



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2026.08.020>

УДК 336.763; 347.72.036; 338.2; 339.7

JEL: G15, G18, G20, G34, K22, O16

Є.В. РЕДЗЮК, канд. екон. наук, доц.,
старший науковий співробітник сектору міжнародних фінансових досліджень
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна
e-mail: redzyuk@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-3054-2876>

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ ТА ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ ДЕФЕКТИ ПРОЦЕДУРИ SQUEEZE-OUT В УКРАЇНІ: ШЛЯХИ ПОДОЛАННЯ В КОНТЕКСТІ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

Здійснено комплексний аналіз процедури примусового викупу акцій (squeeze-out) в Україні. Доведено факт перетворення процедури squeeze-out в Україні з інструменту корпоративної оптимізації на механізм позаекономічної експропріації міноритарної власності, що призвело до стагнації вітчизняного фондового ринку. Обґрунтовано застосування методу дисконтованих грошових потоків з обов'язковим урахуванням премії за втрату контролю і синергетичних ефектів.

Ключові слова: squeeze-out; примусовий викуп; міноритарні акціонери; справедлива вартість; фондовий ринок; корпоративне управління; інвестиційний клімат; фінансово-економічна євроінтеграція.

Трансформація національної економіки в умовах європейської інтеграції та повоєнного відновлення вимагає створення бездоганного інституційного середовища, здатного гарантувати захист прав власності й стимулювати приплив іноземного і внутрішнього капіталу. Фондовий ринок виступає центральним драйвером мобілізації інвестиційних ресурсів, проте його ефективність критично залежить від якості корпоративного управління. Запрова-

Ц и т у в а н н я: Редзюк, Є. (2026). Інституціональні та економіко-правові дефекти процедури squeeze-out в Україні: шляхи подолання в контексті євроінтеграції. *Економіка України*. 69. 08(777). 20—36. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2026.08.020>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2026. Стаття опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

дження в Україні процедури примусового викупу акцій (squeeze-out) декларувалось як крок назустріч європейським стандартам, проте на практиці призвело до масштабних порушень прав міноритарних інвесторів і фактичного колапсу біржової торгівлі дольовими інструментами. Невідповідність механізмів реалізації процедури примусового викупу акцій конституційним принципам недоторканності власності й базовим економічним законам ціноутворення створює фундаментальну проблему — легітимізація державою інструменту збагачення олігархічних структур за рахунок дрібних інвесторів. Розв'язання цієї проблеми має стратегічне значення, оскільки без відновлення довіри до фондового ринку і забезпечення справедливої оцінки активів повоєнне інвестиційне відродження України є неможливим.

Проблематика корпоративного управління, захисту прав міноритарних акціонерів та імплементації процедури примусового викупу акцій перебуває у фокусі уваги багатьох вітчизняних і зарубіжних науковців. Фундаментальні основи вирішення корпоративних конфліктів закладено в працях таких світових дослідників, як Р. Краакман із співавторами (Kraakman et al., 2017), Л. Бебчук із співавторами (Bebchuk et al., 2009) і Р. Ла Порта із співавторами (La Porta et al., 1999), які довели пряму кореляцію між рівнем захисту інвесторів і розвитком ринків капіталу, а також сформували теоретичну рамку для розуміння корпоративного права як відповіді на універсальні економічні й агентські проблеми корпорацій. В українському науковому дискурсі правові та економічні аспекти squeeze-out глибоко аналізували О. Беляневич (2024), О. Борзенко і Є. Редзюк (2023), О. Гарагонич (2019), О. Кологойда і В. Стафійчук (2018), Т. Пожоджук (2024), Є. Редзюк (2020), В. Щербина і В. Резнікова (2023) та інші. Водночас невирішеною частиною загальної проблеми залишається відсутність комплексного економіко-правового обґрунтування методології визначення «справедливої вартості» акцій в умовах абсолютно неліквідного фондового ринку перехідної економіки. Більшість вітчизняних досліджень зосереджено на суто юридичному формалізмі, що залишає поза увагою глибинну економічну асиметрію процедури і руйнівні макроекономічні наслідки відповідного Закону України¹ для архітектури вітчизняного фінансового сектору.

Отже, **мета статті** — здійснити комплексний науково-теоретичний та емпіричний аналіз системних дефектів процедури squeeze-out в Україні; довести концептуальні прорахунки існуючих підходів до оцінювання вартості акцій; обґрунтувати необхідність імплементації доктрини «абсолютної справедливості» (entire fairness) із застосуванням методу дисконтованих грошових потоків (discounted cash flow — DCF); розробити стратегічні рекомендації щодо демонополізації корпоративного сектору і відновлення ліквідності вітчизняного фондового ринку в контексті євроінтеграційних вимог.

¹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах. Закон України № 1983-VIII від 16.11.2017 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1983-19#Text>

Методи дослідження. Для досягнення заявленої мети використано концептуальний синтез системно-структурного та інституційно-еволюційного підходів, що дозволило комплексно розкрити природу економіко-правових деформацій процедури примусового викупу акцій в умовах трансформаційної економіки України. Із застосуванням методів статистичного, структурно-динамічного і компаративного аналізу макроекономічних і біржових індикаторів (за даними НКЦПФР, Світового банку, WFE й Bloomberg за 2015—2025 рр.) виявлено деструктивні тенденції стагнації вітчизняного ринку дольових цінних паперів у порівнянні з ринками капіталу країн ЄС. За допомогою порівняльно-правового методу зіставлено українську нормативну практику із зарубіжними регламентаціями, зокрема європейською Директивою про поглинання і англосаксонською судовою доктриною «цілковитої справедливості» (Entire Fairness). Метод аналізу конкретних ситуацій та критичний аналіз судової практики використано під час узагальнення правових позицій Верховного суду України щодо корпоративних спорів. Фінансово-економічний інструментарій обґрунтування «справедливої вартості» реалізовано на основі дохідного підходу із застосуванням моделі дисконтованих грошових потоків (DCF), ринкового бенчмаркінгу, а також обов'язкового врахування синергетичних ефектів і премії за втрату контролю.

