

## **ВІДГУК**

офіційного опонента

доктора економічних наук, професора

доцента кафедри бухгалтерського обліку та оподаткування

**Макаренко Інни Олександрівни**

на дисертаційну роботу

**Горбаневича Віталія Леонідовича**

**на тему «Регулювання ринку цінних паперів як засіб активізації  
інвестиційного розвитку економіки України»,**

представлену на здобуття наукового ступеня доктора філософії за з  
галузі знань 05 – Соціальні і поведінкові науки за спеціальністю

051 «Економіка»

### **1. Ступінь актуальності теми дисертації та її зв'язок з науковими програмами, планами, темами**

«План Маршала» для України, який було оприлюднено на спільній швейцарсько-українській конференції відновлення у Лугано 4-5 липня 2021 року, передбачав значну інвестиційну підтримку повоєнного відновлення України та її сталого економічного зростання – понад 750 мільярдів доларів США. Надходження інвестиційних ресурсів має наголос на екологічних, соціальних та управлінських (ESG) критеріях та вимірах сталого розвитку.

Ринок цінних паперів України може бути використаний як трансмісійний механізм для розподілу і ефективної алокації зазначених інвестиційних ресурсів. Водночас, активізація інвестиційного розвитку України може дати поштовх до реанімації вузького, неконкурентного ринку цінних паперів, сприяти утворенню сегменту відповідального інвестування. План відновлення функціонування фінансової системи, реформування та розвитку в Україні як частина «Плану Маршала» орієнтовано на інтеграцію українських ринків капіталу в європейський фінансовий простір, на регуляторне забезпечення довгострокової інвестиційної підтримки відповідального інвестування для сталого відновлення України.

Плюралізм наукових джерел щодо впровадження новітніх форм, методів та інструментів регуляторного впливу на ринках цінних паперів обумовлюють актуальність теми дисертаційної роботи Горбаневича В. Л., її об'єкт, предмет мету і завдання. Вона присвячена комплексному дослідженню теоретичних, методичних та прикладних засад регулювання ринку цінних паперів як засобу активізації інвестиційного розвитку економіки України, а також розробленню концептуальних напрямів удосконалення регулювання ринку цінних паперів України в умовах євроінтеграції.

Дослідження виконане відповідно до плану науково-дослідних робіт у Львівському торговельно-економічному університеті. Зокрема, у межах теми «Фінансові та організаційні механізми забезпечення інноваційно-інвестиційного розвитку економіки України» (номер державної реєстрації (0118U000023), автором розвинуто концептуальні засади регулювання ринку цінних паперів України та проведено оцінювання його ефективності

## ***2. Ступінь обґрунтованості та достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації***

Характеризуючи основні результати дисертації, що виносяться на захист, необхідно підкреслити їх теоретичну обґрунтованість та орієнтацію здобувача на чітке формулювання власної позиції.

Підтвердженням наукової обґрунтованості положень, висновків і рекомендацій дисертаційної роботи є логічна послідовність у постановці і виконанні завдань відповідно до мети дослідження. У роботі наведено необхідні теоретико-методологічні, методичні та аналітичні розробки, які належним чином розглядаються у відповідних розділах.

Наукова достовірність викладених у роботі Горбаневича В. Л. результатів забезпечується творчим використанням наукових підходів, системним вивченням та узагальненням результатів наукових розробок вітчизняних та зарубіжних фахівців із проблем регулювання ринків цінних паперів.

Автором доречно імплементовано історичний, системний та логіко-діалектичний підходи; традиційні методи наукового дослідження та статистичний інструментарій.

Висновки та узагальнення, сформульовані у дослідженні, в повному обсязі відображають хід вирішення поставлених автором завдань та їх важливість для подальшого розвитку регулювання ринку цінних паперів, включаючи розв'язання проблем прикладного характеру. Це дає змогу зробити висновок про обґрунтованість та достовірність наукових положень, узагальнень і рекомендацій, викладених у дисертаційній роботі Горбаневича В.Л., а також свідчить про високий науковий рівень самого здобувача.

