schwarz criterion	0.148633
Log likelihood	-2.991880	Hannan-Quinn criter.	0.111214
F-statistic	1.143386	Durbin-Watson stat	2.145737
Prob(F-statistic)	0.321760		

Рис. И.118. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, обсягу операцій із корпоративними та державними облігаціями.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,3218), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №38.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 21:29
Sample (adjusted): 2013M03 2024M08
Included observations: 138 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.018782	0.022430	45.41991	0.0000
D2_Q_STATE_BONDS	2.40E-06	1.47E-05	0.163798	0.8701
Q_CORP_BONDS	3.24E-05	6.74E-05	0.480104	0.6319

R-squared	0.001988	Mean dependent var	1.021657
Adjusted R-squared	-0.012797	S.D. dependent var	0.251961
S.E. of regression	0.253568	Akaike info criterion	0.115129
Sum squared resid	8.680048	Schwarz criterion	0.178765
Log likelihood	-4.943877	Hannan-Quinn criter.	0.140989
F-statistic	0.134458	Durbin-Watson stat	2.115074
Prob(F-statistic)	0.874307		

Рис. И.119. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій, кількості операцій із корпоративними та державними облігаціями.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,8743), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №39.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 23:16
Sample (adjusted): 2013M02 2024M08
Included observations: 139 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.000630	0.034708	28.83023	0.0000
STATE_BONDS(-1)	1.31E-06	1.69E-06	0.772366	0.4412

R-squared	0.004335	Mean dependent var	1.021780
Adjusted R-squared	-0.002932	S.D. dependent var	0.251050
S.E. of regression	0.251418	Akaike info criterion	0.090886
Sum squared resid	8.659921	Schwarz criterion	0.133108
Log likelihood	-4.316556	Hannan-Quinn criter.	0.108044
F-statistic	0.596549	Durbin-Watson stat	2.116944
Prob(F-statistic)	0.441228		

Рис. И.120. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та обсягом операцій із державними облігаціями з лагом 1 місяць.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,4412), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №40.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 23:19
Sample (adjusted): 2013M04 2024M08
Included observations: 137 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.021191	0.021682	47.09791	0.0000
D2_Q_STATE_BONDS(-1)	-1.32E-07	1.46E-05	-0.009036	0.9928

R-squared	0.000001	Mean dependent var	1.021194
Adjusted R-squared	-0.007407	S.D. dependent var	0.252826
S.E. of regression	0.253761	Akaike info criterion	0.109643
Sum squared resid	8.693276	Schwarz criterion	0.152271
Log likelihood	-5.510551	Hannan-Quinn criter.	0.126966
F-statistic	8.17E-05	Durbin-Watson stat	2.112342
Prob(F-statistic)	0.992803		

Рис. И.121. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та кількістю операцій із державними облігаціями з лагом 1 місяць.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,9928), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №41

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 23:22
Sample (adjusted): 2013M02 2024M08
Included observations: 139 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.984785	0.023454	41.98821	0.0000
CORP_BONDS(-1)	0.000161	4.89E-05	3.286396	0.0013

R-squared	0.073074	Mean dependent var	1.021780
Adjusted R-squared	0.066308	S.D. dependent var	0.251050
S.E. of regression	0.242584	Akaike info criterion	0.019349
Sum squared resid	8.062057	Schwarz criterion	0.061571
Log likelihood	0.655255	Hannan-Quinn criter.	0.036507
F-statistic	10.80040	Durbin-Watson stat	2.222198
Prob(F-statistic)	0.001289		

Рис. И.122. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та обсягом операцій із корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць.

Хоча скоригований коефіцієнт детермінації має відносно низьке значення, що свідчить про обмежену пояснювальну здатність моделі щодо загальної дисперсії залежної змінної, отримані оцінки не дають підстав вважати модель статистично незначущою. Модель є значущою за F-критерієм, а оцінений коефіцієнт при змінній CORP_BONDS(–1) є статистично значущим і має економічно інтерпретований знак. Це вказує на наявність стійкого часткового зв'язку між динамікою корпоративних облігацій та значенням індексу, водночас підтверджуючи, що досліджуваний фактор пояснює лише обмежену частину коливань залежної змінної.

Гіпотеза №42

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 23:31
Sample (adjusted): 2013M02 2024M08
Included observations: 139 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.015955	0.022459	45.23553	0.0000
Q_CORP_BONDS(-1)	8.40E-05	0.000102	0.824286	0.4112

R-squared	0.004935	Mean dependent var	1.021780
Adjusted R-squared	-0.002328	S.D. dependent var	0.251050
S.E. of regression	0.251342	Akaike info criterion	0.090283
Sum squared resid	8.654707	Schwarz criterion	0.132506
Log likelihood	-4.274697	Hannan-Quinn criter.	0.107442
F-statistic	0.679447	Durbin-Watson stat	2.130136
Prob(F-statistic)	0.411210		

Рис. И.123. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та кількістю операцій із корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,4112), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Гіпотеза №43

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 23:34
Sample (adjusted): 2013M02 2024M08
Included observations: 139 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.994129	0.033654	29.53991	0.0000
STATE_BONDS(-1)	-6.80E-07	1.75E-06	-0.388313	0.6984
CORP_BONDS(-1)	0.000168	5.25E-05	3.201159	0.0017

R-squared	0.074101	Mean dependent var	1.021780
Adjusted R-squared	0.060485	S.D. dependent var	0.251050
S.E. of regression	0.243340	Akaike info criterion	0.032629
Sum squared resid	8.053128	Schwarz criterion	0.095963
Log likelihood	0.732269	Hannan-Quinn criter.	0.058366
F-statistic	5.442119	Durbin-Watson stat	2.225769
Prob(F-statistic)	0.005325		

Рис. И.124. Параметри регресійної моделі для

Хоча скоригований коефіцієнт детермінації має відносно низьке значення, що свідчить про обмежену пояснювальну здатність моделі щодо загальної дисперсії залежної змінної, отримані оцінки не дають підстав вважати модель статистично незначущою. Модель є значущою за F-критерієм, а оцінений коефіцієнт при змінній CORP_BONDS(–1) є статистично значущим і має економічно інтерпретований знак. Водночас коефіцієнт при змінній STATE_BONDS(–1) є статистично незначущим, що не дозволяє робити

індексу облігацій та обсягів операцій із державними та корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць.	висновки щодо наявності стійкого зв'язку між динамікою операцій із державними облігаціями та значенням індексу. Загалом результати свідчать про наявність часткового впливу ринку корпоративних облігацій на динаміку індексу за умови обмеженої пояснювальної здатності моделі.
Гіпотеза №44	

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/16/24 Time: 23:38
Sample (adjusted): 2013M04 2024M08
Included observations: 137 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.015313	0.022870	44.39488	0.0000
D2_Q_STATE_BONDS(-1)	-1.05E-06	1.47E-05	-0.071066	0.9435
Q_CORP_BONDS(-1)	8.44E-05	0.000103	0.817007	0.4154

R-squared	0.004957	Mean dependent var	1.021194
Adjusted R-squared	-0.009894	S.D. dependent var	0.252826
S.E. of regression	0.254074	Akaike info criterion	0.119273
Sum squared resid	8.650186	Schwarz criterion	0.183214
Log likelihood	-5.170176	Hannan-Quinn criter.	0.145257
F-statistic	0.333791	Durbin-Watson stat	2.130661
Prob(F-statistic)	0.716797		

Рис. И.125. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій та кількості операцій із державними та корпоративними облігаціями з лагом 1 місяць.

Початкова специфікація моделі не продемонструвала статистичної значущості (p = 0,7168), що свідчить про відсутність системного впливу обраного регресора на динаміку індексу у заданій конфігурації. У зв'язку з цим подальша економетрична діагностика для цієї моделі не проводилась.

Джерело: побудовано за розрахунками автора. Розрахунки виконано з використанням програмного забезпечення EViews12.

Додаток И.19

Параметри авторегресійних моделей для індексу облігацій

Модель	***Пояснення***
Гіпотеза №45	

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 08/23/24 Time: 08:34
Sample (adjusted): 2013Q2 2023Q4
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	817.9318	398.9751	2.050082	0.0468
INDEX(-1)	0.865849	0.074958	11.55116	0.0000

R-squared	0.764948	Mean dependent var	5040.559
Adjusted R-squared	0.759215	S.D. dependent var	2135.987
S.E. of regression	1048.126	Akaike info criterion	16.79279
Sum squared resid	45041279	Schwarz criterion	16.87471
Log likelihood	-359.0450	Hannan-Quinn criter.	16.82300
F-statistic	133.4294	Durbin-Watson stat	2.683224
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.126. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованого значення залежної змінної INDEX(-1) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-1) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на виражену інерційність динаміки індексу облігацій. Інтерсепт також є статистично значущим на 5% рівні (Prob. = 0,0468). Високе значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,765) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,759) свідчить про значну пояснювальну здатність

1 квартал.

моделі: близько 76% варіації залежної змінної пояснюється включеним регресором. Значення Prob(F-statistic) = 0,0000 підтверджує статистичну значущість моделі в цілому.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 01:08
Sample (adjusted): 2013Q3 2023Q4
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	737.7297	399.3539	1.847308	0.0723
INDEX(-1)	0.517637	0.146625	3.530332	0.0011
INDEX(-2)	0.381509	0.146238	2.608816	0.0128

R-squared	0.784448	Mean dependent var	5135.947
Adjusted R-squared	0.773394	S.D. dependent var	2067.106
S.E. of regression	984.0071	Akaike info criterion	16.68989
Sum squared resid	37762528	Schwarz criterion	16.81401
Log likelihood	-347.4877	Hannan-Quinn criter.	16.73539
F-statistic	70.96550	Durbin-Watson stat	1.833655
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.127. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 1 та 2 квартали.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованих значень залежної змінної INDEX(-1) та INDEX(-2) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнти при обох лагованих змінних є додатними та значущими на 1% (Prob. = 0,0011) і 5% (Prob. = 0,0128) рівнях значущості відповідно, що вказує на наявність інерційної та відкладеної динаміки індексу облігацій. Інтерсепт є статистично значущим на 10% рівні значущості (Prob. = 0,0723). Значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,784) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,773) свідчать про високу пояснювальну здатність моделі: включені регресори пояснюють близько 77–78% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 01:09
Sample (adjusted): 2013Q4 2023Q4
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	805.9713	424.5687	1.898329	0.0655
INDEX(-1)	0.601554	0.160514	3.747672	0.0006
INDEX(-2)	0.496723	0.168546	2.947112	0.0055
INDEX(-3)	-0.224283	0.161488	-1.388857	0.1732

R-squared	0.778837	Mean dependent var	5222.851
Adjusted R-squared	0.760905	S.D. dependent var	2013.610
S.E. of regression	984.6026	Akaike info criterion	16.71482
Sum squared resid	35869363	Schwarz criterion	16.88200
Log likelihood	-338.6538	Hannan-Quinn criter.	16.77570
F-statistic	43.43241	Durbin-Watson stat	2.059085
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.128. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 1, 2 та 3 квартали.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованих значень залежної змінної INDEX(-1) та INDEX(-2) на поточну динаміку індексу облігацій. Коефіцієнти при зазначених змінних є додатними та значущими на 1% (Prob. = 0,0006) та 1% (Prob. = 0,0055) рівнях значущості відповідно, що вказує на наявність інерційної складової в динаміці індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-3) є статистично незначущим (Prob. = 0,1732), що свідчить про відсутність додаткового пояснювального ефекту третього лагу в межах даної специфікації. Інтерсепт є статистично значущим на 10% рівні значущості (Prob. = 0,0655). Значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,779) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,761) свідчать про високу пояснювальну здатність моделі: включені регресори пояснюють близько 76–78% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/17/24 Time: 21:05
Sample (adjusted): 9/30/2013 6/30/2024
Included observations: 44 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	948.2835	411.2541	2.305834	0.0263
INDEX(-1)	0.838726	0.147124	5.700801	0.0000
INDEX(-3)	0.002419	0.143755	0.016825	0.9867

R-squared	0.759324	Mean dependent var	5245.586
Adjusted R-squared	0.747584	S.D. dependent var	2084.707
S.E. of regression	1047.379	Akaike info criterion	16.81172
Sum squared resid	44977101	Schwarz criterion	16.93336
Log likelihood	-366.8577	Hannan-Quinn criter.	16.85683
F-statistic	64.67674	Durbin-Watson stat	2.626925
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.129. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 1 та 3 квартали.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованого значення залежної змінної INDEX(-1) на поточну динаміку індексу облігацій. Коефіцієнт при змінній INDEX(-1) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність вираженої інерційної складової в динаміці індексу. Натомість коефіцієнт при змінній INDEX(-3) є статистично незначущим (Prob. = 0,9867), що свідчить про відсутність додаткового пояснювального ефекту третього лагу в межах даної специфікації. Інтерсепт є статистично значущим на 5% рівні (Prob. = 0,0263). Значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,759) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,748) свідчать про високу пояснювальну здатність моделі: включені регресори пояснюють близько 75–76% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/17/24 Time: 21:03
Sample (adjusted): 9/30/2013 6/30/2024
Included observations: 44 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1841.039	503.0479	3.659769	0.0007
INDEX(-3)	0.710947	0.095564	7.439488	0.0000

R-squared	0.568549	Mean dependent var	5245.586
Adjusted R-squared	0.558277	S.D. dependent var	2084.707
S.E. of regression	1385.544	Akaike info criterion	17.34996
Sum squared resid	80628733	Schwarz criterion	17.43106
Log likelihood	-379.6992	Hannan-Quinn criter.	17.38004
F-statistic	55.34599	Durbin-Watson stat	1.030819
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.130. Параметри регресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 3 квартали.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованого значення залежної змінної INDEX(-3) на поточну динаміку індексу облігацій. Коефіцієнт при змінній INDEX(-3) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність відкладеного інерційного ефекту з лагом у три періоди. Інтерсепт також є статистично значущим на 1% рівні (Prob. = 0,0007).
Значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,569) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,558) свідчать про помірну пояснювальну здатність моделі: включений регресор пояснює близько 56–57% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Модель 3: МНК, на базі спостережень 2013:02-2025:12 (T = 155)
Залежна змінна: INDEX

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	247,020	114,716	2,153	0,0329	**
INDEX_1	0,961047	0,0201825	47,62	1,21e-093	***

Середнє зал. змін.	5255,562	Ст. Відх. зал. змін.	2259,921
Сума кв. залишків	49716655	С.П. регресії	570,0399
R-квадрат	0,936789	Скорит. R-квадрат	0,936376
F(1, 153)	2267,453	P-значення (F)	1,21e-93
Лог. Правдоподібн.	-1202,513	Крит. Акайке	2409,027
Крит. Шварца	2415,114	Крит. Хеннана-Куїнна	2411,499
параметр rho	-0,083492	h-стат. Дурбіна	-1,073926

Рис. И.131. Параметри авторегресійної

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованого значення залежної змінної INDEX(-1) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-1) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність вираженої інерційної складової

моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 1 місяць.

