

**ВІДГУК ОФІЦІЙНОГО ОПОНЕНТА**  
**на дисертацію Гнатюка Р.А. на тему «Інституційний аналіз міжнародного ринку цінних паперів» на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук зі спеціальності 08.00.01 «Економічна теорія та історія економічної думки»**

***Актуальність обраної теми***

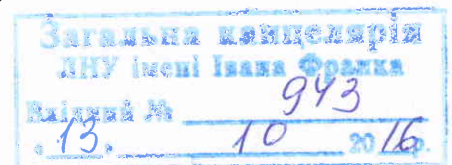
Глобалізація сприяла безпрецедентному зростанню рівня відкритості національних економічних систем. З одного боку, це розширило можливості використання зовнішніх чинників економічного зростання усередині країн, але одночасно, з іншого боку, посилило вразливість національної економіки перед зовнішніми загрозами сталості та стабільності цього зростання. Підсумковий баланс позитивних та негативних зовнішніх впливів визначається взаємодією багатьох складових, що вимагає від економічної науки ретельно вивчати ці складові та надавати відповідні рекомендації щодо врахування відповідних ефектів їх впливу при розробці заходів макроекономічної політики.

Ці загальні міркування цілком стосуються дослідження ролі міжнародного ринку цінних паперів у сучасних умовах. Фінансизація світової економіки стала доконаним фактом, а її наслідки та засоби нейтралізації її негативних ефектів посіли помітне місце у масиві теоретико-економічних досліджень світової економіки за останні 5-6 років.

Особливу роль ця проблематика відіграє для української економіки. Підписання Угоди про асоціацію з ЄС перевело з теоретичної у практичну площину проблему адаптації національної господарської діяльності до більш жорстких умов міжнародної конкуренції, особливо на міжнародному фінансовому ринку, з урахуванням очевидних слабкостей фінансового сектору в Україні.

Слід зазначити, що проблематика світового ринку цінних паперів традиційно була вельми популярною серед економістів-міжнародників. Тому механізм його функціонування досліджено у науковій літературі дуже ґрунтовно. Проте ця ґрунтовність донедавна перебувала в площині переважання функціонального аналізу, який не виходив за межі традиційних макроекономічних підходів відносно фондового ринку як засобу перерозподілу інвестиційних ресурсів від домогосподарств до бізнесу.

Але світова фінансова криза 2007-2009 рр. виявила обмеженість та хибність такого підходу, оскільки його використання не спромоглося передбачити цю кризу та її наслідки. Виявилось, що на динаміку фінансових ринків впливають не тільки об'єктивні економічні потреби суб'єктів реального сектору економіки, але й ціла система інституційних чинників, які формують доволі суперечливе середовище функціонування та розвитку цього ринку, яке здатне генерувати



негативні тенденції у поведінці його учасників та через відповідні передавальні механізми впливати на динаміку основних макроекономічних показників, причому не завжди у позитивному напрямку.

З огляду на вищезазначене, дисертація Гнатюка Р.А. знаходиться в руслі актуальних і дуже важливих для економічної теорії та господарської практики проблем, вирішення яких дозволяє краще розуміти механізми роботи сучасного міжнародного ринку цінних паперів, а отже, мати можливість розробляти та використовувати надійний інструментарій управління ним та зменшення або нейтралізації ризиків для економіки, пов'язаних із дією відповідних інституційних чинників.

### ***Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації, їх достовірність і новизна***

Незважаючи на значний масив наукових досліджень сучасного міжнародного ринку цінних паперів, дисертанту вдалося віднайти свій, оригінальний аспект аналізу, пов'язаний з поглибленим розглядом впливу інституційних чинників на цей ринок, що дозволило сформулювати низку цікавих наукових ідей, доведених до стану повноцінних наукових результатів. До найбільш значущих з них можна, на мою думку, віднести наступні.

1. Визначення 6 головних інституційних чинників розвитку міжнародного ринку цінних паперів (контроль за корупцією, регулятивна якість, політична стабільність, ефективність державного управління, верховенство права, право голосу і свобода слова) та розкриття каналів їх впливу на цей розвиток (с. 51-55).

2. Розкриття логіко-історичного процесу розвитку теорій ціноутворення на ринку цінних паперів з позицій інституціональної економічної теорії шляхом систематизації найбільш значущих з них (теорії ефективного ринку, когерентного ринку, рефлексивного ринку, адаптивного ринку, хаосу, міцного фундаменту, катастроф, шуму, повітряних замків, хвильова, поведінкових фінансів) за критеріями раціональності поведінки учасників ринку (раціональна чи ірраціональна), адекватності реальним ринковим процесам (нормативні чи позитивні) та ставлення до можливостей прогнозування цін (допускають чи виключають) (с. 67, 69).