Інститут примусового викупу акцій міноритарних акціонерів мажоритарним власником (squeeze-out) був запроваджений в українське корпоративне законодавство як елемент гармонізації з правом Європейського Союзу та інструмент підвищення ефективності корпоративного управління. Його нормативна мета полягала в спрощенні структури власності акціонерних товариств, зменшенні трансакційних витрат, усуненні корпоративних конфліктів і створенні передумов для стратегічного управління компаніями. Проте практична реалізація squeeze-out в Україні виявила глибокі системні дефекти, які поставили під сумнів відповідність цього механізму базовим принципам захисту права власності, справедливості й пропорційного втручання держави в приватні майнові відносини. Ключовою проблемою стала де-факто інституціоналізація асиметрії інтересів між мажоритарними і міноритарними акціонерами. Формально дотримуючись процедурних вимог закону, мажоритарні власники отримали інструмент економічно примусового вилучення акцій за цінами, що не відображають їх реальної економічної вартості. У результаті squeeze-out в українській практиці перетворився з нейтрального інструменту корпоративної реструктуризації на механізм перерозподілу вартості на користь контролюючого мажоритарного акціонера^{2,3}.

Фундаментальна вада української моделі процедури squeeze-out полягає в спрощенні й викривленні поняття «справедлива вартість» та її транс-

² Там само.

³ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids (Takeover Bids Directive). *European Union*. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0025> (дата звернення: 02.03.2026).

формації до формально-облікових або квазіринкових показників, які не відображають економічної сутності бізнесу як безперервно діючого підприємства. Законодавець фактично делегував визначення ціни незалежному оцінювачу, не встановивши жорстких методологічних обмежень і стандартів, обов'язкових для застосування саме в примусових угодах. Це створило простір для опортуністичної поведінки, коли вибір методу оцінювання зумовлюється не економічною логікою, а інтересами сторони, що ініціює squeeze-out.

Системною проблемою є і відсутність процесуального балансу. В українській моделі міноритарні акціонери фактично позбавлені можливості впливати на процедуру оцінювання, ініціювати альтернативну експертизу до моменту завершення викупу або ефективно зупинити процедуру в разі очевидної несправедливості ціни. Судовий захист, як правило, має постфактумний характер і зводиться до формальної перевірки дотримання процедури з неможливістю застосувати чітку методологічну базу щодо економічної обґрунтованості компенсації. Ще однією вадою є ігнорування того, що squeeze-out за своєю природою — це форма примусового відчуження майна, яка має відповідати підвищеним стандартам захисту права власності, що впливають як з національних конституційних принципів (на наш погляд, порушуються ст. 1, 3, 8, 13, 41 Конституції України⁴), так і з практики Європейського суду з прав людини, а також світового досвіду корпоративного управління. Українська практика, однак, демонструє зворотну тенденцію — мінімізуються матеріальні гарантії на користь процедурного формалізму (Steiger, 2010; Kraakman et al., 2017; Kaplan, Ruback, 1995; Bebchuk et al., 2009; Щербина, Резнікова, 2023; La Porta et al., 1999).

В англосаксонських практиках правозастосування (насамперед, у праві штату Делавер) squeeze-out розглядається не як технічна корпоративна операція, а як конфлікт інтересів найвищого рівня⁵. Саме тому судова практика сформувала *доктрину цілковитої справедливості* — Entire Fairness⁶, яка вимагає одночасного доведення справедливості як процедури, так і ціни. Справедливий процес — Fair Dealing⁷ — охоплює часові рамки, структуру угоди, рівень розкриття інформації і реальну можливість міноритаріїв впливати на

⁴ Конституція України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254к/96-вр#Text>

⁵ Weinberger v. UOP, Inc. *Justia US Law*. URL: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1983/457-a-2d-701-4.html> (дата звернення: 02.03.2026).

⁶ Термін Entire Fairness (цілковита справедливість) походить з корпоративного права США (штат Делавер). Це найсуворіший стандарт судового перегляду угод, де існує конфлікт інтересів. Таким чином, якщо директора або мажоритарного акціонера звинувачують у тому, що він уклав вигідну для себе угоду коштом компанії, суд не просто вірить йому на слово, а вимагає довести, що угода була максимально чесною.

⁷ Fair Dealing (справедливий процес): суд аналізує, як готувалась угода, вимагаючи відповіді на запитання: Чи була вона ініційована вчасно? Де її обговорювали? Чи розкрили всі факти незалежним директорам? Чи не було тиску на тих, хто ухвалював рішення?

процес. У свою чергу, встановлення справедливої ціни — Fair Price⁸ — передбачає комплексну економічну оцінку, що базується на майбутній дохідності бізнесу, а не на історичних чи бухгалтерських показниках. Ключовим є те, що в межах забезпечення в суді процедури цілковитої справедливості тягар доведення справедливості лежить на мажоритарному акціонері. Такий підхід принципово змінює баланс сил і створює сильний превентивний ефект проти заниження вартості. У цьому випадку суд виступає не пасивним арбітром процедури, а активним інституційним гарантом економічної справедливості (Гарагонич, 2019;⁹).

Європейська правова традиція, зокрема, у межах Директиви про поглинання, виходить з презумпції того, що примусовий викуп є допустимим лише за умови забезпечення міноритарним акціонерам економічного еквіваленту їхньої участі в компанії. У більшості країн ЄС справедлива ціна визначається через комбінацію ринкових індикаторів, середніх біржових котирувань за тривалий період і фундаментальних методів оцінювання. При цьому ключовим є принцип, за яким міноритарний акціонер не може опинитись у гіршому становищі, ніж у разі добровільного продажу акцій на відкритому ринку. Важливою особливістю європейської моделі є інституційна роль регулятора або спеціалізованого суду, який перевіряє не лише формальну коректність, а й економічну логіку застосованої методології. Таким чином, оцінка перестає бути приватною справою сторін і набуває публічно-правового виміру¹⁰.

