

ВІДГУК

офіційного опонента к.е.н., доцента Баули Олени Вікторівни

на дисертацію Гнатюка Ростислава Андрійовича

«Інституційний аналіз міжнародного ринку цінних паперів»,

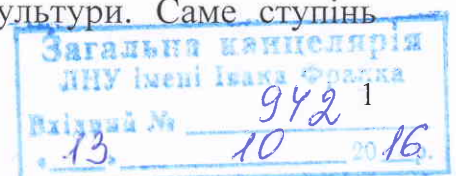
подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

за спеціальністю 08.00.01 – економічна теорія та історія економічної думки

1. Актуальність теми дисертаційної роботи.

Сучасне світове господарство не може існувати та ефективно розвиватись без постійного переміщення грошових капіталів, що формуються в окремих країнах в процесі розширеного відтворення. Тому без розвиненого фінансового ринку неможлива система ринкових відносин, яка забезпечує акумуляцію і перерозподіл світових фінансових потоків. Процеси формування світових фінансових ринків, які почалися в 50-х рр. і досягли найвищої точки свого розвитку в 90-х, можна віднести до важливіших явищ економічного життя другої половини ХХ століття. Глобалізація фінансового середовища є однією з суттєвих рис сучасної світової економічної системи. Динамічний розвиток фінансових ринків, зокрема міжнародного ринку цінних паперів, спонукає по-новому оцінити взаємозалежність окремих країн, їх конкурентоспроможність та здатність адаптуватися до глобальної економіки.

Ринок цінних паперів не лише сприяє обігу та раціональному розміщенню фінансових ресурсів, дає можливість реально оцінювати ефективність управління підприємством, а й створює умови для добросовісної конкуренції та обмеження монополізму. Ефективність ринку цінних паперів залежить від ступеня розвитку його інститутів. Всебічне дослідження особливостей та закономірностей функціонування міжнародного ринку цінних паперів і передусім його інституційної основи дозволить знайти шляхи до побудови високоліквідного та ефективного ринку з високим рівнем корпоративної культури. Саме ступінь



розвитку інститутів міжнародного ринку цінних паперів характеризує його здатність акумулювати фінансові ресурси та направляти їх в найбільш ефективні сфери. Тому, вважаю, що тема дисертаційного дослідження є актуальною.

Слід підкреслити, що дисертант присвятив своє дослідження найменш дослідженій проблемі міжнародного ринку цінних паперів – проблемі ефективності інституційної основи ринку. Варто звернути також увагу на те, що дослідження Гнатюка Р.А. є частиною держбюджетних науково-дослідних тем, що виконувалась у Львівському національному університеті імені Івана Франка, а саме: «Відкрита господарська система України в умовах посилення нестабільності світової економіки» (номер державної реєстрації 0112U003755) та «Розвиток інституційної структури економіки України» (номер державної реєстрації 0114U000872), що є ще одним свідченням актуальності теми дисертаційної роботи.

2. Аналіз змісту дисертації.

Метою дисертаційної роботи автор обрав проблеми, пов'язані з особливостями та закономірностями формування інституційної основи міжнародного ринку цінних паперів. Для досягнення цієї мети дисертантом досліджена суть, функції та структура міжнародного ринку цінних паперів, визначено категорії «інститут» та «інституція», окреслено теоретичні основи інституційного аналізу ринку цінних паперів, простежено еволюцію поглядів на механізм функціонування міжнародного ринку цінних паперів, визначено основні макроекономічні та інституційні детермінанти розвитку фондового ринку, здійснено кореляційно-регресійний аналіз залежності основних показників функціонування ринку цінних паперів від показників інституційного та макроекономічного середовища, проведено порівняльний аналіз впливу чинників макроекономічного та інституційного середовища на ринок цінних паперів у розвинених економіках та тих, що розвиваються, здійснено порівняльний аналіз систем регулювання ринку цінних паперів у зазначених країнах, запропоновано шляхи покращення методик визначення ефективності міжнародного ринку цінних паперів, а також напрями застосування міжнародного досвіду для покращення

функціонування вітчизняного ринку цінних паперів. Усе це дозволило автору досягнути поставлених завдань.

Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Основний зміст дисертації викладений на 166 сторінках комп'ютерного тексту. Робота містить 5 рисунків, 17 таблиць та 18 додатків. Список використаних джерел налічує 193 позиції.

Структура дисертаційної роботи побудована логічно у відповідності з поставленими завданнями. Оформлення дисертаційної роботи відповідає вимогам ВАК України.