Модель 2: МНК, на базі спостережень 2013:02-2025:12 (T = 155)
Залежна змінна: INDEX
HAC-стандартні похибки , ширина вікна 4, Ядро Бартлетта (Bartlett)

	коефіцієнт	ст. похибка	t-статистика	p-значення	
const	247,020	119,730	2,063	0,0408	**
INDEX_1	0,961047	0,0214089	44,89	5,53e-090	***

Середнє зал. змін.	5255,562	Ст. Відх. зал. змін.	2259,921
Сума кв. залишків	49716655	С.П. регресії	570,0399
R-квадрат	0,936789	Скориг. R-квадрат	0,936376
F(1, 153)	2015,127	P-значення (F)	5,53e-90
Лог. Правдоподібн.	-1202,513	Крит. Акайке	2409,027
Крит. Шварца	2415,114	Крит. Хеннана-Куїнна	2411,499
параметр rho	-0,083492	h-стат. Дурбіна	-1,078486

Рис. И.132. Параметри авторегресійної МНК-моделі індексу облігацій з лагом 1 (HAC-оцінка).

в динаміці індексу облігацій. Інтерсепт також є статистично значущим на 5% рівні значущості (Prob. = 0,0329). Високі значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,9367) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,9364) свідчать про дуже високу пояснювальну здатність моделі: включений регресор пояснює понад 93% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Фінальна специфікація має вигляд:

INDEX = 0,9610×INDEX(-1) + 247,02

З метою перевірки стійкості отриманих оцінок до можливих порушень класичних припущень МНК для референтної авторегресійної специфікації було застосовано робастні стандартні похибки HAC (Newey–West). Застосування HAC-оцінки не змінило якісних висновків щодо статистичної значущості та знаку коефіцієнта при лагованому значенні індексу.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 01:19
Sample (adjusted): 2/28/2013 6/28/2024
Included observations: 136 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	256.6506	124.1634	2.067040	0.0407
INDEX(-1)	0.900119	0.086668	10.38589	0.0000
INDEX(-2)	0.057428	0.086098	0.667007	0.5059

R-squared	0.929490	Mean dependent var	4989.852
Adjusted R-squared	0.928429	S.D. dependent var	2221.438
S.E. of regression	594.2938	Akaike info criterion	15.63444
Sum squared resid	46973619	Schwarz criterion	15.69869
Log likelihood	-1060.142	Hannan-Quinn criter.	15.66055
F-statistic	876.6257	Durbin-Watson stat	2.019711
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.133. Параметри авторегресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 1 та 2 місяці.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованого значення залежної змінної INDEX(-1) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-1) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність вираженої інерційної складової в динаміці індексу. Водночас коефіцієнт при змінній INDEX(-2) є статистично незначущим (Prob. = 0,5059), що свідчить про відсутність додаткового пояснювального ефекту другого лагу в межах даної специфікації. Інтерсепт є статистично значущим на 5% рівні значущості (Prob. = 0,0407). Високі значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,929) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,928) свідчать про дуже високу пояснювальну здатність моделі: включені регресори пояснюють близько 93% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/11/24 Time: 07:29
Sample (adjusted): 3/29/2013 6/28/2024
Included observations: 135 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	244.4283	124.7504	1.959339	0.0522
INDEX(-1)	0.825849	0.063974	12.90907	0.0000
INDEX(-3)	0.136609	0.063301	2.158090	0.0327

R-squared	0.930088	Mean dependent var	5018.879
Adjusted R-squared	0.929029	S.D. dependent var	2203.670
S.E. of regression	587.0666	Akaike info criterion	15.61013
Sum squared resid	45493434	Schwarz criterion	15.67469
Log likelihood	-1050.683	Hannan-Quinn criter.	15.63636
F-statistic	878.0462	Durbin-Watson stat	1.881526
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.134. Параметри авторегресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 1 та 3 місяці.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованих значень залежної змінної INDEX(-1) та INDEX(-3) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-1) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність вираженої інерційної складової в динаміці індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-3) також є статистично значущим на 5% рівні (Prob. = 0,0327), що свідчить про наявність відкладеного динамічного ефекту з лагом у три періоди. Інтерсепт є гранично значущим на 10% рівні значущості (Prob. = 0,0522).

Високі значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,930) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,929) свідчать про дуже високу пояснювальну здатність моделі: включені регресори пояснюють близько 93% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/11/24 Time: 07:24
Sample (adjusted): 2/28/2013 6/28/2024
Included observations: 136 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	483.0337	163.8822	2.947444	0.0038
INDEX(-2)	0.920049	0.030410	30.25504	0.0000

R-squared	0.872304	Mean dependent var	4989.852
Adjusted R-squared	0.871351	S.D. dependent var	2221.438
S.E. of regression	796.7776	Akaike info criterion	16.21363
Sum squared resid	85070517	Schwarz criterion	16.25646
Log likelihood	-1100.527	Hannan-Quinn criter.	16.23103
F-statistic	915.3677	Durbin-Watson stat	1.256909
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.135. Параметри авторегресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 2 місяці.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованого значення залежної змінної INDEX(-2) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-2) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність відкладеного інерційного ефекту з лагом у два періоди. Інтерсепт також є статистично значущим на 1% рівні (Prob. = 0,0038).

Значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,872) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,871) свідчать про високу пояснювальну здатність моделі: включений регресор пояснює близько 87% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/11/24 Time: 07:47
Sample (adjusted): 3/29/2013 6/28/2024
Included observations: 135 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	245.6725	124.6934	1.970212	0.0509
INDEX(-1)	0.886690	0.085778	10.33697	0.0000
INDEX(-2)	-0.122556	0.115178	-1.064058	0.2893
INDEX(-3)	0.198141	0.085715	2.311632	0.0224

R-squared	0.930687	Mean dependent var	5018.879
Adjusted R-squared	0.929100	S.D. dependent var	2203.670
S.E. of regression	586.7728	Akaike info criterion	15.61633
Sum squared resid	45103608	Schwarz criterion	15.70242
Log likelihood	-1050.103	Hannan-Quinn criter.	15.65132
F-statistic	586.3279	Durbin-Watson stat	1.995526
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.136. Параметри авторегресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 1, 2 та 3 місяці.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованих значень залежної змінної INDEX(-1) та INDEX(-3) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-1) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність вираженої короткострокової інерційної складової в динаміці індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-3) також є статистично значущим на 5% рівні (Prob. = 0,0224), що свідчить про наявність відкладеного динамічного ефекту з лагом у три періоди. Водночас коефіцієнт при змінній INDEX(-2) є статистично незначущим (Prob. = 0,2893), що вказує на відсутність додаткового пояснювального ефекту другого лагу в межах даної специфікації. Інтерсепт є гранично значущим на 10% рівні значущості (Prob. = 0,0509). Високі значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,931) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,929) свідчать про дуже високу пояснювальну здатність моделі: включені регресори пояснюють близько 93% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Dependent Variable: INDEX
Method: Least Squares
Date: 09/11/24 Time: 07:26
Sample (adjusted): 3/29/2013 6/28/2024
Included observations: 135 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	468.4809	164.8632	2.841635	0.0052
INDEX(-2)	0.671067	0.115252	5.822619	0.0000
INDEX(-3)	0.255154	0.114821	2.222182	0.0280

R-squared	0.874151	Mean dependent var	5018.879
Adjusted R-squared	0.872244	S.D. dependent var	2203.670
S.E. of regression	787.6574	Akaike info criterion	16.19798
Sum squared resid	81893362	Schwarz criterion	16.26254
Log likelihood	-1090.363	Hannan-Quinn criter.	16.22421
F-statistic	458.4369	Durbin-Watson stat	1.028355
Prob(F-statistic)	0.000000		

Рис. И.137. Параметри авторегресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 2 та 3 місяці.

Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованих значень залежної змінної INDEX(-2) та INDEX(-3) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-2) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність відкладеного інерційного ефекту з лагом у два періоди. Коефіцієнт при змінній INDEX(-3) також є статистично значущим на 5% рівні (Prob. = 0,0280), що свідчить про додатковий динамічний ефект з лагом у три періоди. Інтерсепт є статистично значущим на 1% рівні (Prob. = 0,0052). Значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,874) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,872) свідчать про високу пояснювальну здатність моделі: включені регресори пояснюють близько 87% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому

	підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.
Dependent Variable: INDEX Method: Least Squares Date: 09/11/24 Time: 07:26 Sample (adjusted): 3/29/2013 6/28/2024 Included observations: 135 after adjustments Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. C | 631.3900 | 181.4592 | 3.479516 | 0.0007 INDEX(-3) | 0.900033 | 0.033829 | 26.60554 | 0.0000 R-squared | 0.841828 | Mean dependent var | 5018.879 Adjusted R-squared | 0.840638 | S.D. dependent var | 2203.670 S.E. of regression | 879.7080 | Akaike info criterion | 16.41176 Sum squared resid | 1.03E+08 | Schwarz criterion | 16.45480 Log likelihood | -1105.794 | Hannan-Quinn criter. | 16.42925 F-statistic | 707.8547 | Durbin-Watson stat | 0.823937 Prob(F-statistic) | 0.000000 **Рис. И.138. Параметри авторегресійної моделі для індексу облігацій ФБ «Перспектива» з лагом 3 місяці.**	Результати оцінювання МНК-моделі свідчать про статистично значущий вплив лагованого значення залежної змінної INDEX(-3) на поточну динаміку індексу. Коефіцієнт при змінній INDEX(-3) є додатним і значущим на 1% рівні значущості (Prob. = 0,0000), що вказує на наявність відкладеного інерційного ефекту з лагом у три періоди. Інтерсепт також є статистично значущим на 1% рівні (Prob. = 0,0007). Значення коефіцієнта детермінації (R^2 = 0,842) та скоригованого коефіцієнта детермінації (Adjusted R^2 = 0,841) свідчать про високу пояснювальну здатність моделі: включений регресор пояснює близько 84% варіації залежної змінної. Статистична значущість моделі в цілому підтверджується значенням Prob(F-statistic) = 0,0000.

Джерело: побудовано за розрахунками автора. Розрахунки виконано з використанням програмного забезпечення EViews12.

Примітки: INDEX – котирування індексу облігацій станом на час закриття торгової сесії останнього торгового дня поточного місяця, INDEX(-1) – котирування індексу облігацій станом на час закриття торгової сесії останнього торгового дня попереднього місяця, INDEX(-2) – котирування індексу облігацій станом на час закриття торгової сесії останнього торгового дня два місяці тому, INDEX(-3) – котирування індексу облігацій станом на час закриття торгової сесії останнього торгового дня три місяці тому.

Авторегресійні моделі в межах даного етапу дослідження використовуються як інструмент аналізу інерційних властивостей динаміки індексу облігацій, а не для побудови структурних або прогнозних залежностей. У зв'язку з цим питання строгого забезпечення стаціонарності часового ряду не є визначальним для інтерпретації результатів.

ДОДАТОК К

Додаток К.1

Качай Гроші, 1-В (77/2/2021, UA5000008442)

Калькулятор

Облігації

Статус	В обігу
Обсяг емісії	20.000.000 UAH
Розміщення	13.11.2021
Погашення (оферта)	09.09.2026 (10.09.2025 PUT)
НКД на 16.09.2024	0,68 UAH
Країна ризику	Україна
Поточний купон	5,00%
Ціна	-
Дохідність / дюрація	-

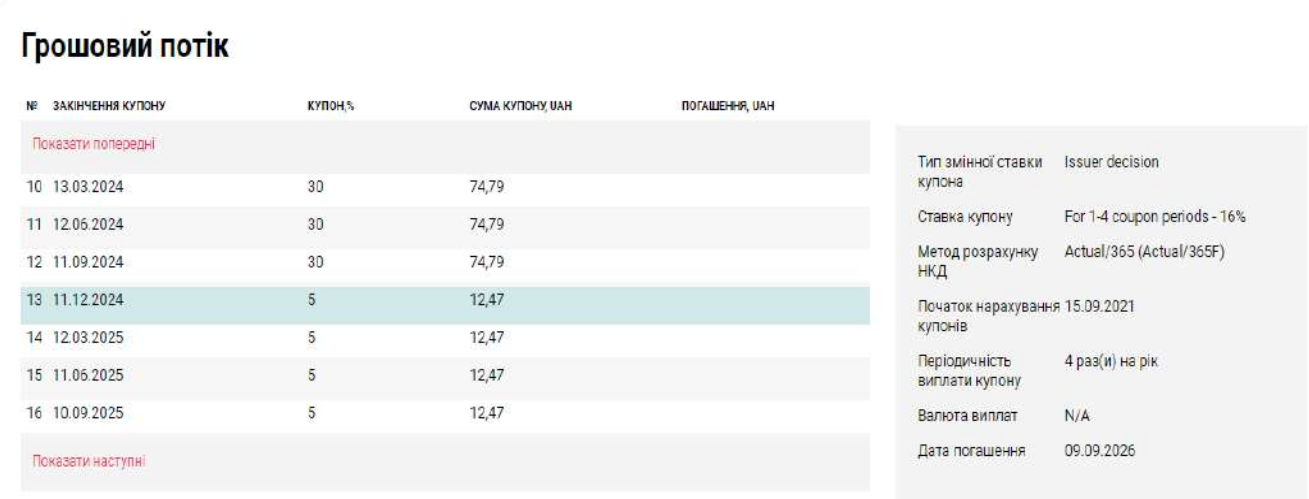
	ЕМІТЕНТ	ЕМІСІЯ
M/S&P/F	-/-/-	-/-/-
Credit-Rating	-	uaBBB-

Обсяг емісії	20.000.000 UAH
Обсяг розміщення	20.000.000 UAH
Обсяг в бігу	20.000.000 UAH
Еквівалент в USD	483.500,54 USD
Номінал	1.000 UAH
ISIN	UA5000008442
CFI	DBVUFR

Інформація щодо емісії 1-В ТОВ «Качай гроші»

Джерело: [246]

Додаток К.2



Грошовий потік

№	ЗАКІНЧЕННЯ КУПОНУ	КУПОН,%	СУМА КУПОНУ, UAH	ПОГАШЕННЯ, UAH
Показати попередні				
10	13.03.2024	30	74,79	
11	12.06.2024	30	74,79	
12	11.09.2024	30	74,79	
13	11.12.2024	5	12,47	
14	12.03.2025	5	12,47	
15	11.06.2025	5	12,47	
16	10.09.2025	5	12,47	
Показати наступні				

