

*І. П. Васильчук,
д. е. н., професор, професор кафедри фінансів і бухгалтерського обліку,
Державний університет економіки і технологій
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-7872-2738>
О. В. Неізвестна,
к. е. н., доцент, завідувач кафедри фінансів і бухгалтерського обліку,
Державний університет економіки і технологій
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6135-6524>*

DOI: 10.32702/2306-6814.2025.20.44

ГІПОТЕЗА АДАПТИВНОГО РИНКУ ТА ТРАНСФОРМАЦІЯ УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ЕМПІРИЧНІ ДОКАЗИ

*I. Vasylychuk,
Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department
of Finance and Accounting, State University of Economics and Technology
O. Nieizviestna,
PhD in Economics, Associate Professor, Head of the Department
of Finance and Accounting, State University of Economics and Technology*

ADAPTIVE MARKET HYPOTHESIS AND THE TRANSFORMATION OF THE UKRAINIAN
SECURITIES MARKET: EMPIRICAL EVIDENCE

Стаття присвячена емпіричному дослідженню розвитку українського ринку цінних паперів крізь призму поведінкових фінансів. Метою дослідження є виявлення та оцінка адаптивності фондового ринку України протягом 2006—2024 рр. у контексті Гіпотези адаптивного ринку (АМН). Методологія включала збір і аналіз панельних даних щодо обсягів емісій акцій і облігацій та обсягів торгів цінними паперами, їх нормування до ВВП, застосування трендового аналізу й оцінки прямих і опосередкованих індикаторів ринкової активності. Проведено аналіз реакції ринку на ключові шоки: глобальну фінансову кризу 2008—2009 років, політичні потрясіння 2014 року, пандемію COVID-19 та повномасштабну війну з 2022 року. Виявлено циклічний характер розвитку ринку з чергуванням фаз ефективності, кризи та поступової адаптації. Показано, що в кризові періоди компанії знижували емісію облігацій, натомість нарощували випуски акцій, що свідчить про поведінкову пластичність учасників. У стабільні фази відновлювався баланс між інструментами, проте довіра до боргових інструментів відроджувалася повільніше. Висновки підтверджують релевантність АМН і вказують на потребу врахування поведінкових та інституційних чинників у регуляторній політиці. Запропоновано низку рекомендацій, спрямованих на підвищення стійкості та ефективності українського ринку цінних паперів в умовах постійних зовнішніх та внутрішніх викликів.

The article investigates the adaptability of the Ukrainian stock market for the period 2006–2024 within the framework of Andrew Lo's Adaptive Market Hypothesis (AMH). The objective is to assess whether market efficiency is time-varying in Ukraine and how issuers and investors adjust financing and trading behavior in response to major external shocks. Methodologically, the study draws on a panel dataset of indicators of securities issuance (equities and corporate and government bonds) and secondary-market trading turnover, all normalized to GDP to control for macroeconomic scaling and inflation. The empirical approach combined trend and structural-break segmentation, subperiod comparison of identified shocks (2008–2009 global crisis; 2014 political-military shock; 2020 COVID-19; 2022–2024 full-scale war), and juxtaposition of direct (trading volumes as proxies for investor activity and liquidity) and indirect measures (issuance volumes as indicators of issuer financing choices). Findings reveal a pronounced cyclical pattern: a pre-crisis phase of elevated liquidity and issuance gave way to abrupt contractions during shocks and differentiated recovery dynamics thereafter. In crisis episodes firms curtailed bond issuance-reflecting heightened default and liquidity concerns-and frequently increased equity issuance as a more flexible financing channel. Notably, bond issuance contracted to about 1.1% of GDP and trading turnover declined to c. 12% in 2022, while 2024 recorded an unprecedented equity issuance volume of UAH 364.56 billion (84% attributable to the recapitalization of PJSC "NAEK Energoatom"). Overall, the study provides evidence in favor of the AMH, emphasizing that the efficiency of the Ukrainian stock market is not static but evolves over time, depending on external shocks, institutional changes, and behavioral factors.

These results corroborate AMH's prediction that market efficiency and dominant financing mechanisms are context-dependent and shaped by behavioral and institutional pressures. These findings have both theoretical and practical significance, suggesting the need to incorporate behavioral finance perspectives into regulatory policies and strategic planning for the future development of Ukraine's capital market. Policy implications include the need for regulatory flexibility, improved transparency and risk mitigation in debt markets, diversification of instruments, and integration of behavioral-finance insights into capital-market development strategies.

Ключові слова: ринок цінних паперів, поведінкові фінанси, Гіпотеза адаптивності ринку, поведінка інвесторів та емітентів, емісія акцій та облигацій.

Key words: securities market, behavioral finance, Adaptive Market Hypothesis, behavior of investors and issuers, issuance of stocks and bonds.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

У сучасних умовах глобальної фінансової нестабільності, геополітичної напруги та структурних трансформацій економіки особливої ваги набуває питання стійкості та адаптивності фінансових ринків. Ринок цінних паперів /фондовий ринок України (ці терміни у статті авторами вживаються як синоніми, що не впливає на зміст та результати дослідження), як складова фінансового ринку, протягом 2006—2024 років демонструє значну динамічність та залежність від зовнішніх і внутрішніх шоків. Він є унікальним прикладом функціонування у середовищі постійних кризових потрясінь: світова фінансова криза 2008—2009 років, політичні та економічні трансформації 2014 року, пандемія COVID-19, а також повномасштабна війна з 2022 року. Ці чинники не лише обумовили високу волатильність ринку, але й поставили під сумнів універсальність класичних підходів до аналізу його ефективності.

