

У спеціалізовану вчену раду Д 12.105.03
у ДДМА Міністерства освіти і науки України
(м. Краматорськ)

ВІДГУК

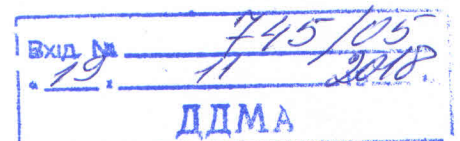
*офіційного опонента на дисертаційну роботу
Ярошевської Оксани Володимирівни*

*«Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання»,
представлену на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит*

Актуальність теми дослідження. Підприємства, банки, учасники фондового ринку та інші фінансові інститути утворюють єдину систему фінансово-кредитного ринку, кожен суб'єкт якої відіграє важливу роль у забезпеченні її стабільності. Незадовільний рівень оперативної і перспективної платоспроможності суб'єктів господарювання, збитковість діяльності або низькі показники рентабельності, брак кредитних ресурсів банків знижує можливості загального економічного зростання. В умовах підвищеної невизначеності джерел інвестиційних ресурсів і кризового стану економіки країни, значної волатильності валютних курсів і процентних ставок постає необхідність вирішення актуальних проблем розвитку фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання, що обумовлює своєчасність дисертаційної роботи Ярошевської Оксани Володимирівни.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт за держбюджетними темами Класичного приватного університету: «Розвиток стратегії промислових підприємств на основі інноваційного спрямування» (2013–2016 рр.), «Формування механізмів стабілізації



функціонування промислових підприємств на засадах антикризового управління» (2016–2021 рр.), у межах якої дисертантом розроблено пропозиції щодо зміцнення інвестиційної привабливості промислових підприємств на фондовому ринку; «Науково-методичне забезпечення фінансово-економічних процесів» (2016–2021 рр.), де внесок здобувача полягає в обґрунтуванні фондових механізмів стабілізації фінансової системи України; Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського (м. Кривий Ріг) «Фундаментальні основи формування механізмів управління фінансовою системою України в умовах кризи» (2016–2017 рр.), де автором запропоновано антикризові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання на фондовому ринку; Одеського торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету «Механізми інституціонального розвитку фінансово-кредитної системи України» (2016–2018 рр.), де внесок здобувача зводиться до інституціоналізації фондових механізмів у системі розвитку фінансово-кредитної системи України.

Основні наукові результати, одержані автором, та їх новизна.

Основний науковий доробок автора полягає в поглибленні теоретико-методологічних та науково-методичних положень щодо удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Дисертаційна робота має логічну побудову, її автор системно підійшов до постановки проблеми, формулювання задач, обрав вірні методи та прийоми дослідження.

Отримані в дисертації нові наукові результати орієнтовані на підвищення ролі фондових механізмів у системі формування капіталу суб'єктів господарювання. Цьому сприятимуть вперше обґрунтовані їх системні засади як сукупності фінансових відносин, що зумовлені інструментами, сферами та важелями впливу на складові ринку цінних паперів і грошово-кредитного ринку з метою створення умов для забезпечення ефективного синтезу реального й фіктивного капіталу на різних економічних рівнях і реалізації виділених функцій фондового ринку (стор. 38-59, 126-128, 229-230, 306-315, 460-463).

Автором формалізовано зміст механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку, який супроводжується переходом до бездокументарних випусків цінних паперів в Україні, збільшенням обсягів торгів на організованому сегменті фондового ринку, прискоренням обігу цінних паперів і відповідним зростанням ліквідності вторинного ринку, забезпеченням гарантій безперешкодної реалізації прав власності на цінні папери, економією трансакційних витрат на обслуговування паперових сертифікатів тощо (стор. 60-79, 114-119, 129-137, 293-305).

Потужне методологічне підґрунтя, представлене інституціоналізмом, біхевіоризмом, теорією фрактальності фондових ринків, інструментарієм технічного і фундаментального аналізу, має запропонована концепція узгодженості механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання через набуття нових властивостей об'єктами – цінними паперами в системі кругообігу капіталу, а також індикаторами розвитку фондового ринку (стор. 80-100, 208-228, 245-256).

У дисертації запропоновано науковий підхід до розвитку механізмів державного регулювання фондової біржової торгівлі в умовах євроінтеграції шляхом поступової імплементації європейських вимог відповідно до ступеня зрілості вітчизняного фінансового ринку (стор. 138-140, 402-409, 417-423, 440-443);

Автором удосконалено методичний підхід до розрахунку резервів під операції банків із цінними паперами, який дає змогу перейти від стандартних процедур оцінювання ризиків інвестування в цінні папери до застосування внутрішньої методології, яка враховує специфіку активів і пасивів банківської установи, а також інвестиційні пріоритети їх розвитку на фондовому ринку (стор. 323-336, 397-401).

Підходи до реформування податкового навантаження суб'єктів господарювання на фондовому ринку ґрунтуються на здійсненні окремого обліку фінансових результатів від торгівлі цінними паперами на біржовому й позабіржовому ринках для оподаткування їх за диференційованими ставками податку на прибуток на користь організованого ринку (стор. 424-435).