Сучасні світові практики розвинутих ринків капіталів при оцінюванні угод з об'єднання компаній або придбання однієї фірми іншою для розширення бізнесу, укрупнення капіталу чи посилення ринкових позицій таку процедуру називають злиттям і поглинанням (mergers and acquisitions — M&A) і вже понад 30 років як провідний метод оцінювання використовують саме дисконтований грошовий потік (DCF). Це надійний і перевірений підхід до встановлення справедливої вартості цільових компаній, який майже ніколи не призводить до корпоративних конфліктів. Отже, міжнародна практика однозначно свідчить, що ключовим методом оцінювання в примусових викупах має бути DCF, оскільки саме він дозволяє відобразити очікувану майбутню дохідність бізнесу. Його застосування забезпечує концептуальну відповідність принципу справедливої компенсації, адже міноритарний акціонер отримує вартість, еквівалентну його економічному інтересу в майбутніх вигодах компанії. Методи порівняльних мультиплікато-

⁸ Fair Price (справедлива ціна): суд оцінює економічний бік угоди, встановлюючи, чи відповідає ціна ринковій вартості. Тут ураховуються активи, дивіденди, ринкові перспективи та інші фінансові фактори.

⁹ Weinberger v. UOP, Inc. *Justia US Law*. URL: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1983/457-a-2d-701-4.html> (дата звернення: 02.03.2026).

¹⁰ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids (Takeover Bids Directive). *European Union*. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0025> (дата звернення: 02.03.2026).

рів мають використовуватись як допоміжні, з урахуванням галузевих ризиків, структури капіталу й ліквідності ринку. Водночас механічне застосування балансової вартості або історичних котирувань без урахування контрольної премії є концептуально хибним, оскільки ігнорує той факт, що squeeze-out реалізується саме внаслідок концентрації контролю. Принципово важливим є також питання міноритарної премії за примусове позбавлення власності. Оскільки акціонер втрачає право вибору, йому слід запропонувати більш вигідну компенсаційну ціну на його активи. Таким чином, ціна має відображати ще й пропорційну преміальну частку вартості всього підприємства як цілісного бізнесу (Кологойда, Стафійчук, 2018; Steiger, 2010; Пожоджук, 2024; Kaplan, Ruback, 1995).

Українська практика показала абсолютно інший підхід. Так, законодавча ініціатива Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР) зі squeeze-out і sell-out¹¹ суттєво вплинула на стан вітчизняного фінансово-інвестиційного середовища і фондового ринку. Відзначимо, що ці сфери в Україні й так були слаборозвинутими, а з прийняттям цього законопроекту вітчизняний фондовий ринок фактично припинив своє функціонування повністю в частині обігу дольових цінних паперів, а опосередковано це негативно вплинуло і на обіг корпоративних боргових інструментів¹². Отже, у цілому відбулося зниження ліквідності й прозорості вітчизняного фондового ринку, а в середовищі емітентів цінних паперів посилюються закритість і непрозорість (табл. 1).

Аналіз табл. 1 показує, що за останні 10 років торгівля акціями українських емітентів суттєво знизилась і покращення обсягів торгів ними не спостерігається. Так, обсяги торгів акціями від загального обсягу торгівлі активами на фондових біржах коливаються на рівні від 2 до 0,005 %. При цьому, навпаки, простежується системна тенденція до зниження активності в цьому сегменті фондового ринку. За цей час структурних змін майже не відбулося, додалися торги емітентами зарубіжних акцій і облігацій, які також не змінили структури ринку. Абсолютним домінуючим сегментом залишаються державні облігації України на рівні 80—98 % торгів.

Фінансово-інвестиційний ринок у таких умовах не може повноцінно розвиватись, отже, його стагнація триватиме, а іноземним інвесторам надано негативний сигнал щодо інвестування у вітчизняну економіку (табл. 2 і 3).

Аналіз табл. 2 і табл. 3 показує, що реформування фондового ринку України в контексті євроінтеграції за останні 11—12 років не привело цю сферу до сталого зростання і трансформації за найкращими стандартами

¹¹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах. Законопроект № 2302а-д, а в подальшому Закон України № 1983-VIII від 16.11.2017 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1983-19#Text>

¹² Редзюк Є. Сквіз-аут фондового ринку. *Дзеркало тижня*. 2018. 06 лип. URL: https://zn.ua/ukr/finances/skviz-aut-fondovogo-rinku-282438_.html (дата звернення 02.03.2026).

Таблиця 1. Обсяг (млн грн) і частка (%) біржових контрактів з цінними паперами у 2015—2025 рр.

Роки	Акції	Акції іноземних емітентів	Облігації підприємств і корпорацій	Державні облігації України
2015	5 810,9 2 %	— —	13 604,1 5 %	253 319,7 87 %
2016	2 180,0 1 %	— —	9 433,7 4 %	211 257,2 89 %
2017	5 051,6 2 %	— —	6 120,1 3 %	189 555,0 92 %
2018	1 216,0 0,5 %	— —	10 267,0 4 %	246 474,7 94 %
2019	337,8 0,1 %	0,3 0,0 %	8 761,9 2,9 %	295 249,5 96,8 %
2020	594,1 0,2 %	7,0 0,0 %	927,6 0,3 %	328 654,0 98,0 %
2021	591,1 0,1 %	104,2 0,0 %	2 395,1 0,5 %	443 756,9 98,2 %
2022	91,8 0,1 %	936,6 0,6 %	507,1 0,3 %	152 825,2 95,1 %
2023	109,9 0,03 %	7,1 0,00 %	8 902,0 2,04 %	406 008,7 93,03 %
2024	42,4 0,006 %	18,9 0,00 %	10 377,4 1,58 %	547 926,3 83,44 %
2025	49,9 0,005 %	49,1 0,005 %	8 097,5 0,75 %	813 045,2 75,52 %

Джерело: складено автором на основі звітів НКЦПФР. Національна комісія з цін (дата звернення: 02.03.2026).