Зміни у структурі випусків цінних паперів, коливання між акціями та облигаціями як джерелами формування капіталу емітентами та отримання доходів інвесторами у різні періоди економічного циклу свідчать про часову мінливість ефективності ринку. Класичні теорії ефективного ринку, що передбачають раціональність інвесторів та стабільність інформаційного середовища, не здатні повною мірою пояснити ці процеси.

У такому контексті Гіпотеза адаптивності ринку (Adaptive Markets Hypothesis, AMH), запропонована Е. Ло (Andrew W. Lo), стає особливо актуальною. На відміну від статичної концепції ефективного ринку, AMH розглядає фінансову систему як динамічну екосистему, де інвестори та компанії постійно змінюють стратегії у відповідь на нові виклики. AMH дозволяє поставити у центр дослідження питання адаптації інвесторів та емітентів: як змінюються їхні рішення в умовах криз, чи відображають структурні зсуви у випусках цінних паперів особливості поведінкової реакції ринку, чи зберігається тенденція до поступового відновлення ефективності у відносно стабільні періоди.

Таблиця 1. Порівняння Гіпотези ефективного ринку (ЕМН) та Гіпотези адаптивного ринку (АМН)

Ознака	Гіпотеза ефективного ринку (ЕМН)	Гіпотеза адаптивного ринку (АМН)
Сутність	Ціни відображають усю доступну інформацію.	Ефективність ринку змінюється у часі, залежить від умов та поведінки інвесторів.
Раціональність інвесторів	Інвестори завжди раціональні.	Інвестори можуть діяти ірраціонально, але адаптуються з досвідом.
Ефективність ринку	Постійна, стабільна.	Динамічна, змінна.
Відхилення від випадковості	Виключені (немає систематичних можливостей для арбітражу).	Допускаються тимчасово (у кризах, періодах низької ліквідності).
Вплив шоків	Короткостроковий, ринок швидко відновлює ефективність.	Може суттєво знижувати ефективність на тривалий час.
Аналогія	Ринок – «ідеальна машина».	Ринок – «живий організм», що еволюціонує.

Джерело: узагальнено авторами на основі [1—3].

Для України, де інституційна довіра залишається низькою, а поведінкові чинники визначають напрямки ринкових трендів, АМН відкриває можливості для більш адекватного пояснення поведінки емітентів та інвесторів для розроблення нових підходів до формування стратегій розвитку ринків капіталу. Проблема полягає у відсутності системного аналізу адаптивності українського фондового ринку в довгостроковій перспективі з позицій поведінкових фінансів, що ускладнює як теоретичне осмислення його розвитку, так і практичне формування ефективних регуляторних та інвестиційних стратегій.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Гіпотеза ефективного ринку (Efficient Market Hypothesis, ЕМН), сформульована Ю. Фамою [1], тривалий час визначала науковий дискурс у фінансовій теорії. Вона виходить з припущення, що ринки повністю відображають усю доступну інформацію, а тому систематичне отримання надприбутків є неможливим. Однак виявлення численних аномалій, виникнення фінансових криз і результати поведінкових досліджень поставили під сумнів універсальність даної гіпотези.

У відповідь на зазначені обмеження Е. Ло [2] розробив Гіпотезу адаптивного ринку (Adaptive Market Hypothesis, АМН), яка інтегрує підходи поведінкової економіки, еволюційної біології та класичної фінансової теорії. На відміну від ЕМН, що трактує ринки як постійно "ефективні", АМН виходить з умовного характеру ефективності, яка змінюється залежно від зовнішнього середовища — кількості учасників, рівня доступної інформації, поширених стратегій, технологічного розвитку та впливу недавніх шоків (табл. 1).

Цей підхід знайшов підтвердження у дослідженні на прикладі нестабільних і молодих фінансових ринків, зокрема в країнах, що розвиваються. Так, Osama Al-Khazali та Ali Mirzaei аналізували аномалії на ринку акцій і виявили прояви адаптивності на ісламських ринках капіталу, та отримали підтвердження положень АМН [4]. Alekneviciene, V., Klasauskaite, V. та Alekneviciute, E.

досліджували календарні аномалії та сезонність на Балтійських біржах і дійшли висновку, що ефекти зникають або посилюються залежно від ринкових умов, і це узгоджується з АМН [5]. Tripathi, Vipul і Dixit, застосовуючи регресійні моделі до аналізу глобальних індексів акцій, довели часову мінливість ефективності та залежність її рівня від настроїв інвесторів [6]. Отже, ключова ідея таких досліджень полягає в тому, що фінансові ринки не є ані повністю ефективними (як передбачає ЕМН), ані повністю не-ефективними, а їхня ефективність змінюється під впливом криз, пандемій, інституційних та технологічних трансформацій, а також коливань очікувань інвесторів.