Підтвердженням апробації одержаних наукових результатів, висновків та рекомендацій є значна кількість публікацій у межах дисертаційної роботи у визнаних фахових виданнях та виступів на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях. Зазначені наукові праці автора мають високий рівень, що яскраво відображає його особистий внесок у вирішення теоретичних та прикладних проблем регулювання ринку цінних паперів.

### ***3. Наукова новизна наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації***

Вивчення змісту дисертаційної роботи Горбаневича В.Л. дозволяють зробити висновок про те, що основні положення, розвинуті автором, характеризуються науковою новизною та у комплексі спрямовані на вирішення важливої науково-прикладної задачі – поглиблення теоретико-методичних засад та розвитку регулювання ринку цінних паперів України як драйвера активізації її інвестиційного розвитку. Зазначені положення можна згрупувати у такій послідовності:

1. Положення, що спрямовані на удосконалення теоретичних аспектів дослідження регулювання ринку цінних паперів:
  - 1.1 Авторське трактування сутності терміну «ринок цінних паперів» та «регулювання ринку цінних паперів», яке на відміну від існуючих, охоплює всі аспекти ринку цінних паперів і базується на суб'єктно-об'єктному підході до організації торгів з цінними паперами. Власне регулювання ринку цінних паперів, запропоновано розглядати як систему взаємовідносин, пов'язаних із емісією, обігом, контролем та наглядом за дотриманням національних регуляторних норм суб'єктами ринку (с. 35-37). Таке розуміння спрямоване на гармонізацію цих регуляторних норм за принципами та стандартами діяльності, враховуючи імплементацію відповідних норм ЄС. Авторський підхід підкреслює системність та необхідність врахування як національних, так і міжнародних стандартів у регулюванні ринку цінних паперів.
  - 1.2 Підхід до структуризації регулювання ринку цінних паперів за трирівневим композиційним принципом, що має ознаки системності та орієнтований на цільові завдання розвитку економіки та гармонізацію з вимогами ЄС (рис. 1.4, с. 38-39). На першому рівні регулювання розташовані ключові суб'єкти регулювання ринку цінних паперів та фондові біржі, які підпорядковані конкретному нормативно-правовому вектору. На другому рівні визначаються форми, методи та засоби впливу на розвиток ринку цінних паперів, а на третьому – організаційні та статистичні компоненти.
  - 1.3 Концептуальні основи удосконалення регулювання ринку цінних паперів спрямовані на формування стратегічних напрямів розвитку організованих ринків капіталу в Україні в умовах євроінтеграції (рис. 3.1, с. 134). Визначальною рисою запропонованих автором основ у порівнянні з існуючими підходами є врахування методів, важелів, інструментів, а також різного роду компонентів для

здійснення ефективного регулювання.

2. Положення, що мають методико-прикладну цінність:

- 2.1 Авторські пропозиції щодо удосконалення методичного інструментарію для проведення аналізу фондового ринку, що комплексно враховує коливання відсоткових ставок, рівня інвестиційних ризиків, ліквідності і прибутковості цінних паперів. На особливу увагу заслуговує розвинута автором методика аналізу цінних паперів для визначення найбільш доцільного варіанту інвестування з огляду на їх прибутковості (підрозділ 2.3, табл. 2.14). Варто підкреслити, що значимість цієї методики посилюється з її практичною апробацією на даних українських емітентів.
- 2.2 Алгоритм оптимізації та прийняття рішень щодо участі в біржових торгах в умовах ризику, що передусім передбачає розроблення матриці ефективності. Її прикладна імплементація для розрахунку прибутковості для акцій та корпоративних облігацій дає змогу ідентифікувати найбільш дохідні варіантів інвестування коштів для учасників ринків цінних паперів (с.109-111).
- 2.3 Основні напрями розвитку ринку цінних паперів в Україні, які включають збільшення кількості платформ (торгових майданчиків), розміщення коштів інвесторів у підприємства не лише з метою отримання прибутку, але й для проведення ф'ючерсних і опціонних операцій на фондовій біржі, випуск та розміщення муніципальних облігацій як інструменту фінансування об'єднаних територіальних громад. Крім того, вдалою пропозицією видається нарощення рівня капіталізації та підвищення конкурентоспроможності організованих ринків капіталу, спрямоване на зменшення рівня монополізації на внутрішньому фондовому ринку (с.180-181).
- 2.4 Напрями імплементації нормативно-правової бази України з питань регулювання ринку цінних паперів до вимог ЄС, директив та регламентів, спрямовані на забезпечення транспарентності, публічності, уніфікованості у регулюванні ринків цінних паперів, товарів та капіталу, емісійної політики, обігу цінних паперів, фінансовому захисті інвесторів та їх прав на цінні папери (с.183).

