

**ВІДГУК**

**офіційного опонента на дисертаційну роботу**

**Кутузової Мар'яни Михайлівни**

**на тему «Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового**

**фінансового середовища», подану на здобуття наукового ступеня**

**кандидата економічних наук**

**зі спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

**Актуальність теми дисертації**

Фондовий ринок як складова фінансового ринку традиційно вважається забезпечувальною ланкою всієї фінансової системи держави. Активізація розвитку та посилення ролі фондового ринку в перерозподілі капіталу на рівні держави сприятиме зростанню економічного потенціалу України. Однак становлення до функціонування та подальший розвиток фондового ринку відбувається в умовах, що характеризуються фінансово-економічною нестабільністю, недосконалістю законодавчої бази, низькою зацікавленістю у використанні інструментів фондового ринку суб'єктами інвестиційного процесу та іншими проблемами, що негативно впливають вітчизняного фондового ринку. Нагальність вирішення окреслених проблем зумовлює актуальність обраної теми дисертаційного дослідження.

Дисертацію вигідно відрізняє те, що автор ставить за мету розвиток теоретичних засад функціонування фондового ринку України в умовах нестабільності світового фінансового середовища та обґрунтування науково-практичних рекомендацій щодо інтеграції фондового ринку України до світового фондового ринку.

Поставлена мета відповідає темі дисертаційного дослідження. Досягнення окресленої мети розкривається у комплексі завдань, причому

головна увага дисертантом зосереджується на дослідженні питань, пов'язаних із теоретичними та організаційно-правовими засадами функціонування фондового ринку України, аналізі тенденцій його розвитку, обґрунтуванні трансформації відносин власності як основи для подальшого розвитку фондового ринку та формулювання пріоритетних векторів інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок. Висновки є узагальненням досліджень та основою формулювання практичних рекомендацій.

Додатковим підтвердженням актуальності обраної теми дисертаційного дослідження є її відповідність науково-дослідній роботі Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки за темою: «Територіальні фінансові ресурси Західного прикордонного регіону України в умовах євроінтеграції» (номер державної реєстрації 0113U002222), у рамках якої автором досліджено економічний зміст діяльності фондового ринку, з'ясовано чинники, які гальмують розвиток українського фондового ринку та подано пропозиції щодо його активізації.

Із вищезазначеного зрозуміло, що дисертаційна робота Кутузової Мар'яни Михайлівни виконана на актуальну тему, висвітлення якої є своєчасним та обґрунтовує авторський підхід до вирішення наукової задачі, що виявляється в розвитку теоретичних засад функціонування фондового ринку України в умовах нестабільності світового фінансового середовища та обґрунтуванні науково-практичних рекомендацій щодо інтеграції фондового ринку України до світового фондового ринку.

**Ступінь обґрунтованості і достовірності наукових положень,  
висновків і рекомендацій**

Отримані здобувачем результати дисертаційного дослідження, сформульовані висновки і рекомендації є науково обґрунтованими, базуються на використанні класичних та новітніх поглядів на теоретичну значущість і практичну цінність функціонування фондового ринку в умовах

нестабільності. Автор в процесі дослідження орієнтувався на технологію наукових досліджень, фундаментальні положення теорії фінансів. Дисертантом використовувались такі методи дослідження: абстрагування, узагальнення, індукції, дедукції, аналізу, синтезу (при формуванні теоретичних засад функціонування фондового ринку та уточненні сутності категоріально-понятійного апарату); системного й просторового підходу (для всебічної оцінки фондового ринку, вивчення взаємодії його структурних елементів і комплексної розробки політики регулювання фондового ринку); методи логічного узагальнення (для забезпечення послідовності проведення наукового дослідження); економіко-статистичні методи (для вивчення динаміки процесів розвитку й регулювання фондового ринку України).

Інформаційну та фактологічну базу наукового дослідження склали законодавчі та нормативно-правові акти, які регламентують функціонування фондового ринку України, статистичні матеріали Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національного банку України, Державної служби статистики України, дані міжнародних фінансових й аналітичних організацій, праці вітчизняних і зарубіжних науковців, ресурси мережі Internet, аналітичні напрацювання автора.

Достовірність і наукова новизна одержаних результатів дисертаційного дослідження забезпечується вагомою джерельною базою, достатньо широким спектром використаних наукових методів, здатністю дисертанта до критичного аналізу та узагальнень.