В українській науковій літературі останніми роками спостерігається зростання інтересу до аналізу поведінкових теорій фінансів та можливостей їх адаптації до національних умов. В українському контексті дослідження поведінки інвесторів здебільшого зосереджені на макроекономічних чинниках, ризиках та інституційних аспектах. Зокрема, Давиденко Н. М., Гордей О. Д. та Новицька С. В. досліджували вплив поведінкових фінансів на споживчі звички різних поколінь [7]. Повод Т. приділяла увагу теоретичним засадам поведінкових фінансів, їх співвідношенню з поведінковою економікою та трансформації уявлень щодо раціональності економічних агентів на фінансових ринках [8]. Гайдаржийська О. М., Щепіна Т. Г. та Масиук І. І. обґрунтували, що поведінкові фінанси дозволяють пояснити процес прийняття рішень суб'єктами фінансового ринку та підвищують точність прогнозування його динаміки [9]. Подібні акценти простежуються у працях Давиденко Н., Буряк А. та Ключки О., які аналізували поведінку інвесторів у контексті вдосконалення процесу прийняття інвестиційних рішень [10]. Кузьмінський В. та Коваль А. досліджували роль довіри, рівня фінансової грамотності та структурних бар'єрів як ключових чинників поведінкової реакції на ринку на прикладі інвестиційних фондів [11]. Окремий напрямок представлений роботою Головач М., яка аналізувала реакції фондового ринку та інвесторів на екстремальні події, що перегукується з поведінковими аспектами кризових періодів [12].

Таким чином, у світовій науковій літературі підтверджується релевантність АМН для аналізу ринків, що перебувають у фазі трансформації чи зазнають зовнішніх шоків, тоді як в українському академічному дискурсі переважають роботи, орієнтовані на окремі поведінкові аспекти, без системної перевірки гіпотези адаптивного ринку. Роботи, присвячені адаптивності, є поодинокими, що створює простір для нових наукових розвідок та створює дослідницьку прогалину, пов'язану з необхідністю комплексного тестування АМН на прикладі українського ринку цінних паперів, з урахуванням його специфічних етапів розвитку у 2006—2024 роках.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ (ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ)

Метою дослідження є виявлення та оцінка адаптивності ринку цінних паперів України у 2006—2024 роках у контексті Гіпотези адаптивності ринку Е. Ло, з ураху-

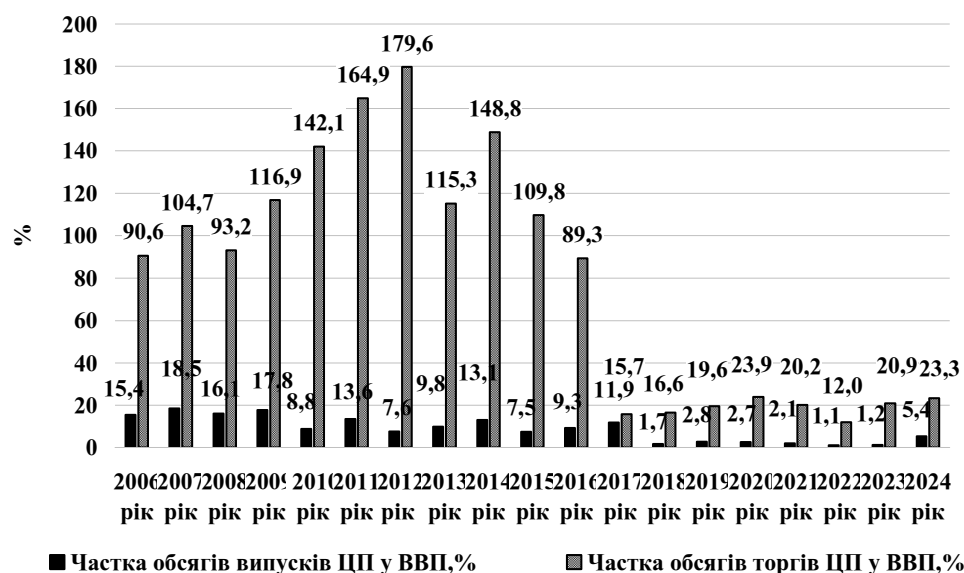


Рис. 1. Динаміка нормованих (у % до ВВП) обсягів випусків цінних паперів та обсягів торгів цінними паперами на фондовому ринку України за 2006—2024 роки

Джерело: побудовано авторами за даними [13].

ванням впливу зовнішніх шоків, внутрішніх трансформацій та поведінкових чинників активності інвесторів та емітентів. З метою досягнення поставлених цілей у дослідженні використано наступні методи: трендового аналізу для виявлення закономірностей у поведінці показників, нормування показників шляхом приведення їх до ВВП для врахування інфляційних чинників та оцінки глибини проникнення ринку. Для аналізу в роботі використано панельні дані, які охоплюють період 2006—2024 років, що включає такі шоківі події:

- політичні зміни (2004, 2010, 2014, 2019 роки);
- фінансову кризу (2008-2009 роки);
- анексію Криму та окупацію сходу України (2014 рік);
- пандемію COVID-19 (2020 рік);
- повномасштабну війну (2022—2024 роки).

Джерело інформації — річні звіти НКЦПФР за 2006—2024 роки [13].

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Гіпотеза адаптивності ринку (АМН) передбачає, що ринки змінюють свою поведінку залежно від зовнішніх умов, а інвестори — адаптуються, змінюючи стратегії. У цьому дослідженні використано як пряму, так і непряму оцінку поведінки фондового ринку. Пряма оцінка здійснюється за показником обсягів торгів цінними паперами, що має засвідчувати активність учасників ринку, їхню реакцію на інформацію, волатильність, ліквідність — тобто реальну поведінку ринку. Для непрямой оцінки використано показники емісійної активності (обсяг випусків акцій та облігацій) як індикатори адаптації компаній до ринкових умов, що відобража-

ють структуру ринку, регуляторну політику, інвестиційний клімат.