Таким чином, основні наукові положення, результати і висновки дисертаційної роботи Горбаневича В.Л. характеризуються науковою новизною з достатнім ступенем обґрунтованості та достовірності.

#### ***4. Наукова значущість та практична цінність одержаних результатів дослідження***

Одержані результати дисертаційного дослідження Горбаневича В. Л. мають як теоретичну, так і практичну цінність, оскільки застосування авторських розробок сприяє удосконаленню підходів до регулювання ринку цінних паперів та використання його трансмісійного механізму в поживленні інвестиційного розвитку національної економіки.

Апробацію та впровадження з-поміж положень дисертаційної роботи отримали:

- по-перше, авторські рекомендації щодо придбання облігацій ОВДП для фінансового забезпечення розвитку територіальної громади (Гайсинська районна рада Вінницької області (довідка № 02-07-39 від 27 квітня 2023р.);
- по-друге, рекомендації щодо посилення інвестиційної спроможності та критеріїв відбору фінансових інструментів (Департамент економіки і інвестицій Вінницької міської ради (довідка № 11/00/004/27915 від 17 травня 2023р.);
- по-третє, рекомендації щодо удосконалення викладання дисципліни «Менеджмент зовнішньоекономічної діяльності» (довідка № 131 від 23 травня 2023р.) та «Публічні закупівлі» (довідка № 241/05 від 29 травня 2023р.) у Вінницькому кооперативному інституті та Вінницькому інституті конструювання одягу і підприємництва відповідно.

#### ***5. Повнота викладення наукових положень, матеріалів, висновків і рекомендацій дисертації в опублікованих наукових працях за темою дисертації***

На підставі результатів дисертаційної роботи було опубліковано 21 наукову працю загальним обсягом 20,84 друкованих аркушів, з яких 13,78 друкованих аркушів належать особисто автору. Ці публікації включають 2 колективні монографії, з яких 8,65 друкованих аркушів припадає на особистий внесок автора, 8 статей у наукових фахових виданнях України, які входять до міжнародних наукометричних баз, 1 публікацію в інших виданнях та 10 публікацій апробаційного характеру.

Особистий внесок Горбаневича В. Л. у наукових публікаціях в співавторстві визначено коректно та зазначено у дисертації. Оприлюднені матеріали повністю відображають зміст дисертаційної роботи, основні положення та наукову новизну дисертаційної роботи.

## ***6. Відповідність тексту дисертації вимогам академічної доброчесності***

Порушень академічної доброчесності (академічного плагіату, фабрикації, фальсифікації) в дисертації Горбаневича В. Л. та наукових працях, у яких висвітлені її основні наукові результати, не виявлено. Порядок цитування наукових публікацій та інших інформаційних джерел дотримано. Ознак недобросовісних запозичень у роботі немає.

## ***7. Ідентичність змісту анотації та основних положень дисертаційної роботи***

Порівняльний аналіз анотації роботи Горбаневича В.Л. та основних положень роботи підтверджує їх повну відповідність. Оформлення дисертації за структурою, мовою та стилем викладення відповідає встановленим вимогам. Матеріали, наведені автором у дисертації, чітко висвітлюють одержані під час дослідження науково-практичні результати.