країн ЄС і G7. Так, капіталізація вітчизняного фондового ринку має незіставні, наднизькі показники ліквідності порівняно як з розвинутими країнами ЄС, так і з країнами Східної Європи. Головною причиною цього є небажання проводити справжні соціально відповідальні реформи, коли законодавство, що регулює фінансово-інвестиційну сферу, фондовий ринок, корпоративне управління, спрямоване на суспільні інтереси і стратегічно орієнтований розвиток. У 2014—2021 рр. в Україні спостерігалася лише відсутність політичної волі в можновладців щодо стратегічного розвитку фінансово-інвестиційної сфери, корпоративного сектору, фондового ринку; але продовжувалось обслуговування олігархічних кланів, мали місце намагання створення нових олігархічних угруповань за рахунок політичної

рами на організаторах торгівлі (з розподілом за видами фінансового інстру-

Облігації місцевої позики	Інвестиційні сертифікати	Опціонні сертифікати	Деривативи; ф'ючерсні контракти, свопи	Усього
19,8	2 170,2	615,3	6 516,4	290 771,0
0 %	1 %	0 %	2 %	100 %
0,0	395,3	11 376,8	1 028,7	236 953,3
0 %	0 %	5 %	0 %	100 %
0,0	51,8	0,0	5 019,0	205 802,5
0 %	0 %	0 %	2 %	100 %
0,0	272,0	0,0	2 641,2	260 870,8
0 %	0 %	0 %	1 %	100 %
5,4	331,8	0,0	0,0	304 965,7
0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
3 856,5	50,9	59,8	23,4	335 410,4
1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
1 916,0	15,7	22,2	37,2	451 960,6
0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
61,5	1,5	0,0	5,9	160 636,0
0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %
0,0	11,2	0,0	0,0	436 432,1
0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	100,0 %
407,5	3 479,1	0,0	37 289,9	656 685,3
0,06 %	0,53 %	0,00 %	5,68 %	100,0 %
96,5	1 907,3	0,0	181 177	1 076 576,2
0,01 %	0,18 %	0,00 %	16,83 %	100,0 %

них паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>

влади; в основному домінували тіньові схеми й вузько корпоративні інтереси. На наш погляд, українське суспільство суттєво втратило від запровадження законопроектів для «обраних» і відсутності верховенства права. Кулуарні законодавчі рішення (зокрема, уже згаданий Закон України від 23.03.2017 р. № 1983-VIII), націлені тільки на задоволення інтересів олігархічного капіталу або одноосібного мажоритарного власника шляхом відсторонення міноритарних акціонерів і суспільних ринкових інститутів від підзвітної діяльності товариств, та ще й позбавлення їх у дискримінаційній формі права власності, по суті являють собою антиінтеграційний і антиєвропейський закон, який суттєво гальмує реформування корпоративного сектору України.

Таблиця 2. Капіталізація фондових ринків провідних країн ЄС, країн Східної Європи і України у 2018—2025 рр., дані на кінець року, млрд дол.

Країни	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Франція (Euronext)	3927	4543	4227	7381	5518	6043	5576	3690
Німеччина (Deutsche Boerse AG)	1864	1952	1925	2519	1695	1885	1914	3002
Іспанія (BME Spanish Exchanges)	764	1150	596,5	812,3	609	666	733	2100
Туреччина (Borsa Istanbul)	150	185	173	153	216	371	354	409
Польща (Warsaw Stock Exchange)	160	148	132	210	122	181	203	317
Румунія (Bucharest Stock Exchange)	24,3	25,0	21,5	32,4	25,2	42,6	51,0	67,8
Угорщина (Budapest Stock Exchange)	29,2	30,5	20,3	34,3	20,3	34,9	43,9	62,6
Чехія (Prague Stock Exchange)	25,8	27,2	19,4	33,8	27,6	33,8	33,9	55,0
Хорватія (Zagreb Stock Exchange)	20,7	21,7	20,0	20,9	17,8	22,6	24,2	37,9
Україна	4,3	3,6	3,0	3,2	—	0,1	0,1	0,1

Джерело: складено автором на основі агрегованої статистики Світової федерації бірж (WFE). *focus*. URL: <https://focus.world-exchanges.org/issue/december-2025/market-statistics>; Світового банку. *World Bank group*. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?locations=/> (дата звернення: 02.03.2026).

У цілому, як видно з показників і тенденцій вітчизняного фондового ринку за період 2018—2025 рр., цей законопроект посприяв згортанню функціональності та інституційної спроможності вітчизняного фондового ринку. Основною проблемою фондового ринку України на даний момент є обмежена кількість якісних емітентів, акції яких присутні в біржовому списку, низька капіталізація і ліквідність, що потребує інших підходів до регулювання й розвитку вітчизняного фондового ринку. Так, у табл. 2 чітко видно прогрес Румунії, яка у 2021—2025 рр. проводила абсолютно протилежну політику: прозора соціально орієнтована приватизація, націлена на широкі верстви населення; розвиток пенсійних фондів та їх інвестування у вітчизняний фондовий ринок; вимоги щодо регулярних виплат дивідендів державними компаніями, які котируються на Бухарестській фондовій біржі, для всіх, а не «обраних» акціонерів; формування зручної і сучасної інфраструктури залучення інвесторів на фондову біржу тощо¹³. В Україні ж залишаються старі практи-