Здобувачем удосконалено імперативні підходи до оцінки дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності з боку суб'єктів господарювання за рахунок

обов'язкового їх моніторингу в процесі проходження лістингових процедур на фондовому ринку (стор. 316-322, 337-351, 386-387, 410-416).

Обґрунтовані приватизаційні механізми формування капіталу суб'єктів господарювання на фондових біржах забезпечують змагальність покупців, прозорість угод і сприяють формуванню об'єктивної ціни державних корпоративних прав за допомогою таких методів, які залучають до процесів торгів державних часток широке коло підприємств: стратегічно важливих, великих підприємств, а також дрібних і низькопривабливих для інвестицій (стор. 156-165).

Добре аргументованим є методичний підхід до оцінки розвитку інтегрального показника фондового ринку України та уточнення його динаміки на основі нормування середніх значень обсягів торгів на фондовому ринку України в розрізі окремих фінансових інструментів. Пропонований підхід дає змогу забезпечити структурний розвиток механізмів формування капіталу господарювання на основі використання сценарного підходу при виборі емісійних інструментів і об'єктів інвестування (стор. 166-188).

У дисертації дістав подальшого розвитку методичний підхід до оцінювання якості захисту прав інвесторів, орієнтований на подолання вад корпоративного управління, а також зміцнення інфраструктурного розвитку фондового ринку в розрізі окремих суб'єктів (банківські установи, фондові біржі, учасники позабіржового ринку, інститути спільного інвестування, депозитарії, реєстратори). На відміну від існуючих підходів, пропований орієнтований на впровадження міжнародних стандартів колективного інвестування і буде сприяти підвищенню рівня довіри ринкових суб'єктів до фондового ринку (стор. 141-148, 274-292, 391-396, 436-439, 452-454);

Використання діагностичного інструментарію оцінки капіталізації фондового ринку України в середовищі розвитку суб'єктів господарювання дозволить забезпечити її зростання, у т. ч. шляхом формування відповідної інфраструктури – банківського, біржового посередництва, впровадження сучасних моделей клірингу, депозитарного обліку, запровадження найкращих практик корпоративного управління (стор. 364-385, 388-390).

Дисертантом розвинуто методичні підходи до активізації використання ринку деривативів, адаптовані до вітчизняних інституціональних умов з урахуванням поширення окремих похідних фінансових інструментів -

ф'ючерсні контракти без поставки або з поставкою базового активу; опціон на купівлю з поставкою базового активу. Зроблено висновок про необхідність зменшення рівня монополізації позабіржового ринку та збільшення параметрів капіталізації біржового ринку деривативів, що приведе до керованого позитивного перерозподілу структури капіталу за сегментами фондового ринку і видами фінансових інструментів (стор. 198-207).

Значущими для науки і практики є рекомендації щодо трансформації організаційно-правових засад функціонування фондових бірж в Україні відповідно до світової практики за рахунок інституційного врегулювання можливості бірж змінити неприбутковий статус у формі акціонерних товариств на товариства з обмеженою відповідальністю за умови обмеження розподілу прибутку між їх власниками та спрямування його на розвиток організацій. Це дозволить адаптувати умови діяльності бірж до інституціональних умов вітчизняного фондового ринку і підвищити результативність пруденційного нагляду за їх діяльністю (стор. 231-244, 455-459, 464-467).

У дисертації виявлено суперечності між біржовим і позабіржовим ринками (перший є висококонцентрованим, де переважний обсяг торгів припадає на обмежене коло торговців цінними паперами, другий - характеризується помірним рівнем монополізації, оскільки найбільший обсяг торгів сконцентрований в одного торговця цінними паперами). Автором розвинуто механізми усунення виявленого протиріччя на основі розвитку рейтингової інфраструктури фондового ринку (стор. 120-125, 149-155, 257-262, 444-451, 468-474).

Ступінь обґрунтованості і вірогідності наукових положень, висновків і рекомендацій, які наведено у дисертації.

Наукові положення, висновки, рекомендації дисертаційної роботи є достатньо обґрунтованими. Положення дисертації ґрунтуються на аналізі актуального статистичного матеріалу, побудові економіко-математичних моделей, критичній оцінці стану та динаміки розвитку фондового ринку України, що дозволяє зробити висновок про їх вірогідність.

Теорія і методологія дослідження ґрунтуються на фундаментальних

положеннях сучасних економічних теорій. У роботі використано такі загальнонаукові і спеціальні методи: системний підхід, аналіз і синтез, коефіцієнтний метод, рейтинговий та критеріальний підходи, динамічні і структурні методи, нормалізацію показників, матричний підхід, методи технічного і трендового аналізу, кореляційно-регресійне моделювання, елімінування.