Тип змінної ставки купона	Issuer decision
Ставка купону	For 1-4 coupon periods - 16%
Метод розрахунку НКД	Actual/365 (Actual/365F)
Початок нарахування купонів	15.09.2021
Періодичність виплати купону	4 раз(и) на рік
Валюта виплат	N/A
Дата погашення	09.09.2026

Інформація щодо грошового потоку емісії 1-В ТОВ «Качай гроші»

Джерело: [246]

Додаток К.3

ЕСКА Капітал, 3-Е (19/2/2023, UA5000011214)

Калькулятор

Облігації

Статус	В обігу
Обсяг емісії	60.000.000 UAH
Розміщення	05.01.2024
Погашення (оферта)	25.10.2026 (-)
НКД на 18.09.2024	8,55 UAH
Країна ризику	Україна
Поточний купон	24,00%
Ціна	-
Дохідність / дюрація	-

	ЕМІТЕНТ	ЕМІСІЯ
M/S&P/F	-/-/-	-/-/-
Credit-Rating	uaAA-	uaAA-

Обсяг емісії	60.000.000 UAH
Номінал	1.000 UAH
ISIN	UA5000011214
CFI	DBFUFR

Інформація щодо емісії 3-Е ТОВ «ЕСКА Капітал»

Джерело: [247]

Додаток К.4

Грошовий потік

№	ЗАКІНЧЕННЯ КУПОНУ	КУПОН,%	СУМА КУПОНУ, UAH	ПОГАШЕННЯ, UAH
Приховати				
1	10.12.2023	24	19,73	
2	09.01.2024	24	19,73	
3	08.02.2024	24	19,73	
4	09.03.2024	24	19,73	
5	08.04.2024	24	19,73	
6	08.05.2024	24	19,73	
7	07.06.2024	24	19,73	
8	07.07.2024	24	19,73	
9	06.08.2024	24	19,73	
10	05.09.2024	24	19,73	
11	05.10.2024	24	19,73	
12	04.11.2024	24	19,73	
13	04.12.2024	24	19,73	
14	03.01.2025	24	19,73	

Ставка купону	24%
Метод розрахунку НКД	Actual/365 (Actual/365F)
Початок нарахування купонів	10.11.2023
Періодичність виплати купону	12 раз(и) на рік
Валюта виплат	N/A
Дата погашення	25.10.2026

Інформація щодо грошового потоку емісії 3-Е ТОВ «ЕСКА Капітал»

Джерело: [247]

Додаток К.5

Фастфінанс, 1-А (51/2/2021, UA5000006743)

Калькулятор

Облігації

Статус	В обігу
Обсяг емісії	15.000.000 UAH
Розміщення	08.08.2021
Погашення (оферта)	04.06.2026 (05.06.2025 PUT)
НКД на 18.09.2024	7,84 UAH
Країна ризику	Україна
Поточний купон	22,00%
Ціна	-
Дохідність / дюрація	-

	ЕМІТЕНТ	ЕМІСІЯ
M/S&P/F	-/-/-	-/-/-
Expert-Rating	Withdrawn	-

Обсяг емісії	15.000.000 UAH
Обсяг розміщення	15.000.000 UAH
Обсяг в обігу	15.000.000 UAH
Еквівалент в USD	361.620,06 USD
Номінал	1.000 UAH
ISIN	UA5000006743
CFI	DBVUFR

Інформація щодо емісії 1-А ТОВ «Фастфінанс»

Джерело: [448].

Додаток К.6

Грошовий потік

№	ЗАКІНЧЕННЯ КУПОНУ	КУПОН,%	СУМА КУПОНУ, UAH	ПОГАШЕННЯ, UAH
Приховати				
1	09.09.2021	22	54,85	
2	09.12.2021	22	54,85	
3	10.03.2022	24	59,84	
4	09.06.2022	24	59,84	
5	08.09.2022	22	54,85	
6	08.12.2022	22	54,85	
7	09.03.2023	22	54,85	
8	08.06.2023	22	54,85	
9	07.09.2023	22	54,85	
10	07.12.2023	22	54,85	
11	07.03.2024	22	54,85	
12	06.06.2024	22	54,85	
13	05.09.2024	22	54,85	
14	05.12.2024	22	54,85	
15	06.03.2025	22	54,85	
16	05.06.2025	22	54,85	
17	04.09.2025			

Тип змінної ставки купона	Issuer decision
Ставка купону	For 1-4 coupon periods - 22%
Метод розрахунку НКД	Actual/365 (Actual/365F)
Початок нарахування купонів	10.06.2021
Періодичність виплати купону	4 раз(и) на рік
Валюта виплат	N/A
Дата погашення	04.06.2026

Інформація щодо грошового потоку емісії 1-А ТОВ «Фастфінанс»

Джерело: [448].

Додаток К.7

Інформація щодо емісії 4-F ТОВ «Нова пошта».

Джерело: [449]

Додаток К.8

Інформація щодо грошового потоку емісії 4-F ТОВ «Нова пошта».

Джерело: [449]

Додаток К.9

Інформація щодо емісії 6-К АТ «ТАСкомбанк»

Джерело: [450]

Додаток К.10

Грошовий потік

№	ЗАКІНЧЕННЯ КУПОНУ	КУПОН,%	СУМА КУПОНУ UAH	ПОГАШЕННЯ, UAH
1	28.11.2024	16	39,89	
2	27.02.2025	16	39,89	
3	29.05.2025	16	39,89	
4	28.08.2025	16	39,89	
5	27.11.2025	16	39,89	
6	26.02.2026	16	39,89	
7	28.05.2026	16	39,89	
8	27.08.2026	16	39,89	
9	26.11.2026	16	39,89	
10	25.02.2027	16	39,89	
11	27.05.2027	16	39,89	
12	26.08.2027	16	39,89	
13	25.11.2027	16	39,89	
14	24.02.2028	16	39,89	
15	25.05.2028	16	39,89	
16	24.08.2028	16	39,89	
17	23.11.2028	16	39,89	
18	22.02.2029	16	39,89	
19	24.05.2029	16	39,89	
20	23.08.2029	16	39,89	
21	22.11.2029	16	39,89	
22	21.02.2030	16	39,89	
23	23.05.2030	16	39,89	

Тип змінної ставки купона	Issuer decision
Ставка купону	16%
Метод розрахунку НКД	Actual/365 (Actual/365F)
Початок нарахування купонів	29.08.2024
Періодичність виплати купону	4 раз(и) на рік
Валюта виплат	N/A
Дата погашення	17.08.2034

Інформація щодо грошового потоку емісії 6-К АТ «ТАСкомбанк»

Джерело: [450]

Додаток К.11

ТАС Дніпровагонмаш, 1-D (53/2/2020, UA5000004045)

Калькулятор

Облігації

Статус	В обігу
Обсяг емісії	50.000.000 UAH
Розміщення	19.11.2020
Погашення (оферта)	15.09.2025 (16.09.2024)
НКД на 16.09.2024	0 UAH
Країна ризику	Україна
Поточний купон	-
Ціна	-
Дохідність / дюрація	-

	ЕМІТЕНТ	ЕМІСІЯ
M/S&P/F	-/-/-	-/-/-
NRA-Ryurik	Suspended	-

Обсяг емісії	50.000.000 UAH
Обсяг розміщення	50.000.000 UAH
Обсяг в бігу	50.000.000 UAH
Еквівалент в USD	1.208.751,36 USD
Номінал	1.000 UAH
ISIN	UA5000004045
CFI	DBVUGR

Інформація щодо емісії 1-D ТОВ «ТАС Дніпровагонмаш»

Джерело: [451]

Додаток К.12

Грошовий потік

№	ЗАКІНЧЕННЯ КУПОНУ	КУПОН,%	СУМА КУПОНУ, UAH	ПОГАШЕННЯ, UAH
Приховати				
1	21.12.2020	14	34,9	
2	22.03.2021	14	34,9	
3	21.06.2021	14	34,9	
4	20.09.2021	14	34,9	
5	20.12.2021	14	34,9	
6	21.03.2022	14	34,9	
7	20.06.2022	14	34,9	
8	19.09.2022	14	34,9	
9	19.12.2022	14	34,9	
10	20.03.2023	14	34,9	
11	19.06.2023	14	34,9	
12	18.09.2023	14	34,9	
13	18.12.2023	17	42,38	
14	18.03.2024	17	42,38	
15	17.06.2024	17	42,38	
16	16.09.2024	17	42,38	

Тип змінної ставки купона	Issuer decision
Ставка купону	On 1-4 coupons - 14%, on 5-20 coupons - set by Directorate
Метод розрахунку НКД	Actual/365 (Actual/365F)
Початок нарахування купонів	21.09.2020
Періодичність виплати купону	4 раз(и) на рік
Валюта виплат	N/A
Дата погашення	15.09.2025

Інформація щодо грошового потоку емісії 1-D ТОВ «ТАС Дніпровагонмаш»

Джерело: [451]

ДОДАТОК Л

Додаток Л.1

Погляди на походження, роль та значення еліт

Автор	Опис
Платон	Вважав, що еліта – це насамперед ті, хто здатен діяти не для власного збагачення, а в інтересах цілого. Бути елітою – не привілей, а обов'язок, і лише ті, хто володіє істинним знанням про справедливість, добро і порядок, мають право керувати державою, а їхня влада має ґрунтуватися не на статках чи походженні, а на розумі та освіченості. Втрата елітою чеснот і розуму спричиняє деградацію всього суспільства. Він описував, як влада поступово вироджується від однієї форми до іншої, кожна наступна з яких – гірша: аристократія → тимократія → олігархія → демократія → тиранія. Демократія, за Платоном, – не ідеал, бо народ обирає некомпетентних, популістичних лідерів, і це відкриває шлях до тиранії.
Ф. Л. Зекендорф	В період існування роздроблених німецьких князівств, формуючи настанови для свого сюзерена, вказував, що право королів і правителів керувати країною передбачає обов'язок розвивати державу. Завданням економістів (науковців, філософів) при цьому він вважав радити, допомагати, наставляти очільників, аби вони сумлінно виконували свої обов'язки перед державою. Він стверджував, що чим кращі правителі, то багатше населення, а успішність еліт загалом слід оцінювати за рівнем достатку населення.
Р. Міхельс	В рамках свого «залізного закону олігархії» розглядав еліту як неминучий результат організаційного розвитку будь-якої масової структури. На його думку, еліта виникає не тому, що прагне влади, а в першу чергу тому, що масам складно самоорганізуватись і постійно колективно приймати рішення. Тому будь-яка організація неминуче стає олігархічною, так як організаційні потреби (як от ефективність процесу прийняття рішень, тощо) призводить до концентрації влади в руках невеликої групи лідерів, і ці лідери з часом починають переслідувати власні інтереси, а не інтереси групи. Здобувши владу, вони починають вживати заходів для збереження статусу-кво: обмежують внутрішню демократію, блокують нових лідерів, контролюють канали комунікації та розподіл ресурсів або доступу до них. Крім цього, олігархії відтворюють самі себе не лише в цій самій групі, що перебуває при владі, а й тоді, коли нова група перехоплює владу. Нові лідери з радикальними обіцянками в підсумку не приносять нічого нового, а лише те саме, що уже було. Дослідник вважав демократію неефективною, тому що люди некомпетентні та інертні, тому всі демократії керуються елітами, а народна воля завжди опосередковується через лідерів.
В. Парето	Описував еліту як тих, хто досягає найвищих результатів у певній сфері (армія, влада, бізнес тощо), ті, хто найкраще пристосований для боротьби за владу. Для обґрунтування та легітимізації домінування меншості над більшістю еліти використовують ідеологічні виправдання різного роду (як от релігія, демократія тощо). Еліти завжди діють виключно у своїх власних інтересах, але з часом втрачають свою життєздатність, корумпуються і втрачають підтримку. Тому існує тенденція до циркуляції еліт (старі вироджуються, а нові приходять на їх місце). Без такого оновлення суспільство є небезпечним.
Г. Моска	Свого часу вважав, що елітою є саме правлячий політичний клас, що виступає організованою меншістю та яка має контроль над інституціями. Елітна влада є неуникною, тому що меншості легше організуватись, ніж розрізненій більшості,

	а поділ на «панівну мешість» та «керовану більшість» є вічним. Для легітимізації свого правління еліти використовують певну політичну формулу. Демократія при цьому виступає лише ілюзією рівності. Попри те, що сама еліта виступає лише технологією влади, але не є носіями цінностей, а метою є власне утримання влади, склад правлячого класу може змінюватись через прихід нових членів (з нижчих шарів суспільства або інших елітних груп), які мають певні якості, що роблять їх придатними до управління.
Ч. Р. Міллс	Вважав, що елітою є вузька верхівка: вищий менеджмент корпорацій та фінансових інститутів, вище командування збройних сил країни, політична бюрократія. Це закрита система влади, що діє поза контролем звичайних громадян. Еліти монополізують владу, приймають ключові рішення поза демократичним контролем, а ліберальна демократія перетворена в керовану систему з обмеженою участю громадян, які спрямовуються у напрямку, необхідному для виконання цих рішень. Ч. Р. Міллс вважав, що рішення, які приймаються елітою поза громадянським контролем, часто не достатньо обґрунтовані та можуть призвести до негативних наслідків (війни, кризи тощо), за які дані особи не понесуть відповідальності перед суспільством.
Т. Р. Дай	Зазначав, що еліта – це організована меншість, яка управляє неорганізованою більшістю. Вона формується з представників політики, бізнесу, ЗМІ, вищих академічних структур, які мають спільні інтереси і підтримують один одного, щоб зберігати вплив і владу. Т. Р. Дай підкреслював, що еліти не змінюються часто і мають механізми самовідтворення: еліти контролюють доступ до висококласної освіти, кар'єрного росту та інформації. Таким чином, нові члени еліти переважно походять з тих самих соціальних верств, що і поточні. Еліти використовують засоби масової інформації та освітні інституції для формування поглядів і цінностей суспільства, тим самим укріплюючи своє положення. У демократичному суспільстві формально існує участь громадян у виборах, однак дійсний вплив на внутрішні політичні процеси має лише еліта. Як наслідок, демократія у сучасному світі є радше процедурною, ніж реальною, а керують державою ті, хто має доступ до ресурсів – фінансових, інтелектуальних та організаційних.
Л. Склер	Досліджував питання глобальної еліти як транснаціонального капіталістичного класу (ТКК), який формує глобальну економіку, політику та культуру в інтересах транснаціонального капіталу. Ця нова еліта виходить за межі держав, працює не в інтересах націй, а в інтересах глобального капіталу. Поділяється на чотири фракції: корпоративна фракція (топ-менеджери транснаціональних компаній), державна фракція (політики та чиновники, які проводять неоліберальні реформи та сприяють глобалізації), технічна фракція (експерти, науковці, консультанти, які обслуговують ТНК), фракція глобальних ЗМІ (журналісти, медіа-власники, які формують підтримку глобального капіталізму). Глобалізація є ідеологією, яку просуває ТКК для легітимації свого панування. Сучасні еліти більше не мислять в національних категоріях, і тому замість національного капіталізму вони будують глобальний. Відповідно, ці нові еліти лояльні не до окремої держави, а до глобального економічного порядку, де капітал, виробництво та культура рухаються через кордони. В підсумку, великі корпорації мають більший вплив, ніж цілі держави, глобальні інституції (Світовий банк, МВФ, СОТ) виступають інструментами ТКК, а рішення урядів стають схожими (неоліберальна політика, приватизація, дерегуляція).
Лі Куан Ю	Стверджував, що еліта – це не просто люди з гарною освітою чи багатством, а це люди, що мають бачення, характер і здатність до дії. Для успішного розвитку країни необхідно залучати до управління найбільш талановитих та компетентних людей. Для цього повинна існувати система освіти та відбору