У контексті перевірки положень АМН проведено аналіз динаміки частки обсягів випусків та частки обсягів торгів цінними паперами у ВВП України протягом 2006—2024 років. Ці показники відображають глибину проникнення фондового ринку у національну економіку, а їхня еволюція є важливим індикатором здатності ринку адаптуватися до зовнішніх і внутрішніх шоків. Динаміка показників (рис. 1) загалом підтверджує гіпотезу адаптивності ринку — український ринок цінних паперів реагує на шоки (2008, 2014, 2022 роки), різко втрачає ефективність, але поступово адаптується та знаходить нову рівновагу (хоча й на багато нижчих рівнях ліквідності й капіталізації).

Більш детальний аналіз поведінки ринку за окремими стадіями його розвитку та шоківими подіями (табл. 2) засвідчив, що у докризовий період (2006—2008 роки)

Таблиця 2. Реакція ринку цінних паперів України на шоки (2006—2024 рр.) з інтерпретацією стадій розвитку за АМН

Період (роки)	Характеристика ринку	Поведінка показників (випуски / торги)	Стадія за АМН
2006—2008 (докризовий підйом)	Формування активного ринку, високий інтерес інвесторів	Випуски 15–18%, торги 90–105% ВВП	Ефективний стан – висока ліквідність, зростаюча довіра
2009 (світова криза)	Удар глобальної фінансової кризи	Випуски 17,8%, торги 116,9%	Шок та адаптація – інвестори зберігають активність на вторинному ринку
2010—2012 (відновлення)	Зростання торгів, але падіння випусків ЦП	Випуски 8–13%, торги 142–180%	Перехідний стан – ринок адаптується, вторинні операції компенсують слабкі випуски
2013—2016 (криза та початок війни)	Зниження довіри, перші ознаки втрати ліквідності	Випуски 7–13%, торги з 115% до 89%	Поступова неефективність – інвестори виходять, ліквідність знижується
2017—2018 (крах ліквідності)	Вторинний ринок майже зупинився	Випуски з 11,9 % до 1,7%, торги 15–16%	Крах ефективності – різке падіння ліквідності, мінімальна довіра
2019—2021 (низька активність)	Ринок зберігається формально	Випуски 2–3%, торги 19–20%	Вивживання – ринок існує на «нижній межі»
2022 (повномасштаб на війна)	Майже повна зупинка	Випуски 1,1%, торги 12%	Екстремальний шок – мінімальна активність
2023—2024 (поступове відновлення)	Легке поживлення після війни	Випуски 1,2 - 5,4%, торги 20,9 - 23,3%	Адаптивність – слабке, але позитивне відновлення

Джерело: узагальнено авторами за проведеними розрахунками.

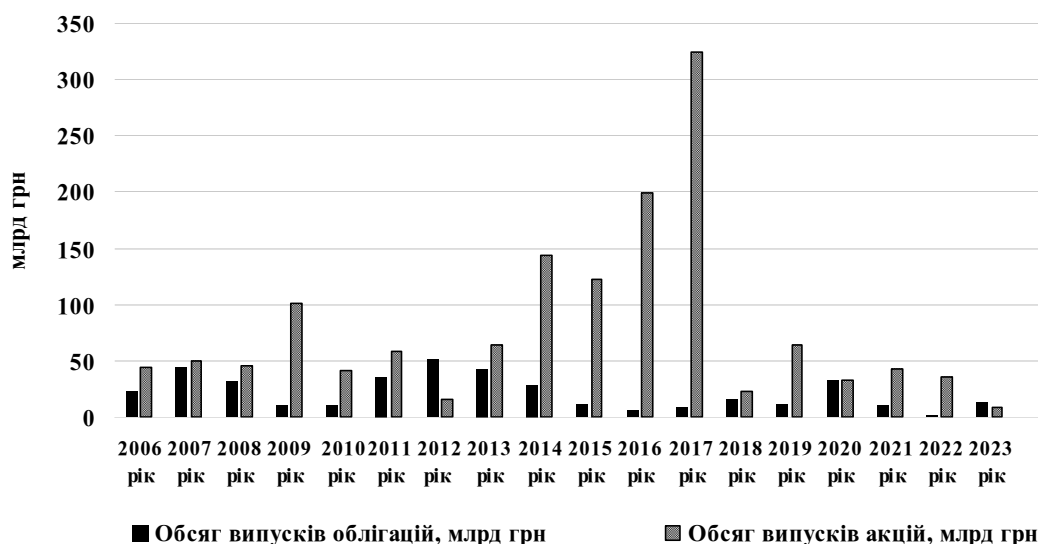


Рис. 2. Динаміка обсягів випусків акцій та облігацій в Україні за 2006—2024 роки (у номінальних цінах), млрд грн

Джерело: побудовано авторами за даними [13].

український фондовий ринок характеризувався відносно високим рівнем розвитку. Частка обсягів випусків цінних паперів становила 15—18% ВВП, а частка обсягів торгів сягала 90—105% ВВП, що свідчить про високу ліквідність і активність як первинного, так і вторинного ринків. Така структура ринку демонструвала його диверсифікованість і зростаючу ліквідність, що узгоджується з тезами АМН про періоди підвищеної ефективності. Найбільші обсяги операцій припадали на акції (39,94%), облігації (23,23%) та векселі (21,72%).

В умовах глобальної фінансової кризи ці показники продемонстрували неочікувану стійкість: частка випусків цінних паперів навіть дещо зросла (17,8%), тоді як обсяги торгів цінними паперами залишалися значними (116,9%). Така поведінка узгоджується з тезою АМН про те, що інвестори здатні адаптуватися до нових умов, змінюючи власні стратегії.