Матеріали дисертації були оприлюднені на науково-практичних конференціях в містах Луцьк, Одеса, Харків, Сімферополь, Львів, Дубно, Київ.

Вищевикладене свідчить про достатню обґрунтованість і достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій дисертації Кутузової М.М.

## **Новизна наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації**

Структура роботи відзначається чіткою логічною продуманістю. Узагальнення по кожному розділу є достатньо обґрунтованими і логічно репрезентовані у підсумкових висновках і рекомендаціях дисертаційної роботи. Загальна концептуальна модель дисертації в цілому органічно пов'язується з дослідженням процесів, які відбуваються в економіці та суспільстві в контексті євроінтеграційних процесів тощо.

У першому розділі дисертації зосереджено увагу на дослідженні теоретичних та організаційно-правових засад функціонування фондового ринку. На основі критичного аналізу підходів вчених до трактування сутності поняття «фондовий ринок» (С. 11–13, с. 37) дисертантом поглиблено сутнісно-теоретичні аспекти фондового ринку, що зумовлено відсутністю єдиного, загальноприйнятого наукового підходу до трактування зазначеної дефініції та недостатністю теоретичних досліджень у даній сфері, та на цій підставі запропоновано удосконалене визначення, що базується на розмежуванні відтворювального та інституціонального аспектів цієї дефініції.

Виділення низки класифікаційних ознак дозволило сформувати класифікацію суб'єктів фондового ринку (С. 31–32). Автор зумів розмежувати дві групи функцій фондового ринку: загальноринкові та специфічні функції (С. 34–36), з'ясувати напрями впливу фондового ринку на економічну систему країни (С. 37–38), місце фондового ринку серед інших фінансових ринків, таких як ринок капіталів та грошовий ринок (С. 41–43), охарактеризувати різні моделі фондового ринку в залежності від домінування на ньому фінансових посередників банківського чи небанківського типу (С. 46–47), інфраструктуру фондового ринку (С. 47–50).

Досліджуючи еволюцію фондового ринку в Україні автор виокремлює найважливіші етапи його розвитку (С. 81–82) та виділяє особливості функціонування фондового ринку на цих етапах. При цьому, можна цілком погодитися з дисертантом щодо комплексного підходу дослідження

еволюції фондового ринку, який базується, по-перше, на ієрархічній багаторівневості розвитку інститутів фондового ринку на основі двох нерозривних процесів самоорганізації та організації (управління), загальною метою яких є цілісне впорядкування інституційної структури фондового ринку; по-друге, враховує неперервність інституційних змін (економічних, політичних, технологічних), що призводять до загострення суперечностей у системі (як між елементами системи, так і між системами різних рівнів), що вводить фондовий ринок у біфуркаційний стан та є основою для самоорганізації і розвитку системи.

Окрему увагу автора приділено концептуальним підходам функціонування фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України, що ґрунтується на аналізі сутності фондових відносин та інституціональної теорії прав власності й дає змогу отримати системне уявлення про фондовий ринок як економічну категорію та застосовувати її в якості механізму ефективного перерозподілу грошових ресурсів і трансформації відносин власності.

У другому розділі дисертації «Аналіз фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України» досліджено сучасний стан і проблеми розвитку фондового ринку України в контексті тенденцій на фондових ринках світу, проаналізовано ефективність державного регулювання фондового ринку України.

Практичний інтерес в дисертаційній роботі представляє проведений аналіз основних індикаторів, що характеризують поточний стан функціонування фондового ринку України. Автор визначає ступінь зрілості та оцінює довгострокові перспективи розвитку українського фондового ринку, а також виявляє та аналізує індикатори світової системи фондових ринків, на підставі чого, робить правомірний висновок, що вітчизняний фондовий ринок має не лише низький рівень розвитку, але й недостатній рівень інтегрованості зі світовими фондовими ринками.

Важливим науковим доробком дисертанта є розробка комплексу

економічних заходів щодо активізації ролі держави в процесі становлення фондового ринку й формування його інституційного та інформаційного забезпечення, що дозволить пом'якшити наявні диспропорції ринку України і сприятиме його ефективного розвитку за рахунок вирішення основних суперечностей його функціонування (між якісно тотожними, відмінними та протилежними елементами) (С. 136–158). Це уможливить ефективне використання емісії цінних паперів як джерела виробничих інвестицій, що, зі свого боку, підвищить рівень капіталовкладень в економіці.