Інформаційною базою дослідження є директиви ЄС, законодавчі та нормативно-правові акти України, що регулюють функціонування фондового ринку, звітні дані Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Національного банку України, фінансова звітність суб'єктів господарювання, індикатори біржового та позабіржового ринку, монографічні дослідження й публікації в періодичних виданнях вітчизняних і зарубіжних авторів щодо управління фінансовими ринками.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що теоретичні положення дисертаційної роботи доведено до рівня конкретних методик і рекомендацій щодо удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. До результатів, які мають найбільше практичне значення, належать пропозиції щодо:

- розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, комплексного оцінювання його стану під час розробки стратегії регіонального розвитку;

- створення інвестиційної платформи для популяризації фондових механізмів залучення іноземного капіталу в національну економіку, у т.ч. на основі міжнародного подвійного лістингу цінних паперів українських емітентів;

- диференціації ставки податку на прибуток з операцій із цінними паперами на різних сегментах фондового ринку;

- активізації взаємодії банківських установ та інститутів спільного інвестування, розбудови інфраструктури фондового ринку, створення рейтингових агентств, проведення рейтингової оцінки цінних паперів та їх емітентів;

- підвищення фінансової грамотності суб'єктів фондового ринку України, поширення технологій електронної торгівлі цінними паперами на його біржовому та позабіржовому сегментах;

- покращення якості захисту прав інвесторів, удосконалення корпоративного управління, реформування дивідендної політики на основі впровадження Глобальних стандартів результативності інвестицій.

Розробки дисертаційної роботи впроваджено у практику діяльності органів державної влади і місцевого самоврядування, суб'єктів господарювання реального сектора економіки, фінансових посередників, інфраструктурних учасників фондового ринку, у навчальний процес.

Апробація результатів дослідження. Положення дисертаційної роботи достатньо обговорені і пройшли необхідну апробацію. Основні положення та результати дисертаційної роботи були оприлюднені на 20 науково-практичних конференціях різних рівнів із широкою географією, у т.ч. 18 міжнародних, серед яких: (м. Запоріжжя, 2013 р.); (м. Херсон, 2015 р.); (м. Прага, 2016 р., 2018 р.); (м. Харків, 2016 р., 2018 р.); (м. Одеса, 2016 р.); (м. Пшемишль, 2017 р.); (м. Київ, 2017 р.); (м. Хмельницький, 2017 р.); (м. Прага, 2017 р., 2018 р.); (м. Софія, 2017 р., 2018 р.); (м. Шеффілд, 2017 р., 2018 р.); (м. Дніпро, 2018 р.).

Публікації. Отримані висновки та результати дослідження відображено в 53 наукових публікаціях загальним обсягом 40,94 друк. арк., з яких особисто автору належить 37,72 друк. арк., з них: 1 – одноосібна монографія (21,75 друк. арк.), 2 – розділи в колективних монографіях (1,11 друк. арк.), 30 – статті в наукових фахових виданнях і виданнях, включених до міжнародних наукометричних баз даних (15,31 друк. арк., з яких особисто автору належить 12,22 друк. арк.), 20 – матеріали конференцій і круглого столу (2,77 друк. арк., з яких особисто автору належить 2,64 друк. арк.).

Структура й обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел за розділами (56 сторінок), чотирьох додатків на 95 сторінках. Повний обсяг дисертації становить 598 сторінок, з них основний текст – 410 сторінок. Робота містить 91 таблицю на 25 сторінках, 46 рисунків на 12 сторінках.

Відповідність дисертації встановленим вимогам. За своєю структурою, обсягом та оформленням дисертація відповідає вимогам

Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника. Автор є безпосереднім ініціатором проведення наукового дослідження, ним самостійно сформульовано і обґрунтовано теоретичні розробки, висновки і рекомендації, а також здійснено керівництво практичним впровадженням результатів дисертаційної роботи. Зміст дисертації відповідає паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Відповідність автореферату змісту дисертації. Зміст автореферату і основні положення дисертації ідентичні. Автореферат повно та достовірно відображає основні положення дисертації.

Стиль та мова викладення результатів дослідження. Текст дисертації викладено науковим стилем, грамотною українською мовою.

Дискусійні положення та недоліки дисертаційної роботи

Незважаючи на позитивну оцінку дисертаційної роботи, що рецензується, до її змісту є певні зауваження і побажання:

1. У першому положенні наукової новизни розділу «удосконалено» заявлено про методичний підхід до розрахунку резервів під операції банків із цінними паперами, в основу якого покладено оцінювання індивідуального ризику цінного папера та процедуру його внутрішнього рейтингування (стор. 30). У табл. 4.13 (стор. 327-329) наведено критерії визначення класу боржника - емітента цінних паперів, у табл. 4.14 (стор. 330) - діапазони значень коефіцієнта імовірності дефолту боржника - юридичної особи. Для кращого розуміння пропозицій здобувача доцільно було би навести приклад розрахунку резерву і представити його у вигляді показника, що має літерну або цифрову семантику, яка відповідає шкалам рейтингових агентств.

2. Автором значну увагу приділено питанням асиметричності інформації, яка має неоднозначний вплив на загальноекономічну рівновагу, поведінкову макроекономічну теорію, а у досліджуваному контексті – на розвиток фондового ринку (стор. 50-59, 95-97). З цього приводу є два зауваження: по-перше, теорію асиметричності інформації доцільно було би представити серед методології дослідження в концепції удосконалення механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку (рис. 1.4 на стор. 99); по-друге, цінність

дослідження зросла би у разі підсилення прикладних розробок із подолання негативних наслідків асиметрії на ринку цінних паперів.