¹³ BVB's Hanga: 2025 confirms that Romania's capital market has entered a new stage of maturity. *Agerpres*. 2025. Dec 29. URL: <https://agerpres.ro/english/2025/12/29/bvb-s-hanga-2025-confirms-that-romania-s-capital-market-has-entered-a-new-stage-of-maturity--1515322>; Romania's government to distribute 90% of state companies' profits by 2028. *Romania-insider.com*. 2025. Feb 04. URL: <https://www.romania-insider.com/ro->

Таблиця 3. Структурно-компаративний аналіз фондових ринків ЄС і України

Критерії оцінювання ринку	Ринок капіталу ЄС (CMU 2.0)	Фондовий ринок України	Вектор необхідної трансформації
Показники капіталізації фондових ринків у період 2018—2025 рр.	3—6 трлн дол.	3—4 млрд дол.	Забезпечення верховенства права і справедливості в Україні, реформування стандартів корпоративного управління, вимог до лістингу, емітентів і підходів до регулювання бірж та інвестицій в Україні
Основа ліквідності	Інституційні інвестори (пенсійні, страхові фонди, UCITS)	Домінування державного боргу (ОВДП), відсутність масового інституційного капіталу	Запуск другого рівня пенсійної реформи як базового генератора довгої ліквідності
Регуляторна база	MiFID II, EMIR, CSDR, суворий ESG-комплаєнс	Фрагментарна адаптація європейських директив, переважання ручного нагляду	Гармонізація активів НКЦПФР з IOSCO, упровадження таксономії SFDR
Інфраструктура	Target2-Securities, консолідований скоринг, CCP	Автономний депозитарій (Національний депозитарій України — НДУ), обмежені лінки з Clearstream, інституційно слабкий кліринг	Повна інтеграція НДУ в загальноєвропейську депозитарну систему

Джерело: складено автором на основі аналізу: WFE (*focus*. URL: <https://focus.world-exchanges.org/issue/december-2025/market-statistics>), Bloomberg (*Bloomberg*. URL: <https://www.bloomberg.com/europe>), директив ЄС (*European Commission*. URL: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/regulatory-process-financial-services_en), звітів НКЦПФР (*Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/>) (дата звернення: 02.03.2026).

ки: продукування законів, вигідних тільки мажоритарним акціонерам великих фінансово-промислових груп і тіньовому сектору фінансового ринку. Соціально ж інвестиційну і розвивальну функції фондового ринку України іс-

mania-govt-dividends-state-companies-february-2025; FTSE Russell Announces March 2026 Review Results. *Romania Journal* ro. 2026. Feb 23. URL: <https://www.romaniajournal.ro/business/financial/ftse-russell-announces-march-2026-review-results/> (дата звернення 02.03.2026).

нуючий Закон України від 23.03.2017 № 1983-VIII не забезпечує, хоча, згідно з Конституцією України, мав би це робити. Законодавче регулювання і за цим законом, і за іншими, що регулюють роботу акціонерних товариств в Україні, на думку провідних експертів-науковців (Щербина, Резнікова, 2023; Гарагонич, 2019), потребує суттєвого вдосконалення.

Маємо констатувати, що через дію таких законів, по суті, відбулась інституційна деформація, коли фондовий ринок України в частині обігу долгових цінних паперів назавжди закrywся для інвесторів (позбавлено можливості інвестувати й отримувати доходи такі категорії інвесторів, як населення України, інститути спільного інвестування, пенсійні фонди, іноземні інвестори, вітчизняні торговці цінними паперами). Прозорої системи оцінювання великих і середніх компаній України без діючого і функціонального фондового ринку також бути не може. Крім того, механізм проведення squeeze-out і sell-out певною мірою порушує конституційні норми України (ст. 3 і 41) щодо міноритарних акціонерів. Існуюча система викупу акцій в умовах неліквідного і підконтрольного мажоритарному акціонерів фондового ринку є дискримінаційною по відношенню до міноритарних акціонерів. Так, практика показала, що пропонуються неадекватно низькі ціни за викуп акцій, а хто не згоден, той має йти до суду, оплачувати ці тяжби, втрачати свій час і ресурси, при цьому вирок українських судів і виконання судових рішень виконавчою службою є дуже неоднозначними в плані захисту прав міноритарних акціонерів (Беляневич, 2024). Практичні кейси судових позовів міноритарних акціонерів до ПАТ «Авдіївський коксохімічний завод» (справа Верховного Суду України № 905/671/19 від 15.06.2022 р.) та інших великих і середніх компаній України доводять це. Так, судові позови відбуваються по Полтавському ГЗК, Північному ГЗК, ПАТ «Азовсталь», ПАТ «ММКІ», ДТЕК «Дніпроенерго», ДТЕК «Західенерго», ДТЕК «Крименерго» й багато інших стратегічно значущих компаній, які позбавились міноритарних акціонерів не за принципом адекватної ціни і справедливості. Тепер вони вимушені в судах доводити свої економіко-правові основи оцінювання акцій при їх примусовому відчуженні у міноритарних акціонерів. Крім того, Закон України від 23.03.2017 р. № 1983-VIII системно несе ризики, коли мажоритарний акціонер на законних підставах зможе у вигідний момент «витіснити» міноритарного акціонера (Кологойда, Стафійчук, 2018; Пожоджук, 2024).

Відзначимо, що також уже є практика Верховного Суду України, який завершував справи щодо примусових продажів виходячи з максимальної з можливого діапазону оцінок оцінки ринкової вартості, підтверджених професійними оцінювачами. Причому до цих оцінок не було сутнісних зауважень за методологією, методиками і достовірністю одержаних результатів. На основі вже закритих справ Верховний Суд України сформулював у своїх постановках принципи, якими він керувався, виносячи ті чи інші рішення:

а) тільки розвинутий високоліквідний ринок може встановити дійсно ринкову вартість акцій акціонерних товариств;

б) ціна примусового продажу має бути не тільки ринковою, а й справедливою;

в) справедлива ціна примусового продажу міноритарними акціонерами має бути вищою за ринкову, оскільки у міноритарного акціонера без його волі вилучають акції, натомість мажоритарний акціонер отримує переваги, найбільша з яких — повний контроль над акціонерним товариством;

г) справедлива вартість — це найвищий ціновий рівень з тих, що були визначені різними методами і підходами, і він не може бути нижчим за балансову вартість акцій товариства¹⁴.