У третьому розділі дисертації «Фондовий ринок України та механізми його регулювання в умовах євроінтеграції» представлено форми державного, біржового, міжнародного, громадського регулювання та саморегулювання фондового ринку (С. 160–161), функції державного регулювання фондового ринку (С. 162–164), зокрема науковий інтерес викликає обґрунтування можливих основних видів розвиваючої та керуючої функцій державного регулювання фондового ринку, узагальнено методи державного регулювання фондового ринку (с. 165) та доведено існування чотирьох моделей державного регулювання фінансових ринків: традиційна секторальна модель, модель мегарегулятора, модель перехресного регулювання, модель регулювання згідно функцій фінансового ринку (С. 165–167).

Заслужують на увагу запропоновані автором наукові підходи до порівняльного аналізу процесів формування фондового ринку в ринковій і трансформаційній економіках, що дало змогу виявити комплекс внутрішніх та зовнішніх факторів, які впливають на становлення й ефективність його функціонування. Також це дає змогу ідентифікувати стан розвитку фондового ринку в Україні, своєчасно виявляти симптоми його погіршення, й запроваджувати комплекс заходів впливу на сукупність його інститутів, процесів та інструментів для підвищення ефективності його функціонування в умовах нестабільності світового фінансового середовища (С. 111–136).

Важливим здобутком автора є з'ясування та дослідження окремих елементів механізму інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий

ринок, який, на відміну від існуючих, ґрунтується на комплексному підході та враховує проблему двовекторної інтеграції: у ринки ЄС та СНД (С. 200–214).

Відзначаючи в цілому взаємообумовленість і тісний взаємозв'язок процесів приватизації і розвитку фондового ринку (С. 173–174), здобувач правомірно акцентує увагу на причинах асинхронного розвитку фондового ринку і процесу приватизації (с. 176), обґрунтовує переваги акціонерної форми власності (С. 185–186), що реалізуються завдяки функціям акціонерного капіталу (С. 190–192), доводить доцільність створення державної холдингової керуючої компанії (с. 197) та використання технології краудсорсинга (с. 213).

На особливу увагу заслуговує авторське бачення розвитку форм адаптації фондового ринку до змін функціонування інституційного середовища та соціально-економічних основ сучасного суспільства, які повинні враховувати насамперед динаміку попиту на інвестиційні товари на ринку (С. 202–231).

Практичний інтерес викликає обґрунтування напрямків податкового стимулювання вкладень у цінні папери (с. 218), узагальнення способів державного регулювання фондового ринку України (с. 219), оцінювання перспектив входження на вітчизняний фондовий ринок цінних паперів іноземних емітентів та розміщення і обіг цінних паперів українських емітентів за межами України, з'ясування можливостей залучення коштів мігрантів до інвестування на вітчизняному фондовому ринку (С. 221–223), розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення (с. 227).

### **Практичне значення результатів дисертаційного дослідження**

Основні положення, викладені в дисертації, доведено до рівня практичних рекомендацій, які підлягають широкому застосуванню як у проведенні подальших досліджень, так і у практичній діяльності.

Достовірність отриманих результатів засвідчують відповідні розробки Кутузової Мар'яни Михайлівни, які мають практичне значення і знайшли

своє застосування в діяльності окремих установ, що підтверджується відповідними довідками про впровадження, зокрема: № 3994/58/2-15 від 25.06.2015 р., надана Департаментом економічного розвитку і торгівлі Волинської обласної державної адміністрації; довідка №3994/58/2-15 від 25.06.2015 р., надана UniCredit Bank (Волинське відділення); довідка №61 від 10.09.2015 р., надана компанією стратегічного управління групи компаній «Монстера» МПІ «Монстера».

Окремі положення дисертаційного дослідження впроваджені у навчальний процес Східноєвропейського національного університету імені Лесі Українки при викладанні навчальних дисциплін «Фінанси», «Міжнародні фінанси», «Фінансова система України», «Бюджетна система України» (довідка № 03-29/02/3024 від 11.09.2015 р.).