3. У параграфі 3.1 проведено дослідження похідних цінних паперів у системі управління ризиками формування капіталу суб'єктів господарювання (стор. 198-207). Утім у параграфі 2.4 аналізуються статистичні дані, що характеризують розвиток ринку деривативів України (табл. 2.21 на стор. 175). Аналітичні дослідження та їх результати доцільно було би перенести у п. 3.1 з метою підсилення висновків про теоретичні і практичні проблеми розвитку ринку деривативів, а також шляхи їх вирішення.

4. Дисертантом запропоновано аналітичне забезпечення оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку (стор. 274-292). Доцільно було би більш докладно розглянути аналітичні показники, на яких ґрунтуються міжнародні стандарти колективного інвестування, про які зазначається у першому положенні наукової новизни розділу «дістало подальшого розвитку».

5. У табл. 5.10 (стор. 398-399) наведено характеристику показників вкладень банків у цінні папери протягом 2010-2017 рр. станом на кінець року в частині вартості цінних паперів банку на продаж і до погашення, резервів під їх знецінення, вкладень у асоційовані та дочірні компанії. Автор провів аналіз динаміки і структури інвестиційного портфеля. Також варто було би здійснити оцінку ризиків портфеля цінних паперів за фінансовими інструментами і роками.

6. Пункт 14 висновків до дисертації (стор. 502) присвячений механізмам державного регулювання і саморегулювання фондової біржової торгівлі цінними паперами суб'єктів господарювання. У них йдеться про надання біржам прав на встановлення власних, більш жорстких вимог до лістингу цінних паперів порівняно з тими, що передбачені законодавством. У табл. 5.11 наведено умови проходження процедур лістингу цінних паперів на українських фондових біржах відповідно до діючого законодавства (стор. 407-408). По яких критеріях, на думку автора, фондовим біржам доцільно підсилювати вимоги?

Утім указані вище зауваження не носять принципового характеру, а дисертаційна робота заслуговує високої оцінки.

Загальний висновок до дисертаційної роботи. Дисертаційна робота Ярошевської Оксани Володимирівни представляє собою завершене дослідження, у якому розроблено теоретико-методологічні положення, методичні основи і практичні рекомендації щодо удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. Дисертацію оформлено відповідно встановлених вимог, зміст дисертації відповідає паспорту спеціальності. У дисертаційній роботі Оксани Володимирівни Ярошевської отримано науково обґрунтовані результати, представлені новими формами, методами залучення капіталу суб'єктами господарювання в умовах інноваційних підходів до розвитку фондового ринку, впровадження міжнародних стандартів корпоративного управління, удосконалення пруденційного регулювання, банківсько-біржового інфраструктурного забезпечення і податково-рейтингових механізмів операцій із цінними паперами.

Дисертаційна робота Ярошевської Оксани Володимирівни на тему «Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання» відповідає пунктам 9, 10, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України від 24 липня 2013 року № 567 (зі змінами та доповненнями), а її автор заслуговує на присудження наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

О ф і ц і й н и й о п о н е н т:

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри банківської справи
Харківського національного економічного
університету імені Семена Кузнеця

О. М. Колодізєв

“Підпис проф. Колодізєва О. М. засвідчую”
Вчений секретар Ради університету

О. В. Писарчук



ВІДГУК

офіційного опонента на дисертаційну роботу

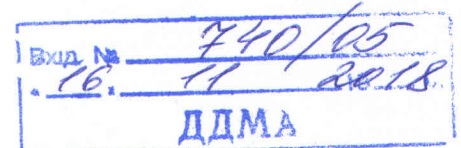
Ярошевської Оксани Володимирівни

на тему «Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання»,
представлену на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

На основі вивчення підготовленої Ярошевською Оксаною Володимирівною дисертації «Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання» та праць, що опубліковані за темою дисертаційної роботи, можна констатувати наступне.

Актуальність теми дослідження. У динамічних умовах ринкового середовища забезпечення сталого розвитку господарюючих суб'єктів реального сектору економіки потребує додаткового залучення сучасних фондових інструментів для формування капіталу. Головним чинником, який обмежує формування інвестиційного капіталу, є дефіцит власних внутрішніх джерел фінансування. Фондовий ринок повинен відігравати ключову роль у фінансуванні економіки в цілому та формуванні капіталу на етапі реалізації інвестиційних програм для багатьох компаній. Проте, на сьогодні фондовий ринок є недостатньо розвиненим і не сприяє акумуляції фінансових ресурсів, необхідних для стабільного відтворення капіталу з таких причин: політична нестабільність, несприятливий інвестиційний клімат, зниження ліквідності фондових інструментів, непрозорість інформації ринку, невеликі обсяги торгів, недотримання світових принципів функціонування. Гостра потреба у обґрунтуванні напрямків, методів підвищення активності фінансового ринку та аналізу сучасного стану і оцінки впливу фондових інструментів на формування капіталу та капіталізацію суб'єктів господарювання визначає актуальність теми дисертаційної роботи Ярошевської Оксани Володимирівни.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.
Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт за держбюджетними темами Класичного приватного університету: «Розвиток



стратегії промислових підприємств на основі інноваційного спрямування» (№ держреєстрації 0113U007108, 2013–2016 рр.), «Формування механізмів стабілізації функціонування промислових підприємств на засадах антикризового управління» (№ держреєстрації 0116U000799, 2016–2021 рр.), «Науково-методичне забезпечення фінансово-економічних процесів» (№ держреєстрації 0116U004350, 2016–2021 рр.); Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського (м. Кривий Ріг) «Фундаментальні основи формування механізмів управління фінансовою системою України в умовах кризи» (№ держреєстрації 0116U002177, 2016–2017 рр.); Одеського торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету (№ держреєстрації 0116U008686, 2016–2018 рр.).