3. Уточнення наукових уявлень щодо механізмів впливу інституційного середовища на реалізацію ринком цінних паперів своїх базових функцій шляхом обґрунтування необхідності запровадження інституту регулятивного захисту ринку в умовах значного зростання невизначеності його розвитку та пов'язаних з цим системних ризиків виникнення неочікуваних потрясінь (с. 86).

4. Обґрунтування висновку, що в країнах, що розвиваються, інституційні чинники мають набагато сильніший потенціал двостороннього – як позитивного, так і негативного - впливу на розвиток ринку цінних паперів, ніж в розвинених

країнах, що обумовлено незрілістю інституційного середовища у менш розвинених та його сформованістю у високорозвинених країнах (с. 134-135).

5. Систематизація спільних рис та відмінностей національних систем регулювання ринку цінних паперів у розвинених країнах та країнах, що розвиваються, на основі інституційного підходу: спільні риси породжуються єдністю нормативно-правової та наглядово-регуляторної складових, пов'язаних з державою, а відмінності обумовлені рівнем розвитку самоорганізації ринку цінних паперів у відповідній країні (с. 154-155).

6. Розкриття змісту поняття «ефективність ринку цінних паперів» шляхом виділення трьох її складових (функціонування самого ринку, його регулювання та інституційна ефективність) та запровадження індексу саморегулювання як критерію ефективності регулювання цього ринку (с. 157, 163).

7. Розвиток наукових уявлень щодо впливу глобалізації на інституційний розвиток міжнародного ринку цінних паперів шляхом обґрунтування можливості виникнення біполярного міжнародного ринку цінних паперів з кластерами розвинених країн та країн, що розвиваються (с. 182-183).

Положення, що викладене вище у п. 4, є таким, що висунуто вперше у науковій літературі; положення, зазначені у п.п. 1, 3, 6, удосконалюють наявні в науковій літературі уявлення, а викладені у п.п. 2, 5, 7 – свідчать про розвиток наукових уявлень щодо чинників інституційного впливу на ринок цінних паперів.

Ці положення та висновки є у достатній мірі обґрунтованими та достовірними, оскільки вони спираються на значний масив сучасних наукових та прикладних досліджень міжнародного ринку цінних паперів, значущі масиви статистичної інформації з надійних джерел, підкріплюються власними аналітичними розробками дисертанта, в яких використані коректні методи кореляційно-регресійного аналізу та обробки статистичних даних, а також прийнятні засоби верифікації отриманих наукових результатів.

Достовірність отриманих результатів додатково підкріплюється логічно продуманою побудовою структури роботи, переконливою послідовністю викладення результатів та 18 додатками, 9 з яких повністю складаються з результатів відповідних авторських розрахунків, побудованих на реальному статистичному матеріалі відповідних країн з двох груп – розвинених та тих, що розвиваються. Переконливість результатів дослідження підтверджується використанням 16 авторських таблиць та 5 рисунків в основному тексті.

### ***Повнота викладу основних наукових результатів у опублікованих роботах***

Основні наукові результати проведеного дослідження у достатній мірі викладені у 7 статтях, 6 з яких опубліковані у фахових наукових виданнях України з економічних наук, а 1 – у зарубіжному англійському науковому

періодичному виданні за профілем дисертації, яке включено до міжнародної наукометричної бази *Scopus*.

Крім того, робота пройшла належну апробацію на 10 наукових та науково-практичних конференціях, більшість з яких мають статус міжнародних, з публікацією 8 тез доповідей.

Отже, загальна кількість публікацій за темою дисертації сягає 15, що свідчить про неабияку наукову активність дисертанта.

### ***Зауваження щодо змісту й оформлення дисертації***

Позитивно оцінюючи дисертацію у цілому, слід відзначити наявність в ній спірних моментів, неточностей, дискусійних положень та інших недоліків та упущень.

1. Недостатньо вдалою є назва роботи, назви окремих розділів і підрозділів та формулювання мети дослідження і пунктів наукової новизни, в яких містяться терміни «аналіз», «дослідження», а також використання термінів «проаналізувати», «дослідити» у формулюваннях завдань дослідження. Оскільки термін «аналіз» відображує *процес* дослідження, він не містить у собі *результату*; аналіз – це не результат, а лише шлях до результату. Так само дослідження не є та не може бути метою автора, оскільки воно є *засобом реалізації* цієї мети, спрямованої на вирішення певного наукового завдання, яке, у свою чергу, спрямовано на отримання низки наукових результатів.