### **Повнота викладу основних результатів дисертації, висновків і пропозицій в опублікованих працях здобувача**

Основні наукові положення дисертації знайшли відображення у 17-и наукових публікаціях, з яких 1 участь у колективній монографії, 5 статей у фахових наукових журналах і збірниках наукових праць, 1 стаття у виданні, що включене до міжнародних науково-метричних баз, 1 стаття в закордонному науковому виданні та 9 праць апробаційного характеру. В публікаціях, виконаних у співавторстві, особистий внесок здобувача відображений повною мірою. В дисертації Кутузової М.М. використані лише ті результати досліджень, які були отримані нею особисто.

### **Зауваження та дискусійні положення**

Позитивно оцінюючи дисертаційну роботу Кутузової М.М., слід зазначити, що мають місце деякі зауваження і побажання, а окремі висновки автора є дискусійними і потребують подальшого обґрунтування.

1. В якості пункту наукової новизни дисертаційного дослідження «вперше одержано» автор подає розробку концепції функціонування



фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України. На нашу думку, дискусійною є така позиція здобувача, оскільки концепція являє собою систему поглядів, ідей, визначає головну мету та основні принципи функціонування фондового ринку. В економічній літературі існують подібні результати досліджень, звичайно в іншому форматі чи поданні. Зокрема, розроблена «Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України» (затверджена Постановою Верховної ради України від 22.09.1995 № 342/95-ВР), тому доцільніше представити даний пункт наукової новизни в рубриці «набуло подальшого розвитку», із зазначенням авторського внеску в розвиток концептуальних засад функціонування фондового ринку.

2. У дисертаційній роботі здобувач висвітлює механізм фондового ринку в Україні (рис. 1.2, с. 61), удосконалює механізм інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок (с. 6), однак не уточнює економічний зміст та не розкриває складові таких механізмів. Традиційно під «механізмом» розуміється сукупність методів, форм, інструментів, важелів впливу на певну сферу економічних відносин, тому дисертаційна робота значно б виграла, якби автор більш глибоко дослідив та представив структуру зазначених механізмів або подав би більш розширене авторське бачення.

3. Досліджуючи теоретичні засади функціонування й розвитку фондового ринку, його роль як необхідного елементу інфраструктури ринкової економіки та особливості виникнення фондового ринку в Україні, автор здійснює ототожнення понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів». Але така позиція є некоректною і необґрунтованою та потребує додаткового підкріплення науковим аналізом. Оскільки виділення специфічних особливостей фондового ринку є важливим для розробки практичних рекомендацій щодо удосконалення його функціонування. Адже, на протиположний підходу здобувача, деякі вчені-економісти, характеризуючи фондовий ринок, ототожнюють його з ринком довгострокових цінних паперів. До того ж класифікація учасників фондового ринку, подана здобувачем на с. 31, не узгоджується з інформацією, представленою на рис. 1.1 (с. 32), на якому

автор унаочнює суб'єктів фондового ринку. Тому наведені авторські тези являють собою низку суджень автора без належного переосмислення.

В окремих підрозділах дисертаційної роботи вміщується матеріал, який вже подається в іншому підрозділі. Так, на С. 39–41 автор розглядає сутність дефініції «фондовий ринок» (п.п. 1.2), хоча в п.п. 1.1 мова про це вже йшла. В даному разі не доречно згадувати про це в різних підрозділах, оскільки втрачається логіка та системність подання матеріалу.

4. Досліджуючи сучасний стан і проблеми розвитку фондового ринку України в контексті тенденцій на фондових ринках світу, дисертантка аналізує ефективність діяльності фондового ринку України та, за результатами аналізу, робить висновок, що його функціонування на сучасному етапі тісно пов'язане з різким посиленням нестабільності як на розвинених ринках, так і на тих, що розвиваються. Зважаючи на це, логічним було б висвітлити проблематику пруденційного нагляду за діяльністю професійних учасників фондового ринку, окреслити напрями імплементації європейських пруденційних норм тощо.

5. Не применшуючи значущості пропозиції дисертанта в частині доцільності створення інтегрованого наглядового органу (С. 166–167), водночас хотілося б бачити більш широке обґрунтування такої пропозиції (механізм створення органу, особливості фінансування, комплекс повноважень, функціональне призначення і т.д.). Зважаючи на зазначене, слід було б більш системно підходити до подання матеріалу. До того ж, як відомо, державний орган нагляду ефективний тільки тоді, коли його цілі, структура і функції відповідають характеристикам фінансового сектора. Мегарегулятор виявляється затребуваним там, де фінансовий сектор розвивається в сторону універсалізації. Звичайно, чим різноманітніші продукти і послуги пропонують фінансові посередники, тим складніше здійснювати регулювання спеціалізованими комісіями. Автор пропонує створити інтегрований наглядовий орган, водночас в роботі не обґрунтовується своєчасність та фінансова доцільність створення такої структури.