У 2010—2012 роках ринок демонстрував відновлення на тлі поступового зростання довіри інвесторів. При цьому спостерігалось скорочення випусків (8,8—13,6% ВВП) за одночасного рекордного зростання обсягів торгів (142,1—179,6% ВВП). Це свідчить про переорієнтацію інвесторів із первинного сегмента на вторинний ринок, що знову ж таки підтверджує адаптивність поведінки учасників.

Проте у 2013 році розпочався спад, викликаний додатковими змінами: запровадження особливого податку на операції з відчуження цінних паперів і деривативів призвело до падіння обсягів торгів із 2530,87 млрд грн у 2012 році до 1676,97 млрд грн у 2013 році. Основне скорочення відбулося на позабіржовому ринку (зменшення до 1213,54 млрд грн). Водночас обсяг торгів усе ще випереджав ВВП на 222 млрд грн, що засвідчує певну інерційність фондового ринку.

У період 2014—2016 років ринок зазнав істотних трансформацій під впливом розпочатого воєнного конфлікту на сході України та макроекономічної нестабільності. У 2016 році структура торгів змістилася в бік державних облігацій України (ОВДП), на які припадало 210,08 млрд грн або 89,24% біржових контрактів. Це

відображає прагнення інвесторів до безпечніших інструментів у період кризи.

У 2017—2021 роках відбулося подальше зниження ринкової активності. Випуски коливалися у межах 1,7—3% ВВП, торги — на рівні 15—20%. При цьому ключова роль залишалася за ОВДП: у 2020 році їхня частка становила 82,5% від загального обсягу торгів. Така концентрація свідчить про звуження спектра фінансових інструментів та втрату диверсифікації.

Повномасштабна

війна 2022 року спричинила найглибшу кризу: частка випусків скоротилася до 1,1% ВВП, а торги впали до 12%. Проте вже у 2023—2024 роках почали проявлятися ознаки адаптації. Обсяг торгів на ринку капіталу у 2024 років становив 1,54 трлн грн (ОВДП — 86,43%), а додатковими напрямками стали операції з облігаціями іноземних держав (5,71%) та свопами (2,09%). У структурі випусків ключовим став фактор реєстрації випуску акцій АТ "НАЕК Енергоатом", що забезпечив 84% від загального обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2024 році. Це засвідчує не лише виживання, а й поступове відновлення інтересу до операцій на фондовому ринку в умовах воєнної економіки.

Таким чином, еволюція українського фондового ринку у 2006—2024 роках підтверджує логіку АМН: ринок проходив цикли від відносної ефективності до криз і майже повної втрати ліквідності, проте зберігав здатність до адаптації. У різні періоди змінювалася як структура інструментів (від акцій у 2000-х до домінування ОВДП після 2016 року), так і поведінка інвесторів, які переорієнтовувалися на найбільш безпечні активи. Навіть у 2022 році, коли активність досягла мінімуму, ринок не зник, а вже у 2024 році демонструє поступове відновлення, що є характерною ознакою адаптивності відповідно до положень АМН.

У сучасній фінансовій системі емісія цінних паперів виступає ключовим механізмом залучення капіталу для підприємств та банківських установ. Цей процес не є статичним: у відповідь на зміну зовнішніх економічних, політичних чи регуляторних умов, суб'єкти господарювання змушені переглядати та адаптувати свої фінансові стратегії, зокрема — обирати між різними інструментами емісії. Акції та облігації, як основні форми цінних паперів, виконують принципово різні функції у фінансовій архітектурі. Облігації є борговими інструментами, що передбачають фіксовані зобов'язання емітента перед інвестором. Їх ефективне розміщення потребує стабільного макроекономічного середовища та високого рівня довіри з боку кредиторів. Натомість акції репрезентують ризикову форму інвестування, яка не перед-

бачас обов'язкового повернення вкладених коштів, але водночас відкриває перспективу участі в прибутках підприємства та перерозподілу власності.

У періоди ринкових шоків — таких як фінансові кризи, геополітична нестабільність чи інфляційні сплески — поведінка учасників ринку змінюється. Вони здійснюють перехід між різними фінансовими інструментами залежно від рівня ризику, очікуваної дохідності та доступності капіталу. Така динаміка є проявом адаптивності ринку, що узгоджується з положеннями гіпотези адаптивного ринку, згідно з якою ефективність фінансових ринків не є сталою, а змінюється під впливом еволюційних процесів та поведінкових факторів. Таким чином, вибір між емісією акцій чи облігацій у різних фазах економічного циклу є не лише технічним рішенням, але й свідченням здатності ринку до адаптації в умовах невизначеності.

Аналіз обсягів емісії цінних паперів протягом 2006—2024 років (рис. 2) свідчить, що ринок дійсно поводить адаптивно: у кризові моменти учасники змінюють перевагу між акціями й облігаціями. Це узгоджується з АМН, яка передбачає чергування режимів (ефективності, ірраціональності, перебудови).

Більш детальний аналіз обсягів емісій акцій та облігацій за досліджуваний період в розрізі періодів та шоків подій (табл. 3) дозволив виявити закономірності, які дозволяють інтерпретувати розвиток фондового ринку крізь призму АМН. Одним із ключових спостережень є зміна пріоритетів у виборі інструментів фінансування залежно від зовнішніх шоків та фаз економічного циклу.

Так, у кризові періоди (2008—2009 роки, 2014 рік, 2022 рік) компанії значно скорочували обсяги емісії облігацій, уникаючи додаткових боргових зобов'язань. Це зумовлювалося як підвищенням ризику дефолтів, так і зниженням ліквідності ринку боргових інструментів. Водночас спостерігалось зростання емісії акцій, що свідчило про прагнення бізнесу до гнучкіших джерел фінансування. Зокрема, у 2014—2016 роках цей зсув був особливо помітним і може розглядатися як прояв поведінкової реакції емітентів на кризові умови.