2. Недостатньо враховано для вирішення поставлених завдань дослідження сучасний рівень розробки базових категорій інституційного аналізу, зокрема, ідеї А.Грейфа щодо інституційної природи людських уявлень (*beliefs*), тобто здатності людського мислення формувати стереотипи економічної поведінки навіть в її ірраціональних формах, а також концепції гуманітарних фінансів В.Миловидова який розкрив специфіку прояву цих механізмів саме на фінансових ринках. Крім того, в роботах А.Гриценка висунуто ідею, що будь-яке явище економічного життя може набути ознак інституту. З огляду на це, концепція рефлексивної природи вартості Дж. Сороса, яку дисертант критикує, є, на мою думку, адекватним інструментом пізнання закономірностей ціноутворення на сучасних фінансових ринках.

Не знайшлось місця в дисертації бодай оглядовому підходу до праць Н.Талеба, роботи якого стали світовими бестселерами, хоча і викликали неоднозначну реакцію у світовій науковій спільноті. Натомість, обмеживши свій аналіз врахуванням лише другого та третього рівнів так званої «піраміди Вільямсона» (с. 47, 50), дисертант свідомо виключив з аналізу перший рівень цієї піраміди, причому без будь-яких застережень, з чим не можна погодитись.

З іншого боку, дисертант піддався спокусі взяти участь у суто схоластичній дискусії щодо співвідношення між інститутом та інституцією, оскільки ця дискусія лише заплує питання, яке вже давно було вирішено інституційною

теорією: інститути-норми у реальному житті реалізуються усередині інститутів-організацій.

3. Дисертанту бракує чіткості у застосуванні деяких понять, які обрані як базові, робочі. Це стосується, перш за все, коректного використання понять «чинник» та «показник». У ряді випадків дисертант змішує/ототожнює їх. Між тим, чинник, що впливає на щось, та показник, яким вимірюється це «щось», рівним чином, як і показник, яким вимірюється цей чинник – це три різних площини аналізу, які не можна змішувати.

Те ж саме можна віднести до понять «інституційне середовище» та «макроекономічне середовище». Якщо відносно першого поняття дисертант демонструє свою позицію (хоча до неї і є запитання), то що вкладає автор у зміст другого поняття – залишається таємницею, оскільки в дисертації відсутнє бодай яке визначення змісту макроекономічного середовища.

Недостатньо чітко в роботі визначено і сутність міжнародного ринку цінних паперів. Дисертант вважає за можливе фактично ототожнювати світовий та міжнародний фінансові ринки (с. 13). Цей підхід є спірним. Те, що між національними та міжнародними фінансовими ринками розвинених країн немає жорстких кордонів, не означає, що вони є єдиним цілим. Насправді, усередині кожної країни існують достатньо жорсткі національні регуляторні механізми, які, хоча і не усувають небезпеку, що йде від світових спекулянтів, але все ж таки зменшують ризики масштабних атак ззовні.

4. Частина пунктів наукової новизни також сформульована недостатньо чітко, попри те, що більшість ідей, висунутих дисертантом в цих пунктах, є оригінальними та мають усі підстави претендувати на статус нових (тією чи іншою мірою). Зокрема, у першому пункті рубрики «удосконалено» у вступі до дисертації, де дисертант згадує про контроль за корупцією, регулятивну якість, політичну стабільність, ефективність державного управління, верховенство права, право голосу, свободу слова, тобто на певну сукупність *інститутів*, що впливають на розвиток міжнародного ринку цінних паперів, він чомусь називає їх *показниками*. При цьому дисертант чомусь обминув такі базові інститути, як довіра та інститут захисту прав власності.

5. Звертає на себе увагу нерівномірність розподілу матеріалу між трьома розділами дисертації (відповідно, 71, 74 та 30 сторінок). Сама по собі нерівномірність розподілу не є недоліком і може бути обумовлена специфікою конкретного дослідження. Але у даному випадку автор подекуди захоплюється описом загальновідомих положень (опис біржових механізмів у першому розділі, опис каналів впливу макроекономічних показників на ринок цінних паперів тощо), за рахунок чого можна було б скоротити обсяги першого та другого розділів. Натомість, третій розділ, який несе найбільш значуще прикладне навантаження, виглядає занадто компактним, а питання, присвячені специфіці механізму державного регулювання ринку цінних паперів в Україні, викладені фрагментарно, хоча саме ці питання мають найбільше значення.