Основні наукові результати, одержані автором, та їх новизна.

Дисертаційна робота Ярошевської О. В. є самостійним завершеним науковим дослідженням, яке складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Зміст дисертації викладено у логічній послідовності. Одержані результати мають наукову та практичну цінність.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в поглибленні теоретико-методологічних та науково-методичних положень щодо удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Здобувачем вперше обґрунтовано системні засади фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання як сукупності фінансових відносин, що зумовлені інструментами, сферами та важелями впливу на складові ринку цінних паперів і грошово-кредитного ринку з метою створення умов для забезпечення ефективного синтезу реального й фіктивного капіталу на різних економічних рівнях (стор. 38-59, 306-315, 460-463).

У дисертації переконливо формалізовано зміст механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку, який супроводжується переходом до бездокументарних випусків цінних паперів в Україні. Встановлено, що дематеріалізація робить другу частину терміну «цінні папери» атавізмом, оскільки вони існують у формі облікових записів на

рахунках у системі депозитарного обліку. Доведено, що зазначений процес супроводжується збільшенням обсягів торгів на організованому сегменті фондового ринку, прискоренням обігу цінних паперів і відповідним зростанням ліквідності вторинного ринку, забезпеченням гарантій безперешкодної реалізації прав власності на цінні папери, економією трансакційних витрат на обслуговування паперових сертифікатів (стор. 60-79, 114-119, 126-137, 293-305).

Новою є концепція узгодженості механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. Вона має потужне методологічне підґрунтя - інституціоналізм, технічний і фундаментальний аналіз, біхевіоризм, фрактальність фондових ринків. Її реалізація дозволить розширити сценарії нарощення ресурсної складової суб'єктів господарювання за рахунок розвитку ринку похідних цінних паперів, фондових механізмів приватизації, стратегічних підходів до оцінки інвестиційної привабливості емітентів і цінних паперів, створення відповідного інфраструктурно-інституційного забезпечення (стор. 80-100, 208-228, 245-256).

Вимогам європейської інтеграції відповідає науковий підхід до розвитку механізмів державного регулювання фондової біржової торгівлі на основі поступової імплементації жорстких стандартизованих вимог ЄС до української практики лістингу цінних паперів, яка є ліберальною, адекватною низькому рівню розвитку її фондового ринку (стор. 138-140, 402-409, 417-423, 440-443).

Удосконалення методичного підходу до розрахунку резервів під операції банків із цінними паперами орієнтовано на стимулювання їх інвестиційної діяльності на фондовому ринку. В його основу покладено оцінювання індивідуального ризику цінного папера та процедуру його внутрішнього рейтингування. На відміну від існуючих підходів, запропонований дає змогу перейти від стандартних процедур оцінювання ризиків інвестування в цінні папери до застосування внутрішньої методології, яка враховує специфіку активів і пасивів банківської установи (стор. 323-336, 397-401).

Важливе значення для зростання інвестиційної привабливості фінансових інструментів фондового ринку України мають запропоновані підходи до формування податкового навантаження суб'єктів господарювання із цінними

паперами на фондовому ринку. Вони ґрунтуються на відмові від встановлення акцизів із операцій відчуження цінних паперів та операцій з деривативами, здійснення окремого обліку фінансових результатів від торгівлі цінними паперами на біржовому й позабіржовому ринках для оподаткування їх за диференційованими ставками податку на прибуток на користь організованого ринку (стор. 424-435).

Активізації розвитку фондового ринку сприятиме удосконалення імперативних підходів до оцінки дотримання принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності з боку суб'єктів господарювання. Обов'язок їх моніторингу в процесі проходження лістингових процедур пропонується покласти на фондові біржі (стор. 316-322, 337-351, 410-416).

Важливе значення для подолання інституціональних особливостей реформування національної економіки мають пропозиції з удосконалення приватизаційних механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання на фондових біржах. Вони забезпечують змагальність покупців, прозорість угод, сприяють формуванню об'єктивної ціни державних корпоративних прав за допомогою визначених методів і дозволяють залучити до процесів торгів державних часток широке коло акціонерних підприємств (стор. 156-165).

У дисертації удосконалено методичний підхід до оцінки розвитку інтегрального показника фондового ринку України та уточнення його динаміки на основі нормування середніх значень обсягів торгів на фондовому ринку України в розрізі окремих фінансових інструментів - акції, облігації (державні, муніципальні, корпоративні), деривативи, цінні папери інститутів спільного інвестування) за модулем (стор. 166-188).