Отже, на наш погляд, доцільно застосувати принцип найбільш ефективного використання активів компанії, який би дозволив здійснити якісніше прогнозування грошового потоку. Дохідний підхід (обсяги виробництва, кількість клієнтів, обсяги доходів) і бенчмаркінг (порівняння з аналогічною компанією на ринку) гарантують більш справедливу оцінку і надають певні гарантії від штучного заниження прибутків підприємства чи завищених цін закупівлі товарів компанією. Термінальний період у DCF-моделі повинен розраховуватись із застосуванням консервативних, але економічно обґрунтованих темпів зростання, що відповідають довгостроковому потенціалу галузі й економіки в цілому. При цьому будь-яке штучне обмеження горизонту прогнозування з метою зменшення термінальної вартості має розглядатись як методологічне викривлення. Додатковим рівнем методології є ринкова валідація результатів методу дисконтованих грошових потоків через систему мультиплікаторів порівнянних компаній, тобто бенчмаркінг. Цей елемент не може бути самодостатнім, але він виконує важливу контрольну функцію. Вибір аналогів повинен ґрунтуватися не лише на галузевій належності, а й на подібності бізнес-моделей, рівні корпоративного контролю, структурі доходів та ризиковому профілі.

Дуже часто мажоритарні акціонери вдаються до «навішування штучних боргових зобов'язань», що також має враховуватись при визначенні справедливої ціни (доцільність збільшення певних боргових зобов'язань перед процедурою *squeeze-out*), але в судах, на жаль, практики запитати міноритарного акціонера про доцільність таких дій узагалі не існує — на відміну від європейських і англосаксонських практик розгляду аналогічних справ. Прогноз грошових потоків має формуватись на основі стратегічних планів компанії з урахуванням синергій, які об'єктивно виникають у результаті концентрації контролю. Ігнорування таких синергій означає штучне заниження вартості й передання економічних вигід виключно мажоритарному власнику. Ставка дисконту повинна визначатись з урахуванням того, що міноритарний акціонер втрачає право вибору моменту і умов виходу з інвестиції.

Балансова вартість активів узагалі має бути базовою мінімально прийнятною ціною для подальших досліджень визначення справедливої вартості

¹⁴ Постанова Великої Палати Верховного Суду від 15.06.2022 у справі № 905/671/19 (щодо конституційності та процедури *squeeze-out*). URL: <https://ips.ligazakon.net/document/C022672>

активів. Вартість акцій за ліквідаційною, балансовою або квазіобліковою ціною є неприйнятною для цілей squeeze-out, оскільки вона ігнорує основний економічний сенс корпоративної участі — право на майбутні грошові потоки. Крім того, має враховуватись і українська специфіка — відсутність ринкової ціни на фондовій біржі (корпоративна ліквідність і обіг, як уже зазначалося, відсутні більше 10 років), тому поки не розвинувся даний ринок, його оцінки завжди будуть маніпулятивними. На наш погляд, в умовах України найбільш оптимальна, справедлива і дійсно правильна оцінка в процедурах squeeze-out має реалізовуватися за принципом найбільш ефективного використання компанії у найбільш ліквідних умовах на існуючому й перспективному ринку (зважаючи на дисконтовані потоки капіталу на шість — вісім років) і з урахуванням премії міноритарному акціонеру за його примусове позбавлення власності на актив.

Як у економічно розвинутих, так і в країнах, що розвиваються, регулятори, навпаки, сприяють розбудові власного фондового ринку, намагаються збільшити підприємницький потенціал, тобто кількість його емітентів і професійних учасників. До того ж, у цілому регулятори країн ЄС і G7 орієнтовані на середній клас і широкі суспільні інтереси. З огляду на це, якщо враховувати стратегічні цілі України з успішної євроінтеграції і системного соціально-економічного розвитку, то слід приймати абсолютно протилежні закони, які стимулюватимуть прозорість корпоративного сектору економіки.

Так, для ефективного і повноцінного функціонування фондового ринку України потрібне широке представлення великих вітчизняних емітентів на біржі, але на даний момент всі вони на 95—100 % належать власнику-олігарху або просто великому бізнесмену і не котируються на вітчизняній фондовій біржі. В Україні останні вісім — десять років мажоритарні акціонери намагаються в незаконний спосіб позбавитися міноритарних акціонерів, що вважається дикістю, свавіллям і тяжким кримінальним злочином у сучасному світі. Україна інтегрується в ЄС, тому потрібно знати, що в європейських країнах великим підприємствам заборонено проводити таку практику (це має бути прозорий і соціально відповідальний бізнес), у вільному обігу повинні знаходитися мінімум 15—25 % акцій великих корпорацій (європейські вимоги бірж до емітентів). Крім того, при Європейській комісії працює потужний регулятор — Генеральний директорат з питань конкуренції (DG Competition)¹⁵, а у кожній країні ЄС діє власний окремий національний антимонопольний орган, який забороняє одночасно домінувати в декількох соціально чутливих сферах (інформаційно-комунікаційній, фінансовій, транспортній, трубній, інфраструктурній). Вважаємо, що мажоритарному акціонеру — власнику активу з дохідністю від 100 млн євро на рік потрібно надати вибір щодо обрання профільної діяльності, після чого він має позбавитися від непрофільних ак-

¹⁵ The Directorate-General (DG) for Competition is primarily responsible for these direct enforcement powers. European Commission. URL: https://commission.europa.eu/about/departments-and-executive-agencies/competition_en

тивів. Далі пакет акцій на 10—15 % профільного активу слід передати для відкритого аукціону, де всі громадяни України могли б купити собі дані цінні папери (акції емітента). Також на 1—2 % пакета акцій доцільно допустити інвестиційні фонди, на 1—2 % — пенсійні фонди, на 1 % — фінансово-інвестиційні компанії, на 1 % — комерційні банки, що спеціалізуються на обслуговуванні широких верств населення і не пов'язані з великим промислово-аграрним бізнесом. За відсутності зацікавленості на весь пакет інвесторів-українців його можна пропорційно передати в державний пенсійний фонд, у новостворений фонд безпеки і військового розвитку, а також у новостворений фонд розвитку людського капіталу (Борзенко, Редзюк, 2023).