У першому розділі дисертації проаналізовано наукові дослідження за темою дисертаційної роботи, визначено сутність, функції та структуру міжнародного ринку цінних паперів, досліджено еволюцію поглядів провідних економістів на механізм функціонування міжнародного ринку цінних паперів у контексті його інституційного аналізу, розглянуто інституційно-аналітичні інструменти дослідження міжнародного ринку цінних паперів. Автор зупиняється передусім на вивченні досліджень, присвячених теоретичному осмисленні суті поняття "міжнародний ринок цінних паперів", його структури (ст. 13-16). Дисертант вважає, що міжнародний ринок цінних паперів необхідно розглядати у широкому та вузькому значенні. В першому випадку – це сегмент світового фінансового ринку на якому здійснюється купівля-продаж боргових цінних паперів, цінних паперів власності та похідних фінансових інструментів, а в другому – це сукупність інститутів цього ринку, що являють собою інфраструктуру та учасників ринку (ст. 16). Автор розглядає взаємозв'язок між поняттями «інституції», «інститут» та «організації», рівні інституційного аналізу ринку цінних паперів (ст. 47, рис. 1.1) та виділяє основні показники інституційного середовища міжнародного ринку цінних паперів, що впливають на його функціонування, а саме: політична стабільність, контроль за корупцією, регулятивна якість, політична стабільність, ефективність державного управління, свобода слова та ін. (ст. 53-55). Дисертантом здійснено систематизацію основних відомостей про історію розвитку ринку цінних паперів, а також простежено еволюцію поглядів представників основних та сучасних напрямів та шкіл

економічної думки на механізм функціонування міжнародного ринку цінних паперів у контексті його інституційного аналізу (параграф 1.3).

Другий розділ дисертаційної роботи спрямований на аналіз інститутів міжнародного ринку цінних паперів. А саме, розглянуто інфраструктуру трьох сегментів ринку цінних паперів (ринку титулів власності, боргових зобов'язань та похідних фінансових інструментів), а також її функції (параграф 2.1). Гнатюк Р.А. удосконалив підхід до аналізу впливу макроекономічних показників на внутрішні показники ринку цінних паперів, відобразив потенційний передавальний механізм впливу чинників макроекономічного середовища на внутрішні характеристики фондового ринку у розвинених країнах (США, Великобританія, Японія, Німеччина) та країнах, що розвиваються (Бразилія, ПАР, Індія, Китай та Україна) (ст. 104-132). У роботі проведено кореляційно-регресійний аналіз та побудовано моделі, що відображають вплив макроекономічних та інституційних чинників на показники ринків цінних паперів зазначених країн. В результаті проведеного порівняльного аналізу дисертант зробив висновок, що чим менш розвинена країна, то важливішим для її ринку цінних паперів є покращення інституційного середовища (ст. 135, таблиця 2.11).

Доробком автора є проведений порівняльний аналіз систем регулювання ринків цінних паперів розвинутих країн та країн, що розвиваються, з точки зору основних недоліків та обмежень щодо учасників ринку, а також переваг від вимог регуляторів (параграф 2.3).

У третьому розділі проведено комплексний аналіз шляхів удосконалення методик визначення ефективності функціонування міжнародного ринку цінних паперів. Автор вважає, що ефективність ринку цінних паперів (вітчизняного чи міжнародного) варто розділити на три частини: ефективність діяльності, регулювання та інститутів (ст. 156, рис. 3.1). Дисертант доводить, що підвищення ефективності системи регулювання ринку цінних паперів є основною передумовою покращення інституційного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів (ст. 157).

Теоретичним доробком автора можна вважати доповнення існуючої методики визначення ефективності системи регулювання ринку цінних паперів індексом саморегулювання (ст. 163-164).

У другому параграфі третього розділу автором окреслені проблеми функціонування вітчизняного ринку цінних паперів як інституту (ст. 170-171), запропоновано напрями поліпшення функціонування та розвитку ринку цінних паперів України: консолідація та скорочення кількості бірж, удосконалення правового забезпечення діяльності учасників ринку, підвищення рівня автономності центрального регулятора у прийнятті рішень, використання стандартів *IOSCO* у діяльності інститутів ринку тощо (ст. 174-176). Дисертант вважає, що для розвитку як вітчизняного, так і іноземного сегменту ринку цінних паперів України слід вжити низку невідкладних заходів, основним серед яких має бути покращення інституційного середовища функціонування ринку, що у значній своїй частині залежить від інтеграції національних ринків цінних паперів країн, що розвиваються, оскільки це дасть можливість не лише залучити капітал, а й розвинути економічні взаємозв'язки, що сприятиме країні стати повноцінним суб'єктом міжнародного ринку цінних паперів (ст. 177). Автором також спрогнозовано можливість виникнення біполярного міжнародного ринку цінних паперів з кластерами розвинутих країн та країн, що розвиваються, що індукуватиме лібералізацію, уніфікацію та стандартизацію вимог до учасників на даному ринку (ст. 180-184).