	кадрів, яка б забезпечувала виявлення та розвиток талантів. Власне еліта повинна бути ефективною та відданою служінню суспільству, забезпечуючи ефективне управління та високий рівень життя для всіх громадян. Якщо передати владу невігласам або популістам, нація буде приречена, в підсумку суспільство отримає другосортних лідерів та третьосортні результати. Для уникнення корупції та залучення талантів на державну службу він вважав, що має бути система високих зарплат для державних чиновників.
В. Галасюк	Фокусується на економічній ролі еліти, вказуючи на її роль у формуванні інноваційної економіки, утриманні людського капіталу та реалізації стратегічних програм розвитку.
С. Дацюк	Зосереджується на моральних, культурних і цивілізаційних аспектах еліти, підкреслюючи її роль у формуванні мислення, єдності, стратегічного бачення та здатності до змін. Варто зазначити, що С. Дацюк розрізняє поняття «правлячий клас», який визначається виключно правлінням певними територіями, та «еліту», яка визначається цивілізаційними процесами, які вона здійснює. Дослідник вважає, що український правлячий клас це колоніальна влада всередині власної країни, яка замість того, аби звільнити працю і дбати про інтелект, продовжує збагачуватися шляхом внутрішнього колоніалізму, він завжди зорієнтований назовні і сприймає суспільство лише як джерело збагачення, де за рахунок ренти отримують багатство і виводять його за межі країни. Спільним в поглядах з В. Галасюком можемо відмітити те, що еліта в Україні має бути не тільки владною, а й ціннісно та інтелектуально спроможною, але наразі ми маємо брак відповідальної еліти, і це є однією з головних перешкод модернізації країни.

Джерело: складено автором за: [7; 350-357; 452-454].

Додаток Л.2

Класифікації проявів національної культури

Рівень прояву (цінність)	***Пояснення***
Г. Хофстеде	
Дистанція влади.	Толерантність до нерівності у владі, статках, статусі. Цей вимір стосується того факту, що не всі індивіди в суспільствах є рівними, і він виражає ставлення культури до цієї нерівності між нами. Дистанція влади визначається як ступінь, до якого менш впливові члени інституцій та організацій у межах країни очікують і приймають те, що влада розподілена нерівномірно
Індивідуалізм та колективізм.	Основне питання, яким займається цей вимір, полягає у ступені взаємозалежності, яку суспільство підтримує між своїми членами. Це стосується того, чи визначається уявлення людей про себе в термінах «Я» або «Ми». В індивідуалістичних суспільствах люди повинні піклуватися лише про себе та свою безпосередню родину. У колективістських суспільствах люди належать до «своїх груп», які піклуються про них в обмін на лояльність
Мотивація.	Високий бал (орієнтація на Рішучість/Перемогу) за цим виміром вказує на те, що суспільство керуватиметься конкуренцією, досягненнями та успіхом, причому успіх визначатиметься переможцем / найкращим у своїй галузі – ця система цінностей починається в школі та продовжується протягом усього організаційного життя. Низький бал (орієнтація на Консенсус) за цим

	виміром означає, що домінуючими цінностями в суспільстві є турбота про інших та якість життя. Консенсусне суспільство – це те, де якість життя є ознакою успіху, а виділятися з натовпу не є бажаним. Фундаментальне питання тут полягає в тому, що мотивує людей: прагнення бути найкращим (орієнтація на Рішучість/Перемогу) чи задоволення від того, що робиш (орієнтація на Консенсус)
Уникнення невизначеності.	Вимір «Уникнення невизначеності» стосується того, як суспільство справляється з тим фактом, що майбутнє ніколи не може бути повністю відомим: чи варто нам намагатися контролювати майбутнє, чи просто дозволити йому розвиватися? Ця неоднозначність породжує тривогу, і різні культури навчилися справлятися з цією тривогою по-різному. Ступінь, до якої члени культури відчувають загрозу від неоднозначних або невідомих ситуацій, та створені ними вірування та інститути, що намагаються уникнути таких ситуацій, відображається у показнику «Уникнення невизначеності»
Довго- чи короткострокова орієнтація.	Наскільки культура прикипає до усталених традицій. Цей вимір описує, як кожне суспільство повинно підтримувати певні зв'язки зі своїм минулим, одночасно справляючись із викликами сьогодення та майбутнього, і суспільства по-різному розставляють пріоритети для цих двох екзистенційних цілей. Нормативні суспільства, які мають низький бал за цим виміром, наприклад, віддають перевагу збереженню перевірених часом традицій і норм, ставлячись до суспільних змін з підозрою. Ті ж, чия культура має високий бал, навпаки, застосовують більш прагматичний підхід: вони заохочують ощадливість та зусилля в сучасній освіті як спосіб підготовки до майбутнього
Потурання бажанням.	Одним із викликів, що стоїть перед людством, як нині, так і в минулому, є ступінь соціалізації маленьких дітей. Без соціалізації ми не стаємо «людьми». Цей вимір визначається як ступінь, до якого люди намагаються контролювати свої бажання та імпульси, виходячи з того, як вони були виховані. Відносно слабкий контроль називається «Дозволеністю», а відносно сильний контроль – «Стриманістю». Таким чином, культури можна описати як Дозволені або Стримані.
Ф. Тромпенаарс	
Універсалізм та конкретивізм.	Важливіші правила чи стосунки? Універсалізм. Правила та закони важливіші за особисті стосунки. До всіх ставляться однаково. Довіра будується на надійності та дотриманні правил. Партикуляризм. Особисті стосунки та обставини важливіші за загальні правила. Довіра будується на особистих зв'язках та лояльності.
Індивідуалізм та колективізм.	Важливіші інтереси свої чи групи? Індивідуалізм. Пріоритет віддається особистим цілям та незалежності. Окремі досягнення цінуються вище. Колективізм. Пріоритет віддається груповим цілям та колективній відповідальності. Злагода та гармонія в групі є ключовими
Специфічність та розпорошеність.	Як поєднується життя та робота? Чи є робота частиною життя? Специфічні культури. Робочі та особисті відносини чітко розділені. Люди мають окремі ролі для різних сфер життя. Дифузні культури. Межі між робочими та особистими відносинами

	розмиті. Люди інтегрують різні аспекти свого життя, і особисті зв'язки часто впливають на професійні.
Нейтральність та емоційність.	Чи прийнятно демонструвати емоції. Нейтральні культури. Вираження емоцій контролюється. Люди прагнуть бути об'єктивними та раціональними. Емоційні культури. Вираження емоцій є природним і прийнятним. Люди відкрито виявляють свої почуття
Досягнення та статус.	Важливішими є результати чи знайомства? Досягнення. Статус та повага заробляються завдяки особистим досягненням, компетентності та результатам. Приписування статусу. Статус та повага визначаються за народженням, віком, статтю, походженням або посадою.
Послідовність та синхронність.	Організація підходу до вирішення справ. Чи допускається паралельне виконання задач. Послідовний час (Sequential Time). Час сприймається лінійно, події відбуваються послідовно. Фокус на плануванні, пунктуальності та одному завданні за раз. Синхронний час (Synchronous Time). Час сприймається циклічно або багатовимірно. Багато подій можуть відбуватися одночасно. Гнучкість у планах та менша увага до пунктуальності.
Внутрішня та зовнішня орієнтація.	Обставини долаються чи приймаються? Внутрішній контроль. Люди вірять, що можуть контролювати своє оточення та долю. Вони активно впливають на обставини. Зовнішній контроль. Люди вірять, що зовнішні сили (доля, природа) контролюють їхнє життя. Вони пристосовуються до обставин, а не намагаються їх змінити.
Р. Льюіс.	
Опис критеріїв класифікації.	
Сприйняття часу.	Як культури ставляться до минулого, теперішнього та майбутнього, як вони дотримуються графіків (монохронно чи поліхронно)
Комунікація.	Стиль вербального та невербального спілкування (прямий/непрямий, емоційний/стриманий, використання пауз).
Виконання завдань.	Підхід до роботи (одне завдання за раз, багато завдань одночасно, орієнтація на результат або на процес).
Особистісні риси.	Пріоритет особистих стосунків над правилами, ступінь емоційності, відкритість.
Класифікація культур	
Лінійноактивні культури (Англосаксонські країни та західні демократії)	
Сприйняття часу	Час сприймається як **лінійний і подільний ресурс**. Завдання виконуються послідовно, одне за одним.
Комунікація	Низькоконтекстна комунікація, відвертість, прямолінійність
Виконання завдань.	Пріоритетом є **виконання завдань** і досягнення результатів. Відносини будуються на основі **компетентності та професіоналізму**, а не особистих зв'язків.
Особистісні риси	Організовані та дисципліновані, прямі, наполегливі та рішучі.
Мультиактивні культури (Африка, Близький Схід (крім Ізраїлю), Південна Америка, Середземноморські країни, Південна Європа, Східна Європа.)	
Сприйняття часу.	Час як гнучкий ресурс. Гнучкість у часі та багатозадачність.
Комунікація.	Висококонтекстна та емоційна комунікація, перебивання.
Виконання завдань.	Пріоритетність особистих стосунків, сімейна орієнтація, мережування, лояльність.

Особистісні риси.	Товариські, емоційні та імпульсивні, не завжди дотримуються правил.
Реактивні культури (Китай, Японія, Корея, В'єтнам, Сінгапур, Індонезія, Філіппіни, Таїланд).	
Сприйняття часу	Поліхронне або циклічне сприйняття часу, завдання виконуються тоді, коли це необхідно, часто з фокусом на якості та гармонії, а не на жорстких дедлайнах
Комунікація	Повага та слухання як основа комунікації, висококонтекстна комунікація, важливість «збереження статусу».
Виконання завдань.	Пріоритет гармонії та колективу, повага до старших та ієрархії.
Особистісні риси.	Ввічливі та шанобливі, спокійні та стримані, терплячі та витривалі, схильні до опосередкованих висловлювань і частого використання метафор, неохоче виражають власну думку прямо.
М. Гельфанд	
Щільні культури.	Мають вказівні правила прийнятної поведінки, у разі порушення якої настають негативні наслідки (Азія, частина Африки, Сходу, частина країн Східної та Південної Європи, Італія, Португалія, Греція).
Розслаблені культури.	Толерантні правила щодо суспільно прийнятної поведінки, м'які наслідки за їх порушення (країни Скандинавії, Західна Європа, англосаксонські культури, Бразилія). Загалом ступінь культурної жорсткості або вільності, що відображає суворість дотримання соціальних норм, істотно впливає на різні аспекти суспільного життя, включно з рівнем довіри до інститутів та схильністю до корупції. Культури з низьким ступенем нормативної жорсткості (так звані «вільні» культури) можуть мати менш розвинені неформальні механізми соціального контролю, що за певних умов, особливо за слабкості формальних інститутів, здатне сприяти зловживанням.
Ш. Шварц	
Універсалізм.	Потреба в суспільній справедливості, опікування добробутом своїх та інших. Регулює запит на однакові правила. Мотивує укладати угоди на основі фаху. Впливає на міру прояву впливає ефективність та прозорість роботи формальних інститутів. Низький рівень в країнах, що розвиваються. Визначає механізм застосування верховенства права та винятків з цієї норми.
Добросердя.	Збереження та примноження добробуту тих, з ким близько взаємодієш. Регулює потребу у піклуванні про добробут людей із найближчого кола довіри. У поєднанні з високим проявом безпеки, конформності та традицій добросердя поглиблює поляризацію. Чим вище добросердя, тим менш ефективно працює верховенство права (працює вибірково) і тим вище цінується лояльність (відданість, підтримка важливих стосунків, готовність пробачати помилки), надійність (потреба у справжній дружбі).
Конформність.	Утримання від вчинків, що конфліктують із суспільними нормами. Регулює потребу в поведінці, що не викликає осуду та отримує схвалення. Впливає на дотримання правил, домовленостей, формування авторитетів. Пов'язані з мірою колективізму та ефективністю роботи формальних інститутів: що ефективніші інститути, то менше конформізму. Що більша розбіжність між цінностями інститутів та громадян, то вища міра конформності. Що сильніша поляризація суспільства, то вища конформність