Автором дістав подальшого розвитку методичний підхід до оцінювання якості захисту прав інвесторів, орієнтований на подолання вад корпоративного управління, а також зміцнення інфраструктурного розвитку фондового ринку в розрізі окремих суб'єктів - банківські установи, фондові біржі, учасники позабіржового ринку, інститути спільного інвестування, депозитарії, реєстратори. На відміну від існуючих підходів, пропонується орієнтований на впровадження міжнародних стандартів колективного інвестування і буде

сприяти підвищенню рівня довіри ринкових суб'єктів до фондового ринку (стор. 141-148, 274-292, 391-396, 436-439, 452-454).

Важливе значення має розвиток діагностичного інструментарію оцінки капіталізації фондового ринку України в середовищі розвитку суб'єктів господарювання як індикатора руху, акумуляції, взаємної трансформації реального й фінансового капіталу. Здобувачем розроблено заходи, орієнтовані на зростання капіталізації та формування відповідної інфраструктури – банківського, біржового посередництва, впровадження сучасних моделей клірингу, депозитарного обліку, розрахунків за цінними паперами тощо (стор. 364-385, 386-390).

Здобувачем розвинуто методичні підходи до активізації використання механізмів розвитку ринку деривативів, адаптовані до вітчизняних інституціональних умов з урахуванням поширення окремих похідних фінансових інструментів (ф'ючерсні контракти та опціони). Цілком слушно зроблено висновок про необхідність зменшення рівня монополізації позабіржового ринку та збільшення параметрів капіталізації біржового ринку деривативів, що приведе до керованого позитивного перерозподілу структури капіталу за сегментами фондового ринку і видами фінансових інструментів (стор. 198-207).

Новими є рекомендації щодо трансформації організаційно-правових засад функціонування фондових бірж в Україні відповідно до світової практики за рахунок інституційного врегулювання можливості бірж змінити неприбутковий статус у формі акціонерних товариств на товариства з обмеженою відповідальністю за умови обмеження розподілу прибутку між їх власниками та спрямування його на розвиток організацій. Це дозволить адаптувати умови діяльності бірж до умов вітчизняного фондового ринку і підвищити результативність нагляду за ними (стор. 229-244, 455-459, 464-467).

У дисертації дістали подальшого розвитку механізми усунення суперечностей між біржовим і позабіржовим ринками. На відміну від існуючих підходів, акцент зроблено на розвитку рейтингової інфраструктури фондового ринку, наближення національної рейтингової шкали до міжнародних шкал у частині необхідності виділення інвестиційного та спекулятивного рівнів цінних

паперів, обґрунтування рейтингового звіту окремого суб'єкта господарювання (стор. 120-125, 149-155, 257-262, 444-451, 468-474).

Ступінь обґрунтованості і вірогідності наукових положень, висновків і рекомендацій, які наведено у дисертації. Наукові положення, висновки і рекомендації дисертації є достатньо обґрунтованими і достовірними, вони базуються на фундаментальних положеннях сучасних економічних теорій, глибокому економіко-статистичному аналізі процесів інституціонального розвитку фондового ринку України. Оцінюючи викладений в дисертації матеріал, слід зазначити його логічну структурну побудову, яка дозволила автору розробити теоретико-методологічні та методичні засади щодо вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання. Зміст матеріалу дисертації повністю відповідає темі дослідження. Положення наукової новизни дисертаційного дослідження відповідають суті сформульованої мети, змісту поставлених завдань, пов'язані із визначеними об'єктом і предметом, знайшли відображення у розділах, наведені у висновках. Виходячи з аргументації висновків, пропозицій, рекомендацій, позитивно оцінюємо обізнаність здобувача щодо розвитку теоретико-методологічних та науково-методичних положень вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Обґрунтованість одержаних здобувачем за результатами дисертаційного дослідження висновків і пропозицій підтверджується обсягом опрацьованих нормативно-правових документів, що регулюють функціонування фондового ринку, звітних даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, Національного банку України, даних фінансової звітності суб'єктів господарювання, індикаторів біржового та позабіржового ринку.

Основою дослідження поставлених теоретичних та практичних завдань в дисертації обрано загальносистемні принципи проведення наукових досліджень, наукові праці провідних вітчизняних і зарубіжних учених з проблематики управління фінансовими ринками.

Обґрунтування положень наукової новизни, пропозицій, висновків і рекомендацій забезпечено використанням сукупності загальнонаукових та

спеціальних методів пізнання процесів і явищ: системний підхід, аналізу і синтезу, коефіцієнтний метод, критеріальний підхід, динамічні і структурні методи, метод нормалізації показників, матричний підхід, методи технічного та трендового аналізу, кореляційно-регресійного моделювання, метод елімінування. Їх послідовне застосування і подальший розвиток дозволили автору обґрунтувати комплекс теоретичних та методологічних положень щодо вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Наукова обґрунтованість і достовірність результатів виконаного дослідження підтверджується публікацією у монографіях, наукових фахових виданнях, зарубіжних виданнях, виданнях, внесених до наукометричних каталогів і баз даних, апробацією у роботі 20 науково-практичних конференціях різних рівнів, серед яких 18 міжнародних.