3. Рівень обґрунтованості наукових положень і висновків, сформульованих у

дисертації, їх достовірність та новизна.

Виходячи зі змісту дисертаційної роботи, автореферату та опублікованих за темою дослідження праць, можна стверджувати, що основні положення і висновки, зроблені автором в дисертації є обґрунтованими і достовірними. Це підтверджується тим, що автор в дослідженні використав величезний масив статистичної інформації по міжнародному ринку цінних паперів. Автор врахував наукові положення, що містяться в працях українських і зарубіжних економістів, а також зарубіжний досвід, що стосується формування і розвитку інституційного середовища ринку цінних паперів.

Дисертація показує, що автор має глибоку підготовку в галузі економічної теорії загалом і в теорії фінансового ринку зокрема, вміє самостійно аналізувати складні економічні явища і процеси. Основні положення дисертації апробовані на 8 міжнародних науково-практичних конференціях і одній Всеукраїнській науковій інтернет-конференції. За результатами дослідження опубліковано 15 наукових праць, у тому числі 6 статей у провідних наукових фахових виданнях. Опубліковані праці повністю відображають зміст дисертації.

Серед найважливіших результатів дослідження, що містять наукову новизну, варто відзначити такі:

1. Доведено, що на ринок цінних паперів в країнах, що розвиваються більш вагомий вплив здійснює інституційне середовище ніж макроекономічне.

2. Удосконалено концептуальні підходи до критеріїв визначення ефективності системи регулювання ринків цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, через застосування додаткових індексів оцінки ефективності регулювання.

3. Поглиблено обґрунтування теоретичних і методологічних підходів до визначення основних інституцій і рівнів інституційного аналізу ринку цінних паперів та показників інституційного середовища міжнародного ринку цінних паперів, що впливають на його функціонування.

4. Відображено потенційний передавальний механізм впливу чинників макроекономічного середовища на внутрішні показники ринку цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються.

Дисертація Гнатюка Р.А. є певним вкладом в теорію формування фінансового ринку, зокрема міжнародного ринку цінних паперів.

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що положення, висновки і рекомендації дисертаційного дослідження можуть бути використані у навчальному процесі вузів, а також враховані органами державної влади і управління у процесі визначення напрямів розвитку ринку цінних паперів в Україні.

4. Дискусійні положення та недоліки дисертації.

В цілому високо оцінюючи дану дисертаційну роботу, звертаємо увагу на окремі дискусійні положення та недоліки. Головними з них вважаємо такі:

1. В дисертації містяться деякі дискусійні положення:

- на с.13 автор у своїй сегментації міжнародного фінансового ринку виділяє міжнародний ринок цінних паперів і три його елементи: міжнародний ринок титулів власності, боргових зобов'язань та похідних фінансових інструментів. Окремим елементом у структурі світового фінансового ринку дисертант виділяє євроринок. З такою сегментацією міжнародного ринку цінних паперів погодитись не можна, адже невід'ємним структурним елементом міжнародного ринку цінних паперів є євроринок цінних паперів, де здійснюється обіг цінних паперів, грошовим компонентом яких є єрвалюта, тобто валюта, що перебуває в руках нерезидентів країни її походження. Офіційне визначення статусу єропаперів наведене в законодавстві Європейського Союзу. Згідно з Директивою Комісії ЄС № 89/298/ЕЕС, єропапери — це обігові цінні папери, які проходять андеррайтинг і розміщуються за посередництвом синдикату, щонайменше два учасники якого зареєстровані в різних країнах; пропонуються у значних обсягах в одній або більше країнах, за винятком країни реєстрації емітента; можуть бути початково придбані (у тому числі й шляхом підписки) лише за посередництва кредитної організації або іншого фінансового інституту. Саме тому елементами міжнародного ринку цінних паперів повинні бути не лише іноземні ринки цінних паперів, а й євроринок цінних паперів;