Традиційність.	Дотримання поваги до усталених норм та традицій. Регулюють потребу в дотриманні узвичаєних способів проживання емоцій (канони, традиції). Пов'язані з думкою та сприйняттям. Притаманні суспільствам із зовнішнім локусом контролю
Безпека	Безпека та стабільність щодо себе та суспільства. Регулює потребу в убезпеченні від загроз та прагнення до стабільності. У загрожених суспільствах прояв цього кластера дуже високий, що гальмує суспільний та інститутивний розвиток. Надмірно проявлена цінність утримує людей в режимі виживання, коли важливішими є швидкі рішення та результати, які гарантуються зв'язками через низьку довіру до інститутів. За високих рівнів прояву дуже складно впроваджувати довгострокові системні реформи.
Багатство (сила).	Статус, контроль над ресурсами чи поведінкою людей. Регулює схильність до просування власних інтересів шляхом контролю за всіма доступними аспектами того, що відбувається. Що вищий прояв сили, то менша зацікавленість громадян у співпраці. Що вищий прояв сили, то різкіше виражено у незаможних негативне ставлення до заможних, що посилює поляризацію суспільства. Проявляється в трьох ключових цінностях: домінування над іншими, потреба примусу; багатство та потреба контрою оточення; збереження статусу та потреба в збереженні репутації.
Досягнення.	Потреба в досягненні успіху через демонстрацію компетентності згідно суспільних стандартів. Регулює мотивацію через ефективність та компетентність, виконання завдань. Досягнення відчуваються як такі, що здобуті власними силами. Для розвитку такої цінності у громадян має бути тривалий досвід взаємодії з ефективними інститутами.
Гедонізм.	Прагнення задовольнити свої бажання, прояв залежить від ступеня планованості життя, роботи інститутів, системи виховання та освіти.
Стимуляція.	Потреба в насиченості життя, сприйняття життя як захопливого, а не загрозливого. Регулює потребу в насиченому житті, що мотивує і надає силу через новизну та виклики. Проявлена в суспільствах із високою часткою людей із високим доходом та довгостроковим горизонтом планування (англосаксонські країни, Франція, Нідерланди, країни Скандинавії). Для цього потрібен тривалий період без воєн та потрясінь, щоб громадяни звикли до планування життя та бачили, як плани втілюються.
Самостійність (самокерованість).	Потреба в автономності прийняття рішень, діях, мисленні. Регулює розвиток, компетентність, схильність до автономного ухвалення рішень. На дану цінність впливає ефективність формальних інститутів, якість та розмаїття інформаційних джерел.
Р. Інглегард	
Традиційні цінності.	Важливість релігії, сімейних зав'язків, високий рівень національної гордості, націоналістичний світогляд.
Секулярно-раціональні цінності.	Менший прояв традиційних цінностей, досягнення та праця можуть замінити брак статусу та зав'язків.
Цінності виживання.	Важливість безпеки, етноцентричний світогляд, низький рівень довіри та толерантності, важливість майна та статусу, критерій «свій-чужий» є критично важливим для співпраці, мають низький рівень довіри та толерантності до «інших», а також часто асоціюються з авторитарними схильностями.
Цінності	Надають пріоритет самовираженню, якості життя, екологічній

самовираження (самопрояву).	свідомості, громадянській участі, гендерній рівності, толерантності до різноманітності, зростання запиту на участь у прийнятті рішень в економічному та політичному житті, верховенство права, свободи слова; мають високий рівень довіри.
Загальна концепція	Поступальний економічний розвиток детермінує трансформацію ціннісних орієнтацій суспільства, що проявляється у переході від цінностей виживання до цінностей самовираження, а також від традиційних до секулярно-раціональних цінностей. Ці ціннісні зсуви, своєю чергою, мають значний вплив на процеси інституціоналізації, якість державного управління, формування рівня суспільної довіри та, як наслідок, на поширеність і типологію корупційних проявів. Автори констатують, що суспільства, які характеризуються домінуванням цінностей самовираження (що асоціюються з пріоритетом індивідуальної автономії, толерантності та критичного мислення) у поєднанні з високим рівнем узагальненої довіри (тобто довіри як до незнайомців, так і до формальних інститутів), демонструють вищу схильність до ефективного державного управління, низького рівня корупції та становлення міцних демократичних інститутів. На противагу цьому, у суспільствах, де переважають цінності виживання (з акцентом на безпеці, матеріальному добробуті та авторитарних тенденціях) у поєднанні з низькою узагальненою довірою (навіть за наявності високої партикулярної довіри до близького кола), часто спостерігаються явища клієнтелізму, непотизму та системної корупції.
Г. Тріандіс	
Види індивідуалізму та колективізму	
Горизонтальний.	Діалог та рівність, унікальність замість конкуренції, фах як умова успіху, діалог та компроміс, переконання і пояснення; розмаїття від патерналізму до егалітарності; менша схильність до авторитаризму.
Вертикальний.	Ієрархія та конкуренція за статус; домінування як умова успіху та впливу; діалог і компроміс як ознака слабкості; тиск і безкомпромісність як ознака сили; примус замість переконання; заборона замість пояснення; тяжіння до патерналізму, популізму та авторитаризму. Можуть проявлятись одночасно в різних аспектах життя.
Горизонтально-індивідуалістичні культури	
Держава та інститути	Надійні та ефективні, взаємодія з ними не потребує зав’язків.
Ключова ціннісна риса	Автономність
Заохочувальна поведінка	Культивувати відмінність від інших без вивищення статусу.
Запорука успіху	Уміння критично мислити та приймати рішення.
Особливість	Поверхневий рівень соціальних відносин.
Взаємодія	Через консенсус та спільне рішення.
Горизонтально-колективістичні культури	
Інститути	Історично слабкі та неефективні, Для досягнення цілей необхідно покладатись на мережу людей, наявне патерналістське лідерство.
Ключові ціннісні риси	Взаємозалежність та взаємодія.
Заохочувальна поведінка	Усвідомлювати себе як подібного до інших, належність до групи, пріоритетність виконання зобов’язань перед критичними для людини

	групами.
Запорука успіху	Опиратись на належність до групи, вкладати час у формування міцних особистих відносин.
Особливість	Низька ефективність суспільних інститутів через високий вплив особистих відносин.
Взаємодія	Пошук згоди у своїй групі, керувати командою може тільки легітимізований нею лідер.
Вертикально-індивідуалістична культура	
Інститути	Ефективні інститути, діють правила, які дають можливість покращити свій статус.
Ключові ціннісні риси	Конкуренція та гедонізм.
Заохочувальна поведінка	Відрізнятись хоч чимось, мислити нестандартно.
Запорука успіху	Уміти і прагнути конкурувати.
Особливість	Інституційне стимулювання трудоголізму, сприйняття статусу та успіху як найвищої людської якості.
Взаємодія	Демонстрація статусу є схвальною, фокус на власних інтересах, дотримання домовленостей, обмін особистими послугами.
Вертикально-колективістичні культури	
Інститути	Повністю залежні від ланцюгів зав'язків людей, які в них працюють.
Ключові ціннісні риси	Багаторівнева соціальна організація та вузьке довірене коло.
Заохочувальна поведінка	Брак легітимності індивідуума без приналежності до групи, прагнення підвищити свій статус в рамках своєї групи.
Запорука успіху	Не заперечувати рішення своєї спільноти, підвищення статусу в групі через заслуги перед нею, м'яка поведінка може нашкодити кар'єрному зростанню.
Особливість	Тяжіють до авторитаризму, оскільки громадяни свідомо делегують прийняття засадничих рішень обмеженій кількості людей «нагорі», усуваючись від участі. Не приймати рішень та ні за що не відповідати – серед типових ознак широких мас населення. Без налагоджених зав'язків державні інститути функціонують неефективно.
Взаємодія	Ієрархічний склад суспільства, стимулювання ефективної поведінки через накази, тиск, примус. Автоматичне очікування послуху від підлеглих. Демонстрація статусу та домінування. Необов'язкове дотримання домовленостей. Необов'язкове озвучення правди та повної інформації.
М. Стародубська	
Індивідуалізм та колективізм.	1. Колективізм: автоматична субординація інтересів однієї людини інтересам групи чи інституту, до яких вона належить. 2. Індивідуалізм: індивідуальний вибір превалює над інтересами групи, інструменти примусу є неефективними. Сюди відносять більшість країн Європи, США, Канада. Визначення переважаючого культурного типу (або їхнього поєднання) є важливим для розробки дієвої державної політики, успішної взаємодії на міжнародній арені, а також для створення соціальних інститутів, що відповідають ментальним моделям та очікуванням населення. Індивідуалізм – характеристика суспільства, у якому відносини між людьми відносно слабкі, а колективізм – характеристика суспільства,

	у якому зв'язки між людьми критично важливі для захисту інтересів та досягнення результатів. Відповідно, фокус у взаємодії тримається на збереженні стосунків, поведінка особи залежить від вимог групи, розуміння прихованого контексту розмови є важливим для успіху та співпраці, а прохання про послугу – вважається елементом найвищої довіри (в індивідуалістичних суспільствах – прояв непотизму). Характеристиками колективізму є наявність чіткої межі між «своїми» та «чужими», довіра та пріоритизація інтересів «своїх», подвійні стандарти та узвичаєність публічної і приватної поведінки, надзвичайна важливість елементів статусу, інститутивна заохочуваність адаптивності поведінки людей, особливо під тиском людей, вищих за статусом. В рамках власне колективізму дослідники виділяють фамілізм, компаньйонство та патріотизм [431].
Незалежність та взаємозалежність.	Визначають, наскільки люди покладаються на себе чи на ланцюги довірених людей у досягненні життєвих результатів. 1. Орієнтація на незалежність підтримується системою ефективно функціонуючих суспільних інститутів, які заохочують до автономності, самопрояву та покладання на власні зусилля і можливості в ухваленні рішень та плануванні життя. 2. Орієнтація на взаємозалежність: люди бачать себе частиною мережі суспільних зав'язків і відносин, без яких за умови неефективно функціонуючих інститутів робить досягнення особистих цілей є неможливим; сюди відносять Східну та Південну Європу, Середземноморські країни, Південну Америку, Близький Схід, Азію, Африку (крім ПАР).
Аналітично-холістичне мислення.	1. Аналітичне мислення притаманне країнам із високою ефективністю формальних інститутів, демократії та верховенства права, за яких громадянин менше залежить від своїх зав'язків та знайомств, а життєвих результатів може досягти, виконуючи правила та вимоги. 2. Холістичне мислення: людина у життєвій взаємодії фокусується на контексті, в якому це відбувається, та на відносинах, які є при цьому. Холістичні країни мають низький рівень суспільної довіри, за якого лише ближнє коло вартує справедливої поведінки та виконання зобов'язань.
Вертикально-горизонтальна орієнтація.	Тяжіння до статусу, впливу, домінування чи до егалітарної взаємодії; толерантність до людей з високим рівнем впливу. Горизонтальні: Скандинавські країни, Австралія, Нова Зеландія. Вертикальні: решта світу.
Щільність-розслабленість.	Щільні – коли норми поведінки чітко визначені. Розслаблені – коли норми гнучкі, а девіантна поведінка толерується.
Високе чи низьке уникнення невизначеності.	Тяжіння суспільства до контролю, здатність функціонувати у швидкозмінюваних умовах. 1. Високий рівень: суворі вимоги до належної поведінки, низька толерантність до інакшості, передбачуваність – запорука успіху. Сюди відносяться Німеччина, Італія, Бельгія, Греція, Португалія, Японія, Південна Корея, Україна 2. Середній рівень: повага до системи, при цьому є відкритими до нових ідей, заохочують креативне мислення. Низький рівень: найлегше ставляться до непередбачуваного розвитку подій, змін; легко адаптуються.
Зв'язок між минулим	1. Висока довгострокова орієнтація: прикипають до усталених

та майбутнім.	традицій, суспільних зобов'язань, неписаних правил; мають потребу у розумінні зв'язку минуле-теперішнє-майбутнє; опора на довгострокову довіру, відносини, особи, а не на системи; порушення правил пробачать статусній людині, а не комусь без статусу. До цієї групи входять: Японія, Китай, Британія, Німеччина, Іспанія, Україна, Швейцарія, Казахстан, Болгарія. 2. Низька довгострокова орієнтація: адаптивні до змін, цінують гнучкість, фокус на результатах, досягненнях та надійності у виконанні домовленостей, фіксованість понять правда-неправда, що спричинює прецедентність суджень.
Внутрішній чи зовнішній локус контролю.	1. Зовнішній: все навколо відбувається під впливом зовнішніх обставин, обмеження свого впливу на події, довіра впливовим людям та лідерам думок. До даної групи входять: Індія, Україна, Китай, Японія, Молдова, Румунія, Саудівська Аравія, Азербайджан. 2. Внутрішній: власна відповідальність за життя, відкрите обговорення проблем та помилок.
Моно- чи полісинхронність.	Ментальне сприйняття часу, підхід до виконання роботи, пунктуальність, дотримання дедлайнів. 1. Монохронічні культури: час – гроші, лінійне планування, життя відділене від роботи. 2. Поліхронічні: людські відносини важливіші за економію часу, нелінійне планування, пріоритизація за важливістю, переплітання життя та роботи, мультизадачність. До даної групи входять: Україна, Італія, Греція, Японія, Китай, Італія, Близький Схід.
Д. Аджемоглу, Дж. Робінсон	
Характеристики атрибутів національної культури	
Вкорінені атрибути національної культури	Слугують обмеженнями для змін, складно змінюються, накладають обмеження на вибір та поведінку людей
Відокремлені атрибути культури	Можуть змінюватись під тиском значущих впливів без істотної руйнації інших
Абстрактні атрибути культури	Мають низку валідних інтерпретацій, що дають змогу їх носіям вдаватись до різних інституто доречних патернів поведінки
Специфічні атрибути культури	Мають одну інтерпретацію і не підлягають модифікації
Типи культур за різного поєднання атрибутів	
Вкорінені та специфічні	Вкорінені культури виникають при поєднанні вкорінених та специфічних атрибутів.
Відокремлені та абстрактні	Флюїдні культури мають виникають при поєднанні відокремлених та абстрактних атрибутів.
Вкорінені та абстрактні, специфічні та відокремлені	Проміжні культури. У країні діють як чітко окреслені, глибоко вкорінені та стійкі до системних змін норми, при цьому можлива еволюція частини інших норм.

Джерело: складено автором за: [332-339; 455-458].