## ***8. Дискусійні питання та зауваження до дисертаційної роботи***

Поряд з позитивною оцінкою дисертаційної роботи, можна відзначити, що деякі твердження є дискусійними або потребують доопрацювання:

1. У підрозділі 1.2 (рис. 1.5 та табл. 1.3) автором узагальнено моделі державного регулювання ринку цінних паперів. Заразом, проведений аналіз не містить особливостей регулювання національного фінансового сектору за моделлю «спліт» в цілому та їх впливу на регулювання ринку цінних паперів зокрема.
2. На с. 50-53 автор узагальнює законодавство ЄС щодо регулювання ринків цінних паперів з позицій імплементації у вітчизняне законодавство та виокремлює прогалини у ході такої імплементації. Серед проаналізованих законодавчих ініціатив відсутні ініціативи, пов'язані з Планом фінансування сталого розвитку ЄС та «Зеленої угоди», що мають безпосередній вплив на розвиток регулювання ринку цінних паперів з урахуванням ESG-критеріїв та інвестиційного забезпечення розвитку клімато-нейтральної економіки.
3. У підрозділі 1.3 наведено ґрунтовний аналіз підходів до організації роботи фондових ринків країн світу та відповідних їм індексів. З урахуванням бурхливого зростання вартості такого типу фондових активів під управлінням, як ESG-активи, на світових ринках такий аналіз може бути розширений. Важливими доповненнями у цьому контексті є розгляд індексів сталого розвитку та відповідної їм рейтингової інфраструктури, що використовується в межах стратегій відповідального інвестування (DJSI, FTSE4Good, MSCI ESG Solutions та ін.).

4. Віддаючи належне розробленим у підрозділі 3.1 концептуальним засадам регулювання ринку цінних паперів, зауважимо, що серед завдань цих концептуальних засад автор наводить забезпечення транспарентності, чіткості та зрозумілості процесів ціноутворення на ринку цінних паперів (с. 135). На с. 144-145 автор також наводить детальний перелік вимог до розкриття інформації на ринку цінних паперів. Однак, роль регулятивних важелів, норм та підходів до мінімізації інформаційної асиметрії та підвищення прозорості на вітчизняному ринку цінних паперів потребує більш виваженого опрацювання через їх важливість у формуванні інвестиційної привабливості учасників ринку.
5. На с. 148 у табл. 3.1 наведено дані щодо капіталізації індексу часток українських компаній у Варшавській фондовій біржі у 2019 р. Робота значно виграла б якби автор оновив наведені дані, що оприлюднюються у режимі реального часу та проаналізував динаміку показників капіталізації, доходності, ринкової частки з урахуванням військового стану в Україні.
6. В цілому погоджуючись з запропонованими напрямками розвитку ринку цінних паперів в Україні (с. 180-181) варто навести два принципові зауваження. По-перше, розміщення коштів інвесторами у підприємства не тільки для отримання доходів, але й для здійснення ф'ючерсних і опціонних операцій на фондовій біржі видається передчасним, оскільки існують значні проблеми в обігу базових активів на українському фондовому ринку, а регуляторне середовище функціонування ринку похідних фінансових інструментів, які і ринкова інфраструктура, потребують суттєвого переосмислення. По-друге, зазначені напрями не враховують євроінтеграційний курс України до активізації відповідального інвестування на фондовому ринку як основи інвестиційного розвитку економіки, зокрема і Політику щодо розвитку сталого фінансування на період до 2025 року НБУ.

Наведені дискусійні положення і певні недоліки істотно не впливають на загальну позитивну оцінку роботи Горбаневича Віталія Леонідовича на тему «Регулювання ринку цінних паперів як засіб активізації інвестиційного розвитку економіки України».



### 9. Загальний висновок

Дисертаційна робота Горбаневича Віталія Леонідовича на тему «Регулювання ринку цінних паперів як засіб активізації інвестиційного розвитку економіки України», представлена на здобуття наукового ступеня доктора філософії, є завершеним самостійним дослідженням, що містить нові науково обґрунтовані теоретико-прикладні результати в сфері регулювання ринку цінних паперів.

За змістовними та формальними ознаками дисертаційна робота відповідає вимогам Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44, а її автор – Горбаневич Віталій Леонідович – заслуговує на присудження наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 Економіка.

#### Офіційний опонент:

доктор економічних наук, професор  
доцент кафедри бухгалтерського обліку  
та оподаткування  
Сумського державного університету



І. О. Макаренко