- розглядаючи види облігацій, як інструменти міжнародного ринку цінних паперів, дисертант виділяє державні (ОВДП, ОЗДП), корпоративні та муніципальні облігації (додаток 3). Такі види облігацій доцільно виділяти лише на внутрішньому (національному) ринку, а інструментами міжнародного ринку облігацій є глобальні, паралельні, іноземні та єрооблігації, суть яких автор розглядає в параграфі 1.1 (ст.31-34). Однак, наприклад, муніципальні облігації можуть бути інструментом міжнародного ринку лише за умови, що будуть випущені як єрооблігації, про що варто було вказати у дисертації. Дане зауваження стосується і акцій: на ст. 27 вказано, що видами акцій на

міжнародному ринку є іноземні та євроакції, а в додатку Е «Класифікація акцій на міжнародному ринку цінних паперів» згадано лише прості, привілейовані, дохідні, циклічні, спекулятивні, захищені, акції зростання та з блакитними корінцями.

2. Суперечливим, на нашу думку, є виділення автором змішаної моделі регулювання ринку цінних паперів поряд з існуючими - централізованою та моделлю саморегулювання (ст. 139). Автор пише, що «змішана модель поєднує централізоване керівництво та саморегулювання ринку». На нашу думку, змішана модель дублює модель саморегулювання при якій частина функцій регулятора передається саморегулювним організаціям за якими здійснюється державний нагляд та контроль, оскільки ринку цінних паперів не притаманне 100% саморегулювання.

3. В п.2.3 дисертант здійснив порівняльний аналіз систем регулювання ринку цінних паперів у розвинених країнах та у країнах, що розвиваються. Поте, на мій погляд, робота значно виграла б за умови аналізу не лише моделей регулювання іноземних ринків цінних паперів, а й вітчизняної моделі. Саме тоді б виділені проблеми ринку цінних паперів України та шляхи їх усунення у п.3.2. були б більш обґрунтованими.

4. В п.3.2 автор окреслює для вирішення проблем, що стримують розвиток вітчизняного ринку цінних паперів, певні напрями. Схвально сприймається твердження дисертанта щодо необхідності консолідації та скорочення кількості фондових бірж в Україні та надання центральному регулятору більшої автономності. Проте, у роботі недостатня увага приділена саме механізмам досягнення цих цілей враховуючи особливості створення існуючих інститутів, чинне українське законодавство та, що найголовніше, менталітет та амбіції певних керівників вище згаданих структур. Крім того, централізація може породити монополізм на цьому ринку і негативно вплинути на його функціонування. Цьому питанню слід було приділити більше уваги.

5. Дисертант не завжди чітко відділяє свої висновки від висновків інших авторів. Наприклад, на с.12 він пише: «Пропонуємо визначити фінансовий ринок як сукупність ринкових інститутів, які скеровують потік грошових коштів від

власників до позичальників», а наприкінці цієї пропозиції є посилання на підручник «Аналітична економія: макроекономіка і мікроекономіка». На ст. 15: «... автор пропонує своє трактування розглядаючи міжнародний ринок цінних паперів з двох різних поглядів: як ціле і як систему...». А далі йде посилання на посібники з міжнародних фінансів.

6. У дисертації міститься ряд загальновідомого описового матеріалу, автор не завжди висловлює своє критичне ставлення до позиції інших дослідників, положення яких він використовує. У роботі не приділена належна увага уніфікації вітчизняного законодавства у сфері цінних паперів із законодавством Європейського Союзу, членство в якому є стратегічним завданням України та відкріє перед вітчизняними інститутами нові горизонти на світовому ринку цінних паперів.

5. Загальний висновок.

Дисертаційна робота Гнатюка Ростислава Андрійовича “Інституційний аналіз міжнародного ринку цінних паперів” є актуальною, самостійною і завершеною науковою працею, в якій отримані нові науково обґрунтовані та достовірні результати, що мають теоретичну та прикладну цінність, оскільки вирішують ряд питань пов’язаних з функціонуванням інституційної основи міжнародного ринку цінних паперів і підвищенням його ефективності.

Автореферат і наукові публікації автора повністю відображають основні положення дисертації.

За змістом та оформленням робота відповідає вимогам ВАК України щодо кандидатських дисертацій, а її автор Гнатюк Ростислав Андрійович заслуговує присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.01 – Економічна теорія та історія економічної думки.

Офіційний опонент:

кандидат економічних наук, доцент
кафедри економічної теорії та міжнародної економіки
Луцького національного
технічного університету

ПІДПИС ЗАСВІДЧУЮ:
Учений секретар
ЛУЦЬКОГО НАЦІОНАЛЬНОГО
ТЕХНІЧНОГО УНІВЕРСИТЕТУ
доц. А.Земко



Баула О.В.