Додаток Л.3

Десять ціннісних кластерів Шварца

Цінність	***Результати опитувань та коментарі***
Універсалізм	Потреба в суспільній справедливості, опікування добробутом своїх та інших. Регулює запит на однакові правила та мотивує укладати угоди на основі фаху, визначає механізм застосування верховенства права та винятків з цієї норми. На міру прояву впливає ефективність та прозорість роботи формальних інститутів, тому в країнах, що розвиваються, спостерігається низький рівень універсалізму. 1. 72% громадян не довіряють державному апарату. 2. 66% довіряє громадським організаціям. Оцінка проявленості кластеру цінностей «універсалізм» вказує на те, що представники громадських організацій можуть бути архітекторами тих правил, які суспільство загалом буде виконувати. Це варто враховувати при розробці та просуванні державних політик та програм.
Самостійність (самокерованість)	Потреба в розвитку, компетентності та автономності прийняття рішень, діях, мисленні. На неї впливає ефективність формальних інститутів, якість та розмаїття інформаційних джерел. 1. Найменш розвинена в когорти понад 61 рік. 2. Середній рівень в когорти 41-61 рік. 3. Найвищий рівень у когорти до 40 років. Виходячи з оцінки проявленості кластеру цінностей «самостійність» можна зробити висновок, що під час впровадження реформ, ухваленні рішень на рівні держави необхідні масові роз'яснювальні кампанії. Важливою є позиція конкретних лідерів думок для кожної когорти, тому що існує сильний запит на патерналізм.
Стимуляція.	Потреба в насиченості життя, сприйняття життя як захопливого, а не загрозливого. Проявлена в суспільствах із високою часткою людей із високим доходом та довгостроковим горизонтом планування (англосаксонські країни, Франція, Нідерланди, країни Скандинавії). Для цього потрібен тривалий період без воєн та потрясінь, щоб населення звикло до планування життя та бачило, як плани реалізовуються. 1. 44% опитаних не будують планів взагалі. 2. 18% планують максимум на 6 місяців. 3. 10% планують лише на рік. 4. 19% планують на кілька років. Рівні проявленості кластеру цінностей «стимуляція» вказують на системну відсутність запиту на довгострокове планування, яку вторгнення лише дещо посилило. Постійні зміни та невизначеність не сприяють довгостроковому плануванню. Оскільки інвестиційні операції на фондовому ринку мають саме довгострокову природу, без такого запиту в національній культурі населення самостійно, скоріше за все, не буде залучатись до економічної розбудови країни. Відповідно, враховуючи патерналістські запити, державі доцільно залучати громадян до участі в розбудові економіки через приватні пенсійні плани. Страхові компанії зможуть інвестувати агреговані суми в цінні папери (пайові та боргові) локальних підприємств.
Гедонізм.	Регулює прагнення задовольнити свої бажання. Прояв залежить від міри планованості життя, роботи інститутів та системи виховання та освіти. Найбільше проявлений в категорії до 24 років. Різний прояв гедонізму у вікових когортах до та понад 24 роки можна

	використовувати для визначення каналів популяризації економічних реформ та інструментів фондового ринку та диференціювання стратегій залучення. Низький рівень прояву гедонізму у старшої когорти можна використати як основу для формування культури заощаджень та довгострокових інвестицій, адже схильність до безпеки та стабільності робить їх потенційно надійнішими, хоч і обережнішими, інвесторами. В той час як високий рівень гедонізму у молодшої когорти робить їх більш схильними до інвестицій у високоризикові активи, що обіцяють швидкий прибуток. Отриманий негативний досвід втрат може позначитись на фінансовій культурі в подальшому, відтак регуляторні норми діяльності на фондовому ринку повинні враховувати даний аспект, щоб убезпечити дану когорту населення від зайвих ризиків.
Досягнення	Потреба в досягненні успіху через демонстрацію компетентності згідно суспільних стандартів. Для розвитку такої цінності у громадян має бути тривалий досвід взаємодії з ефективними інститутами. Найвищий прояв у когорті до 40 років. Кластер цінностей «досягнення» має найвищу оцінку в когорті до 40 років, за умов посилення ефективності інститутів проявленість даного кластеру буде зростати, таким чином буде посилювати активність даної категорії населення, в тому числі економічну та політичну.
Багатство (сила).	Регулює схильність до просування власних інтересів шляхом контролю за всіма доступними аспектами того, що відбувається (в тому числі ресурсами та поведінкою людей). Що вищий прояв сили, то менша зацікавленість громадян у співпраці та різкіше виражено у незаможних негативне ставлення до заможних, що посилює поляризацію суспільства. Проявляється в трьох ключових цінностях: домінування над іншими, потреба примусу, багатство та потреба контрою оточення, збереження статусу та потреба в збереженні репутації. 1. 36,8% опитаних коштів вистачає лише на харчування. 2. 42,7% ускладнена купівля товарів довготривалого користування. 3. 7,3% можуть дозволити собі купівлю авто. 4. 0,6% можуть дозволити собі купити все. 5. У когорти з найнижчими статками є тенденція виправдовувати своє положення, звинувачуючи людей із вишим доходом, що негативно впливає на їхні стимули до подальших досягнень. Оцінка кластеру цінностей «багатство (сила)» вказує на те, що без зміни середнього рівня доходів основної маси населення, що неможливо без суттєвих змін в структурі економіки, фондовий ринок не матиме ресурсів для виконання функції ліквідності, а відтак не буде реалізовуватись повною мірою його економічний потенціал.
Безпека	Безпека та стабільність щодо себе та суспільства. Регулює потребу в убезпеченні від загроз та прагнення до стабільності. У загрожених суспільствах прояв цього кластера дуже високий, що гальмує суспільний та інституційний розвиток. Надмірно проявлена цінність утримує людей в режимі виживання, коли важливішими є швидкі рішення та результати, які гарантуються зв'язками через низьку довіру до інститутів. За високих рівнів прояву дуже складно впроваджувати довгострокові системні реформи. Висока потреба в безпеці пояснює низьку фінансову грамотність. Лише 35% опитаних заощаджують. Високий прояв цінностей кластеру безпеки може проявлятись в обережності щодо економічних інновацій, меншій готовності до ризику

	та вищому очікуванні стабільності. Це може частково знижувати підтримку реформ і фінансової активності, зокрема в інвестиційному секторі, та пояснювати низький рівень фінансової грамотності населення.
Традиції	Дотримання поваги до усталених норм та традицій. Пов'язані з думкою та сприйняттям. Притаманні суспільствам із зовнішнім локусом контролю. 1. Прояв дуже залежить від бульбашки, до якої належить опитуваний. 2. 73% опитаних переконані, що більшість населення не зможе прожити без підтримки держави. Оцінка цінностей з кластеру «традиції» свідчить про те, що загрожені і бідні та заможні когорти населення мають протилежні традиції, без активного пошуку їх спільних цілей впроваджувати системні зміни буде складно через гальмування їх значним відсотком населення.
Конформність	Регулює потребу в поведінці, що не викликає осуду та отримує схвалення, утримання від вчинків, що конфліктують із суспільними нормами. Впливає на дотримання правил, домовленостей, формування авторитетів. Пов'язані з мірою колективізму та ефективністю роботи формальних інститутів: що ефективніші інститути, то менше конформізму. Що більша розбіжність між цінностями інститутів та громадян, то вища міра конформності. Що сильніша поляризація суспільства, то вища конформність. 1. Історично поляризоване суспільство. 2. Вкорінена потреба ефективно взаємодіяти лише з ближнім оточенням. 3. Війна та виїзд частини населення посилює конформність, що є серйозним викликом у напрацюванні спільного бачення майбутнього та реформ у найближчій перспективі. 4. Залежність від зовнішньої оцінки також пояснює мільйонні охоплення лідерів думок. Результати оцінювання кластеру цінностей «конформність», вказують на те, що для просування економічних реформ та популяризації фондового ринку доцільно залучати лідерів думок, а взаємодію з фондовим ринком максимально деперсоніфікувати завдяки автоматизації через вкорінену необхідність взаємодіяти лише з ближнім оточенням.
Добросердя.	Регулює потребу у збереженні та примноженні добробуту тих, з ким близько взаємодієш. У поєднанні з високим проявом безпеки, конформності та традицій добросердя поглиблює поляризацію. Чим вище добросердя, тим менш ефективно працює верховенство права (працює вибірково). Цінується лояльність (відданість, підтримка важливих стосунків, готовність пробачати помилки), надійність (потреба у справжній дружбі). 1. 86,3% опитаних найбільше цінують родину. 2. Ближнє коло є найнадійнішим джерелом інформації (друзі – 82%, родина – 75%), що є свідченням високої лояльності. Добросердя у поєднанні з високою потребою безпеки, конформності та традицій поглиблює поляризацію суспільства. Адже чим вище добросердя, тим менш ефективно працює верховенство права (працює вибірково) і тим вище цінується лояльність (відданість, підтримка важливих стосунків, готовність пробачати помилки) та надійність. Це є серйозним викликом для формування ефективного управлінського

	класу, адже таке культурне середовище може призводити до кумівства, некомпетентності на ключових позиціях, низької прозорості та відсутності відповідальності, що робить менеджмент менш ефективним та адаптивним до викликів ринку. В свою чергу це є вагомою причиною недовіри як іноземних, так і локальних інвесторів до менеджменту національних компаній, тому що інвестори шукають надійність та стабільність, а не суб'єктивні відносини чи вибірковість у застосуванні правил.
Підсумок	У нашому менталітеті домінують цінності універсалізму, доброти, конформності та безпеки, відповідно, самооцінка та сприйняття іншими є надважливими. Кластери гедонізму, стимуляції, самокерованості, універсалізму є пов'язаними із внутрішніми мотиваторами: автономністю, компетентністю, здатністю формувати зрілу взаємодію, проявлені найбільше у вікової когорти до 40 років, а конкурентний кластер найбільше проявлений у когорти до 31 року. При цьому, особи, налаштовані на уникнення невдач, дотримуються високого рівня конформності, традицій та безпеки, а налаштовані на успіх натомість прагнуть змін, новизни, мають вищий прояв самостійності, досягнення, гедонізму, для них є важливим соціальний статус та демонстрація успішності. Одночасний прояв протилежних кластерів (*універсалізм та добросердя*) є причиною того, що в звичайних умовах працюють внутрішньо орієнтовані цінності, а в умовах скрути вмикаються зовнішньо орієнтовані. Ми прагнемо і однакових правил, в схильні їх виконувати, коли бачимо, що вони працюють, і хороших контактів для оперативного вирішення особистих питань. Через надмірні очікування від довірених людей ми також довго не помічаємо негідну поведінку людини в позиції сили та авторитету. Враховуючи це, економічні реформи (в тому числі пов'язані з розвитком та лібералізацією фондового ринку) та механізми їх популяризації мають таргетуватись різними способами на дві вікові групи населення: до (18-24, 25-40) та від 40 років (41-61, понад 61). Крім цього, в першу чергу в процеси економічних змін мають бути залучені лідери відповідних суспільних груп (лідери думок), до яких входять особи даних вікових категорій. Також потрібно враховувати, що у країнах із низьким рівнем суспільної довіри персональні та суспільні цінності часто протилежні (Східна та Південна Європа, Середземноморські країни, Португалія, Азія, Африка). У них специфічні системи інститутів, за яких лояльність важливіша за правила, а запорукою довіри та успіху є причетність до довіреного кола. Тому різні групи мають високу довіру усередині та низьку зовні, а у державних інститутах вбачають загрозу.

Джерело: складено автором за: [332; 337; 339; 364; 366; 459-464].

Додаток Л.4

Класифікація суспільств за рівнем довіри

Довіра усім: висока генералізована та низька партикулярна довіра	Довіра тільки «своїм»: низька генералізована та висока партикулярна довіра
Довіряють тільки чужим: висока генералізована та низька партикулярна довіра	Не довіряють нікому: низька генералізована довіра та низька партикулярна довіра

Джерело: складено автором за: [339; 341; 342].

Додаток Л.5.

Дані щодо рівня довіри в українському суспільстві

Показник	Значення, %
Рівень цинізму	60
Довіра до держави	31
Довіра до уряду	26
Довіра до Верховної Ради	15
Довіра до Президента	62
Довіра до судів	12
Довіра до прокурорів	9
Довіра по поліції	41
Довіра до родини	96
Довіра до родичів	68
Довіра до друзів	60
Довіра до чужих людей	13
Довіра до ЗМІ	29
Довіра до ЗСУ	96
Довіра до волонтерів	84

Джерело: складено автором за: [465; 466].

Додаток Л.6.

Дистрибутивна та процедурна справедливість

Вид справедливості	***Пояснення***
Дистрибутивна	Наскільки в суспільстві справедливо розподіляються ресурси та можливості, в тому числі матеріальні цінності, доступ до освіти, ринку праці, медицини. Поділяється на: - достатню; - надмірну; - недостатню. Україна: гостро недостатня через недовіру до інститутів та їх низьку ефективність.
Процедурна	Наскільки процеси ухвалення рішень про розподіл ресурсів та можливостей є прозорими та підконтрольними. Має наступні характеристики: 1) послідовне довгострокове застосування; 2) відсутність вкорінених у процес помилок та вузьких інтересів; 3) ґрунтовність на коректній та комплексній інформації; 4) є системний механізм коригування процесів; 5) максимально враховані інтереси всіх ключових груп; 6) процеси не суперечать укоріненим моральним цінностям. Україна: низький рівень процедурної справедливості. 1. Аналіз функціонування державної системи в Україні виявляє її схильність до циклічних трансформацій процедур та регуляторних рішень, що корелює з виборчими кампаніями та їхніми наслідками. 2. Також поширена практика індивідуалізованої оптимізації нормативно-правових вимог під конкретні бізнес-структури або ініціативи. 3. Характерною особливістю є суттєвий вплив думки ключових стейкхолдерів на процеси прийняття рішень та трактування чинних

	норм. 4. Низька ефективність системи комплаєнсу пояснюється, зокрема, відсутністю суспільного консенсусу щодо доцільності інформування про виявлені порушення. 5. Для представницьких органів їхній вплив є незначним при врахуванні макроекономічних показників, проте для регулятивних органів фактичне дотримання процедурної справедливості є важливим навіть з урахуванням макроекономіки. Це свідчить про розрізнення громадян між різними типами інститутів, приписуючи реалізацію процедурної справедливості переважно регулятивним, а не представницьким органам. Вплив індивідуальних оцінок справедливості на політичну довіру є найсильнішим у політичних системах, де фактичне дотримання принципів дистрибутивної та процедурної справедливості є значно скомпрометованим.

Джерело: складено автором за: [339; 467-469].

Додаток Л.7.

Система 7 шаблонів кластерів національних культур

Ментальний образ	***Пояснення***
Егалітарні культури	
Змагання (конкуренція)	Культури, де цінується конкуренція («переможець отримує все»), низька дистанція влади, високий індивідуалізм, висока маскулінність і відносно слабке уникнення невизначеності. **Приклади:** Австралія, Нова Зеландія, Велика Британія, США
Мережа	Фокус на консенсусі та неформальних зв'язках. **Приклади:** Скандинавські країни (Данія, Швеція, Норвегія), Нідерланди
Добре налагоджений механізм	Акцент на порядку, ефективності, чітких процедурах та правилах. Високе уникнення невизначеності, низька дистанція влади. **Приклади:** Німеччина, Швейцарія (німецькомовна).
Ієрархічні культури	
Сонячна система	Ієрархія, але з індивідуалістичним підходом, стандартизовані посадові інструкції, чіткі ролі. **Приклади:** Бельгія, Франція, Північна Італія, Іспанія, Польща, Швейцарія (франкомовна).
Піраміда	Колективістські культури з високою дистанцією влади та сильним уникненням невизначеності. Сильна лояльність до групи, явна ієрархія та неявний порядок. **Приклади:** Україна, Бразилія, Колумбія, Греція, Португалія, арабські країни, Тайвань, Південна Корея, Таїланд. При розробці та популяризації реформ необхідно враховувати, що у культурах з вираженою ієрархічною структурою («пірамідальних культурах») персональний вимір має домінуюче значення, а взаємини формуються на основі чіткого розуміння соціальних ролей. Пріоритет надається особистому спілкуванню, що зумовлює потребу в плануванні достатнього часу для комунікації з ключовими стейкхолдерами та лідерами громадської думки. Логіка прийняття рішень нерідко виходить за межі суто економічної доцільності, надаючи перевагу врахуванню інтересів залучених та дотичних

	сторін.
Сім’я (родина)	Колективістські культури з високою дистанцією влади, що характеризуються сильними внутрішньогруповими зв’язками та патерналістським лідерством. Лояльність та ієрархія мають велике значення. **Приклади:** Китай, Гонконг, Індія, Індонезія, Малайзія, Філіппіни, Сінгапур.
Японія	Японія виділена як унікальний «ментальний образ», оскільки її культурні атрибути не вписуються чітко в жоден з інших кластерів. Вона демонструє високе уникнення невизначеності, колективізм, але зі специфічною динамікою групової гармонії та індивідуальної відповідальності.