Ґрунтуючись на викладеному, можна засвідчити достовірність та аргументованість висновків щодо визначення пріоритетних завдань та напрямів теоретичних, методологічних положень і практичних рекомендацій з вдосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Практичне значення результатів дослідження Ярошевської О. В. полягає в тому, що розроблені нею науково-методичні рекомендації впроваджено в практику діяльності вищих і виконавчих органів державної влади, місцевого самоуправління; страхових, банківських, депозитарних установ, консалтингових організацій; суб'єктів господарювання реального сектора національної економіки у навчальний процес. Результати впровадження підтверджено відповідними довідками. Практична цінність розроблених рекомендацій полягає у створенні передумов підвищення ефективності дії фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання.

Оцінка публікацій, відповідності автореферату змісту дисертації. Отримані висновки та результати дослідження знайшли відображення у наукових публікаціях автора, які повною мірою висвітлюють основні результати дисертаційної роботи, а саме – 53 наукові праці, з них 1 одноосібна

монографія, 2 – розділи у колективних монографіях, 30 – статті у науково-фахових виданнях та виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз даних, 20 - тези доповідей, матеріали конференцій. Зміст автореферату і основні положення дисертації є тотожними. Автореферат повно та достовірно відображає основні результати дисертації.

Апробація результатів дослідження. Основні положення та результати дисертаційної роботи доповідалися та обговорювалися на 20 науково-практичних конференціях різних рівнів, зокрема 18 міжнародних: «Соціально-економічний розвиток України і регіонів» (м. Запоріжжя, 2013 р.); «Економіка, підприємництво та бізнес-культура: трансформації в умовах розвитку інновацій» (м. Херсон, 2015 р.); «Vědecký průmysl evropského kontinentu» (м. Прага, 2016 р.); «Розвиток соціально-економічних систем в сучасних умовах» (м. Харків, 2016 р.); «Проблеми підвищення ефективності економіки та управління в сучасних умовах» (м. Одеса, 2016 р.); «Naukowa przestrzeń Europy-2017» (м. Пшемишль, 2017 р.); «Інноваційна економіка» (м. Київ, 2017 р.); «Економічний розвиток держави, регіонів і підприємств» (м. Хмельницький, 2017 р.); «Aktuální vymoženosti vědy – 2017» (м. Прага, 2017 р.); «Динамиката на съвременната наука – 2017» (м. Софія, 2017 р.); «Dynamika naukowych badań – 2017» (м. Пшемишль, 2017 р.); «Modern european science – 2017» (м. Шеффілд, 2017 р.); «Новини на научния прогрес – 2017» (м. Софія, 2017 р.); «Настоящи изследвания и развитие – 2018» (м. Софія, 2018 р.); «Moderní vymoženosti vědy – 2018» (м. Прага, 2018 р.); «Science and civilization – 2018» (м. Шеффілд, 2018 р.); «Імплементация інновацій обліково-аналітичного забезпечення сталого розвитку сучасного бізнесу» (м. Харків, 2018 р.); «Сучасні міжнародні економічні відносини: драйвери успіху та виклики розвитку» (м. Дніпро, 2018 р.); всеукраїнська: «Модернізація фінансово-кредитної системи України: виклики глобалізації» (м. Кривий Ріг, 2018 р.); науково-практичний круглий стіл «Формування податкової свідомості в Україні» (м. Запоріжжя, 2017 р.).

Відповідність дисертації встановленим вимогам. Дисертацію оформлено відповідно встановлених вимог, матеріал викладено логічно й

послідовно. Дисертація складається із вступу, п'яти розділів із висновками і відповідною літературою, висновків, чотирьох додатків і містить 91 таблицю на 25 сторінках, 46 рисунків на 12 сторінках. Повний обсяг дисертації становить 598 сторінок, з них основний текст – 410 сторінок.

Стиль та мова викладення результатів дослідження. Текст дисертації викладено науковим стилем, грамотною українською мовою. Дисертаційна робота має аналітичний, пошуково-дослідницький характер.

Дискусійні положення та недоліки дисертаційної роботи. Поряд із позитивними результатами, в роботі є окремі дискусійні положення і недоліки.

1. У першому положенні наукової новизни розділу «вперше» заявлено, що автором обґрунтовано системні засади фондкових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання як сукупності фінансових відносин, що зумовлені інструментами, сферами та важелями впливу на складові ринку цінних паперів і грошово-кредитного ринку (стор. 29 дисертації). Потребує уточнення зміст «системних засад» і отриманих завдяки їх застосуванню результатів.

2. У параграфі 1.1 «Еволюція економічних теорій фінансового ринку та кругообігу капіталу» виконано глибокий аналіз теоретичних концепцій, результати якого формалізовано на рис. 1.1 «Узагальнення положень економічних теорій, які стосуються формування капіталу суб'єктів господарювання» (стор. 55) і рис. 1.2 «Основні підходи до розуміння капіталу економічною теорією» (стор. 56). Проте, на вказаних рисунках не представлено концепцію походження цін та ціноутворення, яка, як зазначає автор, набуває основного змісту і якісно нового значення в умовах розвитку ринкових взаємовідносин на фінансовому ринку (стор. 61-62). Більше того, він виділяє домінуючі теорії зазначеної концепції: теорію вартості, теорію граничної корисності, теорію попиту і пропозиції, теорію ринкової рівноваги.