6. Звертає на себе увагу також те, що дисертант, справедливо відзначаючи ключову роль ефективного нормативного регулювання ринку цінних паперів, дивним чином обійшовся без жодного посилання у переліку джерел на нормативно-правові акти української держави, що регулюють ці питання.

7. Робота містить низку недостатньо обґрунтованих тверджень. Так, надмірно спрощеним та перебільшеним є твердження, що фінансовий ринок максимально наближений до моделі вільної конкуренції (с. 12). Це суперечить реальній практиці організації ринку, де існують різного роду обмеження (законодавчі та регуляторні, що розроблені самими учасниками ринку), спрямовані на недопущення масштабних спекуляцій та розхитування ринку. Насправді цей ринок є достатньо зарегульованим (в усякому разі, на національному рівні).

8. Мають місце огріхи в оформленні дисертації та наукового апарату. Зокрема, у вступі до дисертації не треба було зазначати структуру та обсяг роботи. Праці деяких авторів (наприклад, А. Сміта, Д. Норта, Д. Сорнетте) наводяться за англomовними виданнями, в той час як існують більш сучасні російськомовні переклади, причому переклади більш пізніх праць цих авторів.

В одних випадках, згадуючи імена авторів, дисертант обмежується лише прізвищами, в той час як в інших випадках додає ініціали. Крім того, дисертант в деяких випадках, посилаючись на чиясь точку зору, уникає згадування конкретних імен або взагалі не наводить посилань на імена авторів (с. 13, 95, 179 та ін). Деякі посилання на книги (наприклад, на с. 12, 61, 63) не містять зазначення сторінок запозичення. На с. 11, 86, 87 наведено статистичні дані без посилання на джерело запозичення.

Власні праці дисертанта не включено до переліку використаних джерел.

Дисертантом обрано принцип оформлення переліку використаних джерел у порядку посилань на джерело (а не за алфавітом), але цей принцип іноді не витримується, оскільки автор неодноразово посилається на одне джерело в різних місцях тексту, використовуючи кожного разу номер першого посилання, а не наступний порядковий номер цього посилання порівняно з попереднім номером у цій частині роботи. Крім того, дисертантом не зазначено особистий внесок у статті, опубліковані за темою дисертації у співавторстві та зазначені у переліку праць в авторефераті.

9. Робота містить граматичні помилки та невиправлені описки.

### ***Відповідність змісту автореферату й основних положень дисертації***

Автореферат відповідає основним положенням дисертації та надає адекватне уявлення щодо її структури та змісту. В той же час обсяг автореферату (близько 1,1 д.а.) перевищує граничні межі, встановлені для авторефератів для гуманітарних наук (0,9 д.а.).

## **Висновок про відповідність дисертації встановленим вимогам**

Втім, висловлені зауваження жодним чином не ставлять під сумнів цінність та значущість основних наукових результатів, отриманих в ході дослідження. Воно має завершений характер та свідчить про успішне вирішення автором актуального наукового завдання виявлення та розкриття інституційних чинників розвитку міжнародного ринку цінних паперів в сучасних умовах, що має суттєве значення для економічної теорії та практики державного регулювання економіки в Україні. Недоліки, які зазначені вище, можуть розглядатись, скоріше, як рекомендації щодо наступних наукових пошуків автора, а не як перепони для визнання його здібності до проведення самостійних наукових досліджень. У своїх головних рисах дисертація Гнатюка Р.А. свідчить про його вміння висувати наукові гіпотези, добре володіння сучасним інструментарієм кількісного аналізу, здатність ефективно застосовувати цей інструментарій для вирішення складних теоретичних проблем, критично ставитись до отриманих результатів та надавати їх несуперечливу теоретико-економічну інтерпретацію, вести аргументовану полеміку.

Все це дозволяє визнати, що дисертація Гнатюка Р.А. відповідає вимогам до кандидатських дисертацій, встановленим Порядком присудження наукових ступенів, затвердженим Постановою КМУ від 24.07.2013 р. № 567 (з наступними змінами), а її автор – Гнатюк Ростислав Андрійович – заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук зі спеціальності 08.00.01 – економічна теорія та історія економічної думки.

Офіційний опонент –  
д.е.н, проф., професор кафедри  
економічної теорії та економічних  
методів управління Харківського  
національного університету  
імені В.Н.Каразіна



Соболев В.М.

06.10.2016 р.