6. Окрему увагу здобувач приділяє процесам трансформації відносин власності, а саме приватизації майна державних та комунальних підприємств (С. 176–183), та вважає їх економічною основою розвитку фондового ринку України. На наше переконання, приватизація повинна стимулювати розвиток фондового ринку на початкових етапах його формування, адже не менш важливим є розвиток вторинного ринку цінних паперів, обіг цінних паперів на якому слугує своєрідним індикатором ступеня економічного розвитку країни. До того ж, автору варто було врахувати динамізацію процесів сек'ютеризації активів на закордонних фондових ринках та охарактеризувати їх вплив на стабільність світового фінансового середовища.

7. Висвітлюючи пріоритетні вектори інтеграції фондового ринку України у світовий фондовий ринок, автор відзначає важливість створення центрального депозитарію (для корпоративних паперів) на базі міжрегіонального фондового союзу шляхом поєднання його з національним депозитарієм (с. 225). Однак такий підхід не враховує зміни, які відбулись в організаційній структурі депозитарної системи України після прийняття Закону України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI, зокрема те, що на сьогодні вже функціонує Національний депозитарій України як центральний депозитарій, а на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів ( правонаступника Міжрегіонального фондового союзу) було створено Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках, виключною компетенцією якого є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею. Розмежування розрахунково-клірингової функції, яка відтоді закріплена за Розрахунковим центром, та функції депозитарного обліку, що залишилася за Національним депозитарієм, стало важливою віхою формування інфраструктури фондового ринку України, що залишилося поза увагою автора.

У цілому, зазначені зауваження не знижують високий рівень дисертаційної роботи та не впливають на її загальну позитивну оцінку.

## **Загальний висновок**

Дисертація М.М. Кутузової за темою «Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового середовища» є самостійно виконаним завершеним науковим дослідженням актуальної проблеми, містить оригінальні підходи до розв'язання теоретичних і практичних питань та рекомендації щодо активізації розвитку фондового ринку в умовах фінансової нестабільності економіки України.

Представлені в дисертації наукові положення, висновки, рекомендації і пропозиції в комплексі поглиблюють теоретичні засади та практичні аспекти вдосконалення фондового ринку України та встановлення векторності його розвитку в контексті інтеграції у світовий фондовий ринок. У дисертації отримано нові науково обґрунтовані теоретичні й практичні результати, що в сукупності сприяють підвищенню дієвості механізму функціонування фондового ринку України.

Зміст дисертації відповідає визначеній меті, поставлені здобувачем наукові завдання вирішені повною мірою. Основні положення дисертації та всі положення, що задекларовані здобувачем містять елементи наукової новизни. Структура й обсяг роботи відповідають встановленим вимогам. Автореферат є ідентичним за змістом з основними положеннями дисертації і дає повну переконливу уяву про виконану роботу.

Наукові положення, висновки та рекомендації повністю обґрунтовані, аргументовані, містять наукову новизну та пройшли необхідну апробацію на всеукраїнських та міжнародних науково-практичних конференціях. У публікаціях здобувача знайшли відображення всі положення дисертації.

Тема та зміст дисертаційної роботи відповідають паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит та профілю спеціалізованої вченої ради Д 35.051.01 Львівського національного університету імені Івана Франка.

За формальними та якісними параметрами дисертаційна робота «Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового

середовища» відповідає вимогам пунктів 9, 11, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника», затверджено постановою Кабінету Міністрів України № 567 від 24.07.2013 р., що висуваються до кандидатської дисертації, а її автор – Кутузова Мар'яна Михайлівна заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент:

Доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри фінансів і кредиту  
Черкаського навчально-наукового інституту  
ДВНЗ «Університет банківської справи»



Н.В. Ткаченко

*Згідно*  
*з.ек., професора*  
*Ткаченко Н.В.*  
*завідувача:*  
*д.ек. Ткаченко Н.В.*