3. У різних розділах дисертаційної роботи автор згадує про таке явище, притаманне сучасному стану національної економіки, як фінансіалізація (стор. 59, 60, 95, 204, 334). Проте системного аналізу процесів фінансіалізації та їх

впливу на фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання не проведено.

4. Аналізуючи боргові інструменти залучення капіталу суб'єктами господарювання (параграф 2.2) здобувач виділяє такий інструмент, як іпотечні облігації, оцінює його нормативно-правове регулювання і елементи оподаткування (стор. 125, 152, 433). На жаль, автор обмежується розглядом лише теоретичних концептів. Доцільно було б дослідити і прикладний аспект використання іпотечних облігацій суб'єктами господарювання для формування капіталу, оскільки комерційна іпотека є поширеною у всьому світі. Її об'єктами є як житлова нерухомість, так і нежитлова нерухомість (готельні, офісні, торговельні, промислові будівлі, склади, гаражі та паркінги тощо).

5. На стор. 257 автор робить такий висновок: «На сьогоднішній день криптовалюта є більш надійною одиницею ніж золото, оскільки відсутній єдиний центр регулювання обігу криптовалют та немає можливості вносити зміни у існуючий алгоритм, їх максимальна кількість лімітована, що обумовлює відсутність інфляції». Це твердження є доволі дискусійним, оскільки волатильність провідної криптовалюти – біткоїну є дуже великою (рис. 3.21 на стор. 260). Протягом березня 2013 – липня 2017 років його ціна зросла майже у 139 разів до 19 тис. дол., а до кінця травня 2018 року різко впала – до 7 тис. дол. Не зрозуміло, яким чином криптовалюта сприятиме формуванню капіталу суб'єктів господарювання. До того ж, потрібна відповідна нормативна база щодо криптовалюти.

6. У табл. 4.11 «Склад і структура грошових потоків великих машинобудівних підприємств» (стор. 319-320) аналізується чистий рух коштів ПАТ «Мотор-Січ» і ПАТ «Запорізький автомобілебудівний завод» за видами діяльності. Враховуючи, що формування капіталу суб'єктів господарювання відбувається в процесі фінансової діяльності, доцільно було б провести її докладний аналіз із використанням прямого і непрямого методів та моделей дисконтування грошових потоків (*Discounted Cash Flows Model - DCFM*) та грошової доданої вартості з метою оцінки майбутньої ринкової вартості підприємств.

7. На рис. 5.3 (стор. 427) наведено методи і ознаки податкового стимулювання інвестування в акції у світовій практиці. Для кращого наочного сприйняття оцінки податкового навантаження операцій з цінними паперами на фондовому ринку України доцільно було би додати ще одну ознаку – відповідність вітчизняній практиці.

8. В підрозділі 4 наведено методичні підходи до оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку та їх апробацію. Проте, аналітичне забезпечення оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання на фондовому ринку ґрунтується на відомих методиках і фінансових показниках, що характеризують майновий стан, ліквідність, платоспроможність, ділову активність, фінансову стійкість, прибутковість та рентабельність. Доцільно було би також врахувати такі нефінансові фактори, як територіальні ризики інвестиційної привабливості, та навести відповідні розрахунки, що сприятиме всебічній оцінці інвестиційної привабливості.

Однак, вказані вище зауваження, не знижують значення дисертаційної роботи для науки і практики.

Загальний висновок. Дисертаційну роботу Ярошевської Оксани Володимирівни «Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання» можна визнати завершеним науковим дослідженням, результати якого дозволяють вирішити актуальні наукові проблеми: удосконалення фондових механізмів формування капіталу суб'єктів господарювання України у розрізі біржового і позабіржового сегментів; активізації діяльності посередників фондового ринку; розвитку стану його інституціонального та конкурентного середовища; зміцнення стратегічного фінансового потенціалу емітентів та інвесторів цінних паперів.

Ґрунтовний аналіз дисертаційної роботи дає підстави для позитивного висновку про науково-практичну цінність роботи, логічність та обґрунтованість положень наукової новизни, високий ступінь апробованості положень дисертації у науці та практиці. Тема роботи є актуальною і відповідає паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Дисертація Ярошевської О. В. за змістом та якістю теоретичних та методичних розробок відповідає рівню дисертацій на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук. Вибрану тему дисертаційної роботи необхідним чином розкрито; поставлену мету досягнуто; задачі дисертаційної роботи в цілому реалізовано.

Таким чином, дисертація Ярошевської Оксани Володимирівни на тему «Фондові механізми формування капіталу суб'єктів господарювання» є самостійним, завершеним науковим дослідженням, яке має теоретичне і практичне значення та характеризується науковою новизною і відповідає вимогам пп. 9, 10, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України від 24 липня 2013 року № 567 (зі змінами та доповненнями), що висуваються до докторської дисертації, а її автор – Ярошевська Оксана Володимирівна заслуговує на присудження наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент:

Завідувач кафедри фінансів і банківської справи
Східноукраїнського національного університету
імені Володимира Даля (м. Сєвєродонецьк),
доктор економічних наук, професор


Л. А. Костирко

Підпис д.е.н., професора Костирко Л.А. засвідчую.
Начальник ВК Східноукраїнського національного
університету імені Володимира Даля


Л. М. Літвінова