Фондовий ринок України запрацює і покаже свою ефективність тільки тоді, коли великі емітенти регулярно сплачуватимуть дивіденди. Щоб це відбувалося, потрібно запровадити механізми захисту, штрафів і стимулювання (упровадити антиофшорні закони, механізми BEPS (Base Erosion and Profit Shifting), спрямовані на боротьбу з ухилянням від сплати податків шляхом штучного виведення прибутків у низькоподаткові юрисдикції; задіяти системи європейського фінансового моніторингу; ввести податок на виведений капітал, дозволивши при цьому міноритарним акціонерам, у разі відповідного голосування, виводити кошти від прибутку за попередній рік тощо). Ці заходи разом з реформами судової і правоохоронної систем України сформуєть у країні повноцінний, ліквідний і ефективний фондовий ринок, який, у свою чергу, зможе показувати «температуру» вітчизняної економіки і справедливу вартість емітентів (Редзюк, 2020).

ВИСНОВКИ

Імплементація процедури squeeze-out в Україні відбулася із значними інституційними і методологічними деформаціями, які перетворили цей європейський інструмент на механізм легалізованої експропріації власності міноритарних акціонерів мажоритарними. Відсутність чіткої, законодавчо закріпленої методології оцінювання вартості акцій, яка базувалася б на майбутній дохідності бізнесу (DCF), призвела до тотального заниження компенсаційних виплат, що, у підсумку, спричинило колапс вітчизняного ринку дольових цінних паперів, знищило довіру внутрішніх і зовнішніх інвесторів і законсервувало олігархічну модель економіки. Відновлення справедливості та інтеграція українського ринку капіталу в європейський фінансово-інвестиційний простір не можливі без радикального перегляду нормативної бази. Ключовими напрямками реформування мають стати: впровадження доктрини «абсолютної справедливості» з покладанням тягаря доведення справедливості ціни на мажоритарного акціонера; обов'язкове застосування моделі дисконтованих грошових потоків (з урахуванням синергій і премії за втрату контролю); демонополізація великого бізнесу шляхом нормативного встановлення мінімального рівня для обігу на фондовому ринку України (10—15 %) із запровадженням вертикальної інтеграції;

створення ефективних механізмів гарантування виплати дивідендів. Реалізація цих кроків може стати фундаментом для формування прозорого інвестиційного і корпоративного середовища, критично необхідного для повоєнного відновлення України.

Фінансування. Статтю підготовлено на самоініціативній, безоплатній основі.

Конфлікт інтересів. Будь-який конфлікт фінансових або особистих інтересів, який би міг вплинути на написання даної статті, відсутній.

Залучення III. Залучався для пошуку відповідних інформаційних ресурсів, які після відповідної перевірки і аналізу використовувались автором для підготовки й обґрунтування своїх позицій у даній статті. Усі наукові ідеї, методологія, результати досліджень і висновки є виключно авторськими.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- Kraakman, R., Armour, J., Davies, P. (2017). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3rd ed. Oxford University Press. 281 p. URL: <https://academic.oup.com/book/3465/chapter-abstract/144610107?redirectedFrom=fulltext&login=false>
- Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*. Vol. 22. Iss. 2. P. 783—827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*. Vol. 54. Iss. 2. P. 471—517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Беляневич, О. (2024). Про справедливу компенсацію та солідарну відповідальність у процедурі сквіз-ауту. *Цивілістична платформа*. № 3. С. 125—147. <https://doi.org/10.69724/2786-8834-2024-3-3-125-147>
- Борзенко, О., Редзюк, Є. (2023). Перспективні напрямки розвитку фондового ринку України з урахуванням сучасних тенденцій. *Фінанси України*. № 3 (328). С. 44—54. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.03.044>
- Гаргонич, О. (2019). Господарська правосуб'єктність акціонерних товариств: проблеми теорії і практики. Моногр. НАН України; Ін-т економіко-правових досліджень. Київ. 406 с. URL: <https://hozpravoreposit.kyiv.ua/bitstream/handle/765432198/122/%D0%93%D0%B0%D1%80%D0%B0%D0%B3%D0%BE%D0%BD%D0%B8%D1%87%20%D0%9E.%D0%92.%20%D0%93%D0%BE%D1%81%D0%BF%20%D0%BF%D1%80%D0%B0%D0%B2%D0%BE%D1%81%D1%83%D0%B1%20%D0%90%D0%A2.%20%D0%9C%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D1%80%D0%B0%D1%84%D1%96%D1%8Fpdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Кологойда, О., Стафійчук, В. (2018). Процедура примусового продажу акцій (squeeze-out): законодавство та практика правозастосування. *Право України*. № 6. С. 111—131.
- Пожджук, Т. (2024). Роль механізму обов'язкового продажу акцій міноритарними акціонерами на вимогу акціонера — власника домінуючого контрольного пакета акцій (squeeze-out) у забезпеченні безпеки акціонерних товариств. *Юридичний науковий електронний журнал*. № 9. С. 457—465. <https://doi.org/10.32782/2524-0374/2024-9/110>
- Редзюк, Є. (2020). Інструменти фондового ринку як фактор оптимізації системи управління державним боргом. *Економіка України*. 63. 7(704). 121—130. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.07.121>