У періоди відносної стабільності (2011—2013 роки, 2019–2020 роки) ситуація змінювалася: відбувалося поступове відновлення балансу між акціями та облігаціями. Проте довіра до боргових інструментів поверталася повільніше, що підкреслює інерційний характер очікувань учасників ринку. Особливого значення набуває 2024 рік, коли обсяг емісії акцій (зокрема, АТ "НАЕК Енергоатом" мав 84% від загального обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2024 році) досяг рекордних 364,56 млрд грн навіть в умовах триваючої війни. Така

Таблиця 3. Реакція первинного ринку цінних паперів на шоки (2006—2024 рр.) з інтерпретацією АМН

Шок / період	Зміни в облігаціях	Зміни в акціях	Інтерпретація з точки зору Гіпотези адаптивності ринку (АМН)
Фінансова криза 2008–2009 рр.	2009: –68% (обвал боргового фінансування)	2009: +119% (зростання випусків акцій)	Учасники втратили довіру до боргових інструментів, переключились на акції. Ринок адаптувався, змінивши домінуючий механізм залучення капіталу.
Післякризове відновлення 2010–2013 рр.	Коливання: від –6% до +278%	Коливання: від –60% до +305%	Відбувається пошук балансу між інструментами. Ринок демонструє змінність, але адаптується, використовуючи різні форми фінансування залежно від довіри.
Військові потрясіння 2014–2015 рр.	2014: –32%, 2015: –61% (падіння)	2014: +125%, 2015: –15%	На початку війни боргове фінансування скоротилось, натомість акції зросли. Це підтверджує перехід до власного капіталу у часи високих ризиків.
Відновлення 2016–2017 рр.	2016: –52%, 2017: +51%	2016: +63%, 2017: +63%	Ринок повертається до зростання. Паралельне зростання в акціях і облігаціях свідчить про відновлення довіри.
Криза COVID-19 2020 р.	+194% (сплеск боргових випусків)	–48% (скорочення акцій)	Учасники віддають перевагу борговим інструментам як більш передбачуваним. Ринок адаптується до нових умов.
Повномасштабна війна 2022–2024 рр.	2022: –80%, 2023: +543% (різка зміна)	2022: –18%, 2023: –74%	У перший рік війни ринок завмер, потім відбулося різке зростання боргових інструментів. Акції залишаються слабким механізмом. Адаптивність проявляється у «перемиканні» на боргове фінансування.
2024 р. (докапіталізація)	–61%	+3884%	Ринок різко переорієнтувався на емісію акцій для виживання компаній та перерозподілу власності, насамперед АТ «НАЕК Енергоатом». Це сильний прояв адаптивності — механізми фінансування змінюються залежно від потреб економіки.

Джерело: узагальнено авторами за проведеними розрахунками.

динаміка може виступати свідченням здатності ринку пристосовуватися до екстремальних умов та підтверджувати його адаптивність.

Варто також наголосити, що навіть за умови номінального зростання обсягів емісії, зумовленого інфляційними чинниками, співвідношення між акціями та облігаціями чітко відображає адаптивні механізми. Це дає підстави стверджувати, що ринок цінних паперів України демонструє поведінкову пластичність, переходячи від одного інструменту до іншого залежно від природи та інтенсивності шоків. Акції в такому контексті виступають своєрідним "резервним каналом фінансування" та захистом від поглинань (однак й інструментом перерозподілу власності), здатним забезпечити доступ до капіталу навіть у високоризикових умовах, тоді як облігації втрачають свою привабливість у кризові фази.

Таким чином, емпіричний аналіз підтверджує положення Гіпотези адаптивного ринку, відповідно до якої фінансові інструменти та поведінка учасників змінюються під впливом зовнішніх викликів. Український ринок цінних паперів демонструє адаптивність, відображаючи здатність економічних агентів гнучко реагувати на

кризові явища та поступово відновлювати рівновагу в стабільні періоди.

Результати проведеного дослідження дають підстави сформулювати низку рекомендацій, спрямованих на підвищення стійкості та ефективності українського ринку цінних паперів в умовах постійних зовнішніх та внутрішніх викликів:

Передусім важливо забезпечити більшу регуляторну гнучкість. Політика держави та фінансових регуляторів має бути адаптивною, здатною швидко реагувати на кризові явища та структурні трансформації. Це передбачає впровадження антикризових інструментів підтримки ліквідності та розробку механізмів, що сприятимуть відновленню довіри учасників ринку.

Не менш значущим напрямом є диверсифікація фінансових інструментів. Надмірна концентрація на окремих сегментах, зокрема державних облигацій, знижує стійкість ринку. Розширення пропозиції інструментів дозволить інвесторам обирати стратегії відповідно до власного рівня ризику та очікуваної доходності, що особливо важливо у кризових умовах.

Стимулювання емісійної активності компаній повинно стати ще одним пріоритетом. У періоди нестабільності, коли боргові інструменти втрачають привабливість, ринок акцій може виконувати роль основного каналу залучення капіталу. Тому варто створювати умови, що полегшать доступ бізнесу до ринку власного капіталу, зокрема через дерегуляцію, зниження транзакційних витрат та розвиток механізмів захисту прав інвесторів, зокрема і за умов залучення інвестицій для повоєнної відбудови країни. Особливу увагу слід приділити відновленню довіри до корпоративних облигацій. Підвищення прозорості, посилення вимог до розкриття інформації та запровадження механізмів мінімізації ризиків дефолтів сприятимуть швидшому поверненню інтересу інвесторів до цього сегмента у фазах стабілізації.