Джерело: складено автором за: [470].

Додаток Л.8.

Особливості пірамідального кластеру національних культур

№	***Пояснення***
1	Фундаментальною основою функціонування суспільства виступає **вертикальна ієрархія**, у межах якої кожному індивіду відведено чітко визначену роль, відповідні обов’язки та сферу відповідальності.
2	Пропозиції щодо вдосконалення, що ініціюються підлеглими, зазвичай не сприймаються як доречні у формі проактивних ініціатив. Проте, такі пропозиції розглядаються як бажані та схвалювані у відповідь на прямий запит або делеговані повноваження з боку вищого керівництва.
3	Персоналії, що обіймають позиції вищого управлінського рівня, підлягають посиленим і жорсткішим критеріям оцінки ефективності їхньої діяльності. Відповідно, їхня роль та позиція у внутрішньоорганізаційній ієрархії повинні чітко диференціюватися від статусу підпорядкованого персоналу
4	Належність до соціальної групи становить ключовий елемент формування ідентичності та соціальної інтеграції.
5	Ефективне функціонування механізмів зворотного зв’язку в командному середовищі можливе виключно за умови, що члени команди сприймають наявність **психологічної безпеки**, яка гарантує відсутність загроз для їхньої професійної кар’єри та особистої репутації.
6	Особиста лояльність часто набуває більшої цінності порівняно з професійною компетентністю. Така ситуація пояснюється тим, що досягнення бажаних соціальних або економічних результатів ускладнюється за відсутності неформальних зв’язків та протекції, що компенсують інституційні дисфункції.
7	Спостерігається відсутність або недостатній розвиток формалізованих механізмів деескалації конфліктів, виникає тенденція до їхньої превенції, що проявляється в уникненні прямих конфронтацій. Це, своєю чергою, призводить до мінімізації прямолінійного зворотного зв’язку, що є критично важливим для ефективної комунікації та вирішення проблем. Наслідком такої поведінкової стратегії є формування низького рівня суспільної довіри. За таких умов ефективна взаємодія та співпраця обмежуються переважно ендогенними (внутрішніми) групами, що базуються на вже існуючих довірчих зв’язках
8	Високий показник дистанції влади, у поєднанні зі значним ступенем уникнення невизначеності, продукує суттєвий опір інституційним та організаційним змінам, які, в таких умовах, часто сприймаються як невиправдані або надлишкові. Водночас, ключовим аспектом у цьому контексті є необхідність для керівника підтримувати та

	реіфікувати свій ієрархічний статус.
9	Підвищений рівень соціальної або політичної поляризації істотно ускладнює досягнення консенсусу між зацікавленими сторонами.
10	Інсайдери послуговуються неформальними механізмами впливу та взаємодії. Це зумовлює існування паралельної системи управління, яка функціонує на засадах міжособистісної довіри та сформованих відносин, контрастуючи з офіційно декларованою формальною структурою.
11	У контексті взаємодії між суб'єктами, що перебувають у кооператійних відносинах, визначення концепції справедливості часто корелює з інтерпретацією та інтересами найбільш впливової групи серед залучених сторін.
12	У контексті професійної діяльності, міжособистісні симпатії та рівень довіри між акторами визнаються ключовими детермінантами досягнення успіху. При цьому, індивідуальні обіцянки та неформальні домовленості формують підґрунтя для встановлення критично важливих зв'язків. Концепція істини у такому середовищі характеризується ситуативністю, будучи обумовленою перспективами та інтересами безпосередньо залучених сторін
15	Значна увага приділяється статусу лідера, будь-яка ерозія його авторитету вважається неприпустимою. З огляду на це, помилки керівництва не підлягають прямій та публічній дискусії, натомість їх усунення відбувається шляхом кулуарних домовленостей. Типовими наративами для обґрунтування таких ситуацій є посилання на форс-мажорні обставини або зовнішні фактори.
16	У контексті міжкультурних комунікацій, зокрема в межах «**Європейської когорти»** культур, зворотний зв'язок працівникові може надаватися, проте з необхідністю дотримання високого рівня обережності та такту.

Джерело: складено автором за: [339; 470]

Додаток Л.9.

Модель Вільямсона. Український контекст

Модель	***Україна***
Рівень 1. Вкоріненість. Неформальні інститути, узвичаєні патерни поведінки, традиції.	- Віримо своїм, а не політикам; - держава не варта довіри; - важливо бути своїм, та мати своїх; - якісну політику проводять хороші люди. Неякісна політика притаманна людям із поганими намірами.
Рівень 2. Формальне інститутне середовище.	- Формальні вимоги заплутані та суперечливі; - більшість державних інститутів не мають довіри; - замкнене коло довіри; - можливість обійти вимоги.
Рівень 3. Управління. Укладання та виконання угод, співпраця, синхронізованість регуляцій та вимог з реальним здійсненням діяльності.	- Управління вкорінене у персоналії, а не системи; - якісні політики провадять хороші люди. Якщо результат поганий – значить, у людини були погані наміри; - правила можна не виконувати; - світові практики ламаються об інакше трактування сили закону;
Рівень 4. Розподіл ресурсів та праці. Суспільні мотиваційні чинники, стимули до певної поведінки та їхня синхронізація з регуляціями	- Успіху досягає той, хто має зв'язки та статус; - тиск на осіб, що приймають рішення; - сформувати видимість фаховості.

Джерело: складено автором за: [64; 339; 340]

Додаток Л.10.

Інститути в інтерпретації дослідників

Дослідник	***Визначення***
Д. Норт, Б. Вейнгаст	Інститути - формальні та неформальні визначені людьми обмеження, що структурують політичні, економічні та соціальні взаємодії. Для дотримання їх виконання формальних та неформальних правил соціум використовує певні механізми примусу. Інститути змінюються з часом, і така зміна залежить від попередніх інституційних рішень та розвитку культури, що в підсумку впливає на появу нових економічних можливостей та вибору. Основним призначенням інститутів є зниження невизначеності (збільшення передбачуваності) у людській взаємодії, а відтак -зниження трансакційних витрат, що є критично важливим для сталого економічного розвитку. Також інститути формують структуру стимулів в економіці та визначають (сигналізують) про те, які види діяльності заохочуються та будуть прибутковими, а відтак виступають основними визначниками економічного зростання.
П. Еванс	Інститути - систематичні моделі спільних очікувань, очевидних передумов, прийняття норм і правил взаємодії, які чинять помітний вплив на формування мотивації і поведінки груп пов'язаних акторів. У сучасних суспільствах це координовані владою організації зі своїми формальними правилами і спроможністю до примусових санкцій. Дослідник зазначав, що для того, аби провадити раціональну довгострокову політику економічного розвитку, державні інститути повинні бути достатньо автономними, не залежати від приватних інтересів. І в той же час, вони повинні бути включені в соціальні мережі, бути зв'язаними з важливими агентами громадянського суспільства, бізнесу, наукових кіл. Таке поєднання дозволяє державі ефективно виконувати роль посередника між різними суспільними групами та інтересами, скеровувати їх зусилля задля досягнення спільних цілей.
А. Алесіна, П. Джуліано	Інститутами можна вважати лише формальні інститути, а також вказують на те, що одні і ті ж інститути можуть функціонувати по різному в різних культурах, а сама культура виступає глибинною основою інституцій. Дослідники вказують на існування двостороннього причинно-наслідкового зв'язку між культурою та інститутами, за якого вони доповнюють одне одного та сприяють взаємній еволюції, визначаючи довгострокову траєкторію розвитку одне одного. Вкорінені інститути зумовлюють обмеження для змін національної культури. При цьому вони вказують, що оскільки культура змінюється повільніше, ніж формальні інститути, а цінності формують переваги суспільства щодо комбінації інституційних механізмів, імпорт сторонніх інститутів не завжди є ефективним.
Д. Аджемоглу, Дж. Робінсон	Під інститутами розуміють механізми визначення та здійснення суспільного вибору, що розподіляють політичні та економічні впливи за різними суспільними групами. А власне тип політичних та економічних інститутів є визначальним для процвітання чи занепаду націй. Дослідники поділяють інститути на інклюзивні та екстрактивні. Інклюзивні економічні інститути дозволяють широким верствам населення бути залученими до економічного розвитку країни, забезпечуючи захист прав власності, верховенство права, справедливу судову систему, можливість вільного доступу на ринки та конкуренцію на них, доступ до освіти та для більшості населення. Політичні інклюзивні інститути дозволяють відносно широко розподілити владу серед суспільства, забезпечуючи плюралізм, демократичні вибори, і, що важливо, обмеження влади еліти. Вони дають можливість громадянам впливати на прийняття політичних рішень, а також гарантують, що економічні інклюзивні інститути будуть створені та підтримуватимуться. Напротивагу цьому, екстрактивні економічні інститути функціонують таким чином, щоб екстрагувати (вилучати) ресурси з частини більшості населення на користь меншості (еліти). Вони не гарантують прав власності, обмежують доступ до ринків та видів діяльності, не створюють соціальних ліфтів та не формують стимулів для інвестицій, розвитку людського капіталу та економічного зростання загалом. Екстрактивні політичні інститути зосереджують владу в руках вузької еліти, яка нічим не обмежена у її використанні.

	Такі інститути обмежують участь населення в політичному житті та управлінні державою, натомість використовуються елітою для утримання екстрактивних економічних інститутів задля отримання ренти. Дослідники вказують на існування тісного зв'язку між інститутами, за якого інклюзивні політичні інститути дозволяють створювати інклюзивні політичні, а екстрактивні політичні – екстрактивні економічні. Країни прямують до занепаду, якщо зупиняються в комбінації екстрактивних інститутів.
Н. Фергюсон	Інститути – структури, в рамках люди можуть організовуватись у групи. Дослідник вважає, що інститути не є статичними, можуть запозичуватись та змінюватись, в результаті визначаючи продуктивність та функціональність країни, її процвітання чи занепад. Підкреслював, що неформальні інститути мають значний вплив на поведінку населення, створюючи стимули та обмежувальні рамки, а відтак визначаючи економічні результати.

Джерело: складено автором за: [169; 232; 341; 343; 453; 471-475]

Додаток Л.11.

Прояви корупційної поведінки

№	*Опис*
1	Прагнення до негайного вирішення особистих питань.
2	Схильність до ризику задля інтересів «своєї» групи.
3	Толерантність до корупційної поведінки членів власної групи.
4	Формування корупційних схем у відповідь на бюрократичні перешкоди замість системного усунення цих перешкод або мінімізації їхнього негативного впливу.
5	Ігнорування формальних правил у випадках, коли контроль за їхнім виконанням є недостатнім.
6	Висока цінність лояльності та передбачуваності у взаємодіях.
7	Використання цькування та знецінення як захисного механізму.

Джерело: складено автором за: [339]

Додаток Л.12.

Класифікація української національної культури

Класифікація	*Опис*
За критерієм вкоріненості-флюїдності норм [457]	Ми – проміжна культура. Типи культур визначають формальні та неформальні інститути, політичні рішення, що, в свою чергу, передвизначає економічні наслідки. В Україні діють як чітко окреслені, глибоко вкорінені та стійкі до системних змін норми, так і такі, які можуть еволюціонувати.
за шкалою Хофстеде [476]	Україна характеризується сильною ієрархічністю та прагненням до уникнення невизначеності, що проявляється у високій потребі в правилах та структурі. Одночасно, вона демонструє помірний індивідуалізм в рамках групових або сімейних зв'язків. Низька маскулінність підкреслює орієнтацію на співпрацю та якість життя. Низький показник дозволеності свідчить про високий рівень соціального контролю та стриманості. Це створює суспільство, яке цінує порядок, традиції, але може бути менш схильним до швидких, неперевірених інновацій та персональної свободи в широкому розумінні.
за критеріями Льюїса [456] та	Українське суспільство можна віднести до переважно мультиактивних культур, в якій правила сприймаються як гнучкі

Тромпенаарса [333]	та флюїдні, необов'язкові для ближнього кола, а особисті зв'язки, знайомства, статус та підтримка переважають над строгою логікою або лінійними процедурами. Відповідно, суспільна довіра зазвичай низька, ключовий критерій для пошуку порозуміння – наявність значущих стосунків. Довіра до рішень напряму корелює з персональною довірою до людей, які ці рішення впроваджують та очолюють, а знеособлені рішення не отримують підтримки. Також притаманна дифузність у відносинах, коли особисті зв'язки проникають у професійну сферу, та схильність до синхронного часу (за Тромпенаарсом), де багато подій можуть відбуватися одночасно, та гнучкість у виконанні завдань. Висока «дистанція влади» робить лідерів думок впливовими особами, які роз'яснюють та підтримують зміни, або навпаки, а успіх взаємодії між групами визначає наявність міжособистісних зав'язків між ключовими персонами. За мірою посилення мультиактивних проявів ми розташовані між Францією, Польщею, Угорщиною та Литвою з одного боку, та Словаччиною, Румунією, Португалією та Грецією з іншого [477].
За критерієм щільності [338]	Україна знаходиться між США та Естонією з k=56,9. Загалом розслаблена, але щільна в рамках груп. Загалом ступінь культурної жорсткості або вільності, що відображає суворість дотримання соціальних норм, істотно впливає на різні аспекти суспільного життя, включно з рівнем довіри до інститутів та схильністю до корупції. Культури з низьким ступенем нормативної жорсткості (так звані «вільні» культури) можуть мати менш розвинені неформальні механізми соціального контролю, що за певних умов, особливо за слабкості формальних інститутів, здатне сприяти зловживанням. Високий показник дистанції влади в Україні свідчить про глибоке прийняття населенням ієрархічної структури та нерівномірного розподілу владних повноважень. Це створює умови, за яких суб'єкти, наділені владою, отримують можливість до зловживань, тоді як громадяни, які перебувають на нижчих рівнях ієрархії, схильні підкорятися або використовувати неформальні канали для вирішення питань. Зазначена ментальна установка корелює з концепцією «жорстких» культур. У ієрархічних системах з високим рівнем жорсткості корупційні практики можуть трансформуватися у прийняту (неформальну) норму взаємодії з владою, де «неформальні платежі» стають очікуваним елементом вирішення питань через сприйняття формальної системи як непрозорої або неефективної. Таким чином, у певних контекстах саме дотримання суто формальних правил може розцінюватися як відхилення від усталеної неформальної норми. Отже, «жорсткість» української культури переважно проявляється у суворому дотриманні неформальних норм та конформності в рамках ієрархічних або кланових структур, а не у послідовному дотриманні формального законодавства та прозорих процедур. Корупція виникає на перетині цієї «жорсткості» неформальних мереж, слабкості формальних інститутів, високої дистанції влади та низького рівня узагальненої довіри до системи. У цих умовах індивіди дотримуються неформальних правил з метою виживання або досягнення своїх цілей у системі, що сприймається як