- Щербина, В., Резнікова, В. (Ред.) (2023). Господарське право (Загальна частина). Підруч. Київ, Видавництво Ліра-К. 588 с.
- Steiger, F. (2010). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *arXiv:1003.4881*. <https://doi.org/10.48550/arXiv.1003.4881>
- Kaplan, S., Ruback, R. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*. Vol. 50. No. 4. P. 1059—1093. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04050.x>

Надійшла 02.03.2026

Прорецензована 02.04.2026

Доопрацьована 20.04.2026

Підписана до друку 27.04.2026

Оприлюднена 18.08.2026

REFERENCES

- Kraakman, R., Armour, J., Davies, P. (2017). The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach. 3rd ed. Oxford University Press. 281 p. URL: <https://academic.oup.com/book/3465/chapter-abstract/144610107?redirectedFrom=fulltext&login=false>
- Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*. Vol. 22. Iss. 2. P. 783—827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*. Vol. 54. Iss. 2. P. 471—517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Belianevych, O. (2024). On Fair Compensation and Joint and Several Liability in the Squeeze-Out Procedure. *C.P. Journal*. No. 3. P. 125—147. <https://doi.org/10.69724/2786-8834-2024-3-3-125-147> [in Ukrainian].
- Borzenko, O., Redziuk, Ye. (2023). Prospective directions of development of the stock market of Ukraine taking into account modern trends. *Finance of Ukraine*. No. 3 (328). P. 44—54. <https://doi.org/10.33763/finukr2023.03.044> [in Ukrainian].
- Harahonych, O. (2019). Economic legal personality of joint-stock companies: problems of theory and practice. Kyiv. 406 p. URL: <https://hozpravoreposit.kyiv.ua/bitstream/handle/765432198/122/%D0%93%D0%B0%D1%80%D0%B0%D0%B3%D0%BE%D0%BD%D0%B8%D1%87%20%D0%9E.%D0%92.%20%D0%93%D0%BE%D1%81%D0%BF%20%D0%BF%D1%80%D0%B0%D0%B2%D0%BE%D1%81%D1%83%D0%B1%20%D0%90%D0%A2.%20%D0%9C%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D1%80%D0%B0%D1%84%D1%96%D1%8F.pdf?sequence=1&isAllowed=y> [in Ukrainian].
- Kolohoida, O., Stafiichuk, V. (2018). The Procedure of Forced Share Sale (Squeeze-Out): Legislation and Law Enforcement Practice. *Law of Ukraine*. No. 6. P. 111—131 [in Ukrainian].
- Pozhodzhuk, T. (2024). The role of the mechanism of mandatory sale of shares by minority shareholders at the request of the shareholder owner of the dominant controlling package of shares (squeeze-out) in ensuring the security of joint-stock companies. *Juridical scientific electronic journal*. No. 9. P. 457—465. <https://doi.org/10.32782/2524-0374/2024-9/110> [in Ukrainian].
- Redziuk, Ye. (2020). Stock market instruments as a factor in optimizing the public debt management system. *Economy of Ukraine*. 63. 7(704). 121—130. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.07.121> [in Ukrainian].

- Shcherbyna, V., Ryznikova, V. (Eds.) (2023). *Economic law (General part)*. Kyiv. 588 p. [in Ukrainian].
- Steiger, F. (2010). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *arXiv:1003.4881*. <https://doi.org/10.48550/arXiv.1003.4881>
- Kaplan, S., Ruback, R. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*. Vol. 50. No. 4. P. 1059—1093. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04050.x>

Received on March 2, 2026

Reviewed on April 2, 2026

Revised on April 20, 2026

Signed for printing on April 27, 2026

Published on August 18, 2026

Yevhenii Redziuk, PhD (Econ.), Associate Professor,
Senior Research Fellow of the Sector of International Financial Research
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine
26, Panasa Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

INSTITUTIONAL, ECONOMIC AND LEGAL DEFECTS OF THE SQUEEZE-OUT PROCEDURE IN UKRAINE: WAYS TO OVERCOME THEM IN THE CONTEXT OF EUROPEAN INTEGRATION

A critical analysis of the squeeze-out institution in Ukraine, which has transformed from corporate optimization tool into a mechanism for non-economic expropriation of minority ownership, is conducted. It is proven that the systemic distortion of the procedure is due to ignoring the fundamental economic laws of price formation and the lack of effective institutional safeguards against abuse by majority shareholders. It is established that the use of formal or understated stock valuations in an illiquid market has led to the destruction of investor confidence and the virtual cessation of the functioning of the equity securities market. It is shown that to correct this trend, it is advisable to apply in the procedure of forced share buyout the principle of the most efficient use of the company assets, which would allow for a better cash flow forecast. The income approach (production volumes, number of customers, revenue volumes) and benchmarking (comparison with a similar company on the market) also guarantee a fairer assessment and allow avoiding artificial underestimation of the company's profits or excessive prices in the purchase of goods by the company.

The lack of alternative to the implementation of the doctrine of “absolute fairness”, which requires simultaneous proof of the methodological correctness of the price and procedural fairness of the buyout, is substantiated. It is proven that the application of the discounted cash flow method, which takes into account future business profitability and the premium for loss of control, should be mandatory.

In Ukraine, overcoming existing deformations is possible only through a radical reform of corporate legislation, de-oligarchization of capital and ensuring a minimum level of requirements for listing of strategically important enterprises on a stock exchange. These measures, together with regular dividend payments by domestic issuers, reform of the judicial and law enforcement systems of Ukraine, will allow creating a more full-fledged, liquid and efficient stock market. The proposed architecture of capital market recovery is considered a critical prerequisite for the post-war revival of Ukraine and its full integration into the European financial space.

Keywords: *squeeze-out; forced buyout; minority shareholders; fair value; stock market; corporate governance; investment climate; financial and economic European integration.*