Важливим завданням є розвиток вторинного ринку, який відіграє вирішальну роль у підтриманні ліквідності та привабливості фондового ринку загалом. Для цього необхідно вдосконалювати біржову інфраструктуру, впроваджувати сучасні торгові технології та стимулювати діяльність маркет-мейкерів.

Оскільки поведінкові чинники визначають адаптивність ринку, інтеграція підходів поведінкових фінансів у стратегії розвитку є нагальною потребою. Врахування факторів довіри, очікувань, рівня фінансової грамотності та інституційних бар'єрів дозволить більш адекватно прогнозувати реакції учасників та розробляти дієвіші політики.

Нарешті, в умовах воєнної економіки особливого значення набуває міжнародна інтеграція. Використання інструментів подвійного лістингу, розвиток співпраці з іноземними біржами та активніше залучення міжнародних інвесторів здатні посилити стійкість українського фондового ринку, підвищити його капіталізацію та ліквідність.

Таким чином, рекомендації, що випливають із проведеного аналізу, акцентують на необхідності комплексного підходу до реформування фондового ринку України. Лише поєднання регуляторної гнучкості, інститу-

ційних змін, розвитку інфраструктури та інтеграції поведінкових чинників може забезпечити його здатність до ефективної адаптації в умовах глобальної нестабільності та внутрішніх трансформацій.

ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

За результатами емпіричного дослідження можна зробити наступні висновки:

1. Український фондовий ринок у 2006—2024 роках продемонстрував циклічний характер розвитку, чергуючи фази відносної ефективності та ліквідності з періодами глибоких криз і майже повної втрати активності. Реакція ринку на зовнішні та внутрішні шоки підтверджує положення Гіпотези адаптивного ринку: ефективність ринку є змінною величиною, що залежить від середовища та поведінки учасників.

2. У кризові періоди облигації втрачали привабливість через зростання ризику дефолтів та низьку ліквідність, натомість компанії орієнтувалися на випуск акцій як більш гнучкого механізму залучення капіталу.

3. У фазах відносної стабільності відбувалося поступове відновлення балансу між акціями та облигаціями, однак довіра до боргових інструментів відновлювалася повільніше, що свідчить про інерційність очікувань інвесторів.

4. Ринок цінних паперів України продемонстрував властивості "живого організму", що реагує на зміни середовища: від зростання ліквідності у 2006—2008 роках до майже повної зупинки у 2022 році та поступового відновлення у 2023—2024 роках.

5. Загальна динаміка підтверджує положення гіпотези адаптивного ринку (АМН), оскільки учасники ринку змінюють свої фінансові стратегії залежно від зовнішніх умов, демонструючи еволюційну гнучкість, а не статичну ефективність, як це передбачає класична гіпотеза ефективного ринку (ЕМН).

Подальші наукові розвідки можуть передбачати наступні напрями: поглиблений економетричний аналіз часової мінливості ефективності українського фондового ринку із застосуванням сучасних моделей; дослідження поведінкових чинників (довіра, очікування, фінансова грамотність) та їхнього впливу на адаптивність ринку; секторний та інструментальний аналіз (акції, облигації, деривативи) з метою виявлення відмінностей у реакції різних сегментів на шоки; порівняльні дослідження з ринками Центрально-Східної Європи для виявлення спільних і специфічних рис адаптивності.

Література:

1. Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work *Journal of Finance*. Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28—30, 1969 (May, 1970), 383-417. URL: <https://doi.org/10.2307/2325486> <https://www.jstor.org/stable/2325486>
2. Lo, Andrew W. (2004) The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective. *Journal of Portfolio Management*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=602222>

3. Адаптивні ринки. Фінансова еволюція на швидкості думки. URL: <https://hub.kyivstar.ua/reviews/adaptivni-rinki-finansova-evolyucziya-na-shvidkosti-dumki>

4. Osamah Al-Khazali, Ali Mirzaei (2017). Stock market anomalies, market efficiency and the adaptive market hypothesis: Evidence from Islamic stock indices. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol. 51. November 2017, 190—208. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.10.001>

5. Alekneviciene, V., Klasauskaite, V., & Alekneviciute, E. (2021). Behavior of calendar anomalies and the adaptive market hypothesis: evidence from the Baltic stock markets. *Journal of Baltic Studies*. 53 (2). 187—210. URL: <https://doi.org/10.1080/01629778.2021.1990094>

6. Tripathi, A., Vipul, V., & Dixit, A. (2020). Adaptive market hypothesis and investor sentiments: Global evidence. *Managerial Finance*, 46 (11), 1407—1436. URL: <https://doi.org/10.1108/MF-08-2019-0396>

7. Давиденко, Н. М., Гордей О.Д., Новицька С.В. (2025). Поведінкові фінанси та їх вплив на споживчі вподобання різних поколінь. Вісник післядипломної освіти: збірник наукових праць. Серія "Соціальні та поведінкові науки; Управління та адміністрування". Вип. 31 (60). С.158—173 URL: [https://doi.org/10.58442/3041-1858-2025-31\(60\)-158-173](https://doi.org/10.58442/3041-1858-2025-31(60)-158-173)

8. Повод, Т. (2022). Поведінкові фінанси: сутність та підходи до визначення. *Таврійський науковий вісник. Серія: Економіка*, (14), 102—109. URL: <https://doi.org/10.32782/2708-0366/2022.14.13>