	несправедлива та непрозора, де офіційні норми виявляються нефункціональними.
За шкалою Інглегарда [335; 478]	Наше суспільство можна віднести до традиційних культур з високо проявленими цінностями виживання (з акцентом на безпеці, матеріальному добробуті та авторитарних тенденціях), що у поєднанні з низькою узагальненою довірою (навіть за наявності високої партикулярної довіри до близького кола), часто спостерігаються явища клієнтелізму, непотизму та системної корупції.
За системою Тріандіса [334]	Україна має відчутні, але не домінантні прояви вертикального індивідуалізму, високу дистанцію влади та уникнення невизначеності (до даної групи країн відносяться також Індія, Китай, Південна Корея, Італія, Іспанія, Японія, Філіпіни та всі країни Східної Європи). Завдяки відсутності історії авторитаризму, постійній зовнішній агресії, усталеній традиції горизонтальної активізації в скрутні часи вертикальний колективізм урівноважується менш проявленим вертикальним індивідуалізмом. Тому індивідуальна свобода, як мінімум в рамках своєї групи, є важливою, а автоматичний послух перед авторитетом відсутній. Українцям важливо те, як досягти успіху, відрізнятись за статусом від інших, а також збалансоване існування та співставність цілей із цілями групи, належність до якої підвищує якість життя.
Класифікація М. Стародубської [339].	Наше суспільство є загалом індивідуалістичним з вертикальною орієнтацією, однак зі зростаючим проявом колективізму в кризових ситуаціях та в рамках груп; населенню притаманні взаємозалежність та холістичне мислення, культура загалом щільна з високим уникненням невизначеності та високою довгостроковою орієнтацією; властивим є зовнішній локус контролю та полісинхронність. Внаслідок фронтирної історії країни, конфліктів, змін суспільних укладів, влади та інститутів, вкоріненим є сприйняття, непередбачуваності взаємодії в суспільстві. Як наслідок домінувати почала цінність «свобода» та кластери цінностей зовнішнього схвалення (конформність, безпека, традиції), а також наднизька довіра до держави як інституту загалом (крім тих складових, що пов'язані із захистом країни). Для 73% опитаних свобода важливіша за рівність, а відповідальність є важливою для лише для 56,8% [479]. Саме тому нам так складно домовлятися із представниками різних спільнот, адже кожен прагне вигоди в першу чергу для себе. Станом на 2023 рік за рівнем індивідуалізму-колективізму показник України становив 55 балів зі 100 можливих [476]. Така оцінка може свідчити про те, що в українському суспільстві сформувався колективізм із елементами індивідуалізму: висока поляризація, низька суспільна довіра, ускладнена співпраця між групами. Крім цього, нашому суспільству притаманний високий ексклюзіонізм, коли кумівство, компаньйонство та фамілізм переважно сприймаються як варіанти норми [339; 480].
Класифікація Вурстена [470]	Україна відноситься до **пірамідальних** культур, яка в свою чергу входить до групи **відносиноорієнтованих культур**. У таких суспільствах з співпраця значною мірою залежить від збереження

	міжособистісних відносин, де взаємна зацікавленість сторін у продовженні співробітництва слугує ключовим стимулом для виконання домовленостей. У цьому контексті людський фактор розглядається як потенційна перевага у взаємодії. Оцінка професіоналізму та досвіду відбувається вторинно щодо критеріїв особистої надійності та довіри. Формальні правила функціонують переважно як гнучкі рамки, інтерпретація яких може варіюватися залежно від ситуативного контексту та характеру існуючих відносин. Відповідно, непотизм і фаворитизм можуть бути сприйняті як унормовані та ефективні робочі практики. Визнання помилок та недоліків не завжди відбувається відкрито, що зумовлено несприйняттям прямолінійної критики як форми комунікації. При цьому акт вибачення не обов'язково є констатацією провини, але часто використовується як інструмент для налагодження та підтримки соціальних зв'язків. Процес переговорів із ключовими партнерами, як правило, характеризується тривалістю та багатоетапністю, тоді як конфронтаційні переговори допустимі виключно з акторами, що не володіють суттєвою вагою або впливом.
За рівнем впливу спільності цінностей на рівень довіри в суспільстві [481].	Україна відносяться до групи країни із низькою суспільною довірою (в цій групі також Угорщина, Словенія, Болгарія, Італія, Польща, Словаччина, Португалія, Чехія, Албанія, Кіпр), яким притаманна розсинхронізація між цінностями громадян і формальних інститутів. Коли розсинхронізація наявна, то люди намагаються уникнути впливу інституту на своє життя взагалі, оскільки не відчувають своєї спроможності впливати на їх роботу. Звідси низька соціальна активність. Відповідно, суспільства з низькою суспільною довірою та розсинхронізацією цінностей «громадянин-держава» культивують особисті стосунки як запоруку розв'язання життєвих проблем, що має наслідком високий рівнем фамілізму та компаньйонства. Також дослідниці зазначають, що існує кореляція між спільністю цінностей, рівнем довіри та рівнями освіти, ВВП, індексом соціального розвитку.
Згідно моделі Вільямсона [63; 64]	У нас є вкоріненими неформальні інститути з низькою довірою до держави. Формальні вимоги є заплутаними та суперечливими, а управління пов'язано з персоналіями, відповідно, для досягнення успіху необхідні зв'язки та статус.
За рівнем довіри як фактором впливу на інститути та демократизацію [341; 342]	Наше суспільство відноситься до квадранту «довіра тільки своїм», а найнедовірливішими при цьому є наймолодші вікові групи, а також найбідніші прошарки населення [466]. Також до даної групи відносять Китай, Туреччину, Кіпр, Східну Німеччину, Східну Європу, частину країн Африки та Південно-Східної Азії, деякі регіони Франції, Іспанії та Італії [348]. За даного поєднання рівнів довіри існує високий запит на справедливість та верховенство права, а також бажання швидко вирішити своє питання тут та зараз, що призводить до ускладненої взаємодії між групами та поєднується з низьким рівнем ефективності інститутів. Також є схильність довіряти більше персоналіям, ніж інститутам, а тому успіх мають популісти та існує запит на «прості рішення». У поєднанні з рівнем ефективності роботи інститутів це є ще одним фактором, що посилює непотизм, який в умовах лімітованої моралі є єдиним правильним вибором, клановість,

	оскільки серйозна взаємодія можлива лише між близькими людьми, готовність порушувати та очікування порушення правил, а також поступатись власним комфортом та інтересами заради близького кола, виправдовувати його негідні вчинки.
За оцінкою рівня справедливості [467]	Україна відноситься до політичних система з низьким фактичним рівнем розподільчої та процесуальної справедливості. Фактичні показники дистрибутивної та процедурної справедливості на рівні країни (макрорівень) мають непослідовний прямий вплив на політичну довіру громадян. Оскільки оцінки справедливості громадянами системно пов'язані з їхньою політичною довірою, це вказує на те, що громадяни покладають відповідальність за дотримання або порушення принципів справедливості на політичну владу (еліти) та інститути. У системах, де принципи справедливості порушуються, влада може мати менше стимулів для змін, оскільки її легітимність ґрунтується на підтримці тих громадян, хто сприймає поточні несправедливі умови як справедливі. Це ускладнює покращення довгострокових демократичних перспектив у суспільствах з нерівним доступом до ресурсів або високою корупцією.
За мірою поляризації	**Враховуючи низький рівень довіри** до державних інститутів (що підтверджується високою оцінкою дистанції влади [476], низької довіри до ЗМІ та рівня цинізму у суспільстві (результати профільних досліджень наведено в таблиці Л.13), наше суспільство можна характеризувати як *високополяризоване* [482; 483]. Таким суспільствам притаманні велика кількість спільнот зі світоглядними розбіжностями, які ускладнюють спільні дії чи домовленості, низька довіра до держави, брак спільної ідентичності, системно вкорінена несправедливість, економічний песимізм та недовіра до ЗМІ [484]. Ці показники корелюють з низькою політичною активністю (що відображає слабкий соціальний капітал) та, як наслідок, зниженим бажанням громадян вирішувати проблеми на інституційному рівні. За відсутності ініціатив з боку інститутів щодо залучення громадян до суспільних змін та діалогу з державою, населення дистанціюється від активного життя. Це посилює патерналістські настрої (що історично обумовлені спадщиною комуністичного режиму, громадяни свідомо залежать від держави та обмежують власну відповідальності з передачею її державі) та призводить до низької суспільної довіри, а також до розбіжностей у цінностях між громадянами та інститутами. Оскільки формальні інститути, які мають низьку довіру, є каналом соціалізації у цінності національної культури, більшість населення може засвоювати цінності, що не поділяються частиною суспільства та є неактуальними для розвитку країни.

Джерело: складено автором за: [63; 64; 333-335; 338; 339; 341; 342; 456; 457; 467; 470; 476; 477; 479; 481-484].

Додаток Л.13

Соціальний капітал в Україні

Складова	Пояснення
Загальний рівень довіри та вікові особливості	В Україні спостерігається перевага довіри над недовірою у суспільстві. Проте, детальніший аналіз виявляє значні розбіжності за віковими групами: найстарше покоління демонструє найбільшу «відкритість» до інших, тоді як молодь є найбільш «закритою». Ця тенденція серед молоді, яка є ключовим ресурсом для людського розвитку країни, є викликом не лише для України, а й для західних суспільств, оскільки підриває соціальний капітал через відносно вищий рівень недовіри в цій перспективній когорті.
Вплив добробуту та близького кола	Заможніші верстви населення характеризуються вищим рівнем відкритості. Загальний позитивний баланс довіри зумовлений передусім надзвичайно високою довірою до близького оточення (членів сім'ї, родичів). Сім'я є однією з найважливіших соціальних інституцій в Україні, і моделі поведінки, сформовані в родинному колі, часто проектуються на ширші суспільні взаємодії. Це може призводити до негативних явищ, таких як непотизм, клановість та замовчування злочинів
Роль громадських інститутів та держави	Високий рівень довіри до благодійних фондів та громадських організацій, що стабільно фіксується з 2014 року і підтверджено цим дослідженням, свідчить про значний потенціал для розвитку соціального капіталу та формування нової децентралізованої моделі суспільних взаємодій. Традиційно, соціально-економічні проблеми та корупція спричиняють падіння довіри до центральних органів влади, які не стимулюють громадянську активність. Натомість, громадські організації перебирають на себе роль такого стимулу, хоча їхній вплив не є масовим. Роль держави як централізованої владної інституції в українському суспільстві є «розмитою» через часткове скасування суспільного договору, що призводить до сприйняття державних норм і цінностей як декларативних, а не засад правопорядку
Потенціал місцевої влади та національна єдність	З іншого боку, завдяки успіхам децентралізації, кращим комунікаційним можливостям та демонстрації успіхів у повоєнній відбудові, рівень довіри до місцевої влади має потенціал для зростання. Опитування також показують зростання національної (проукраїнської), громадянської та мовної самоідентифікації в умовах війни. Консенсус щодо основних ідеологічних питань (як-от зовнішньополітичний вектор чи історія), які до лютого 2022 року часто спричиняли регіональне протистояння, сьогодні є переважним. Така згуртованість створює сприятливе підґрунтя для формування соціального капіталу. Однак, попри ці позитивні зрушення, ідея суспільної єдності поки не є домінуючою через наслідки довготривалого ідеологічного протистояння, яке часто розігрувалося політичними силами під час виборчих кампаній. Також відсутня консолідація в оцінці ефективності реформ та європейського майбутнього, незважаючи на понад 80% підтримки вступу до ЄС
Рушії соціального капіталу	Водночас, соціальні групи, що активно підтримують вступ до ЄС, позитивно ставляться до реформ, висловлюють ідеологічну єдність українського суспільства, демонструють вищий рівень довіри в усіх колах, ведуть більш відкрите та складне суспільне життя та частіше проявляють свою громадянську позицію, становлять значну основу для розвитку соціального капіталу України.

Джерело: сформовано автором за: [466; 485; 486; 487].

ДОДАТОК М

Додаток М.1

4. **ФОРМУЛА РОЗРАХУНКУ ІНДЕКСУ.**

4.1. Формула для розрахунку індексу українських облігацій (*UB*):

$$UB_t = UB_{t-1} \times \frac{\sum_{i=1}^{n} R_{i,t} V_{i,t}}{\sum_{i=1}^{n} R_{i,t-1} V_{i,t}} \times Z_t ,$$

де t - поточний період (момент, станом на який розраховується Індекс),
$t-1$ - попередній період (момент закриття Торговельної сесії попереднього Торговельного дня),
i - випуск облігацій у Списку,
n - кількість випусків облігацій у Списку,
$R_{i,t}$ - ефективна доходність облігації i-го випуску у поточний момент, %,
$V_{i,t}$ - Номінальна капіталізація i-го випуску облігацій, грн.
Z_t - поправочний коефіцієнт для поточного періоду.

4.2. Ефективна доходність облігації і-го випуску до погашення (R_t) є коренем наступного рівняння:

$$P_t = \sum_{j=1}^{T} \frac{C_j}{(1+R_t)^{\frac{k_j - k_0}{365}}} + \frac{C_T + N}{(1+R_t)^{\frac{k_T - k_0}{365}}} ,$$

де j - номер виплати за облігацією,
T - кількість виплат за облігацією,
k_0 - поточна дата,
k_j - дата j-ої купонної виплати,
P_j - ціна облігації, визначена відповідно до показників (кожний наступний - за відсутності попереднього) : біржовий курс / поточна ціна / середньозважена ціна договорів, укладених на ринку заявок / остання краща ціна на купівлю ринку заявок / середньозважена ціна договорів, укладених на адресному ринку,
C_j - купонна виплата в момент j,
N - номінальна вартість облігації.

4.3. Поправочний коефіцієнт Z_t на дату t застосовується при змінах у Списку та розраховується наступним чином:

$$Z_t = Z_{t-1} \times \frac{UB_{t-1}}{UB'_{t-1}} ,$$

де UB'_{t-1} - Індекс, розрахований за зміненим Списком

Формула розрахунку індексу ФБ «Перспектива»

Джерело: [488].