9. Гайдаржийська, О. М., Щепіна, Т. Г., Масиук, І. І. (2020). Поведінкові фінанси та їх вплив на фінансовий результат діяльності підприємства. *Економіка. Фінанси. Право*. 3 (1). URL: [https://doi.org/10.37634/efp.2020.3\(1\).4](https://doi.org/10.37634/efp.2020.3(1).4)

10. Davydenko N., Buriak A., Kliuchka O. (2024) Behavioural aspects of investment decisions, *Причорноморські економічні студії*, 2024. вип. 85. 96—99. URL: <https://doi.org/10.32782/bses.85-17>

11. Кузьмінський, В., Коваль, А. (2024). Інвестиційні фонди на ринку цінних паперів. *Вчені записки Університету "КРОК"*, 1(69), 48-55. URL: <https://snku.krok.edu.ua/index.php/vcheni-zapiski-universitetu-krok/article/view/811>

12. Головач М. Ю. (2022) Фінансова безпека ринку цінних паперів в умовах війни. *Modern Economics*. 2022. № 34(2022). 36—42. URL: [https://doi.org/10.31521/modecon.V34\(2022\)-05](https://doi.org/10.31521/modecon.V34(2022)-05). <https://modecon.mnau.edu.ua/financial-security-of-the-stock/>

13. Офіційні дані про емісію та торги цінними паперами. Річний звіт НКЦПФР за 2006—2024 роки. URL: https://smida.gov.ua/about/zvity_komisiyi

References:

1. Fama, E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York, N.Y., December 28—30, 1969 (May, 1970), pp. 383—417, available at: <https://www.jstor.org/stable/2325486> (Accessed 2 Sept 2025). <https://doi.org/10.2307/2325486>

2. Lo, A.W. (2004), "The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective", *Journal of Portfolio Management*, forthcoming, available at: <https://ssrn.com/abstract=602222> (Accessed 3 Sept 2025).

3. Kyivstar (2018), "Adaptive Markets. Financial Evolution at the Speed of Thought" available at: <https://hub.kyivstar.ua/reviews/adaptivni-rinki-finansova-evolyucziya-na-shvidkosti-dumki> (Accessed 3 Sept 2025).

4. Al-Khazali, O. and Mirzaei, A. (2017), "Stock market anomalies, market efficiency and the adaptive market hypothesis: Evidence from Islamic stock indices", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 51, pp. 190-208. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.10.001>.

5. Alekneviciene, V., Klasauskaite, V. and Alekneviciute, E. (2021), "Behavior of calendar anomalies and the adaptive market hypothesis: Evidence from the Baltic stock markets", *Journal of Baltic Studies*, vol. 53, no. 2, pp. 187—210. <https://doi.org/10.1080/01629778.2021.1990094>.

6. Tripathi, A., Vipul, V. and Dixit, A. (2020), "Adaptive market hypothesis and investor sentiments: Global evidence", *Managerial Finance*, vol. 46, no. 11, pp. 1407—1436. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2019-0396>.

7. Davydenko, N.M., Hordey, O.D. and Novytska, S.V. (2025), "Behavioral finance and their influence on consumer preferences of different generations", *Visnyk pisliadyplomoi osvity: zbirnyk naukovykh prats. Serii "Sotsial'ni ta povedinkovi nauky; Upravlinnia ta administruvannia"*, vol. 31 (60), pp. 158—173. [https://doi.org/10.58442/3041-1858-2025-31\(60\)-158-173](https://doi.org/10.58442/3041-1858-2025-31(60)-158-173).

8. Povod, T. (2022), "Behavioral finance: essence and approaches to definition", *Tavrijs'kyj naukovyj visnyk. Serii: Ekonomika*, vol. 14, pp. 102—109. <https://doi.org/10.32782/2708-0366/2022.14.13>.

9. Haidarzhys'ka, O.M., Shchepina, T.H. and Mas'yiuk, I.I. (2020), "Behavioral finance and their influence on the financial performance of the enterprise", *Ekonomika. Finansy. Pravo*, vol. 3 (1). [https://doi.org/10.37634/efp.2020.3\(1\).4](https://doi.org/10.37634/efp.2020.3(1).4).

10. Davydenko, N., Buriak, A. and Kliuchka, O. (2024), "Behavioural aspects of investment decisions", *Prychornomors'ki ekonomichni studii*, vol. 85, pp. 96—99. <https://doi.org/10.32782/bses.85-17>.

11. Kuz'mins'kyj, V. and Koval', A. (2024), "Investment funds in the securities market", *Vcheni zapysky Universytetu "KROK"*, vol. 1 (69), pp. 48—55, available at: <https://snku.krok.edu.ua/index.php/vcheni-zapiski-universitetu-krok/article/view/811> (Accessed 6 Sept 2025).

12. Holovach, M.Yu. (2022), "Financial security of the securities market in wartime conditions", *Modern Economics*, vol. 34, pp. 36—42, available at: <https://modecon.mnau.edu.ua/financial-security-of-the-stock/> (Accessed 6 Sept 2025). [https://doi.org/10.31521/modecon.V34\(2022\)-05](https://doi.org/10.31521/modecon.V34(2022)-05)

13. NSSMC (2025), "Official data on the issuance and trading of securities. Annual report of NSSMC", available at: https://smida.gov.ua/about/zvity_komisiyi (Accessed 8 Sept 2025).

Стаття надійшла до редакції 05.10.2025 р.