

До спеціалізованої вченої ради Д 08.120.01  
у Вищому навчальному закладі  
«Університет імені Альфреда Нобеля»

**ВІДГУК**  
**ОФІЦІЙНОГО ОПОНЕНТА**  
кандидата економічних наук, доцента  
Тараненко Вікторії Євгенівни

на дисертаційну роботу Резяпова Кирила Ігоровича «Регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України», подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.03 – економіка та управління національним господарством

**1. Актуальність теми дисертаційної роботи та її зв'язок з науковими програмами, планами, темами.**

Прогресивний розвиток національної економічної системи та зростання добробуту кожного представника нашого суспільства не представляється можливим без ефективного та стабільного функціонування механізму інвестиційного забезпечення економіки. Макроекономічне регулювання інвестиційних процесів здійснюється в рамках державної інвестиційної політики, яка повинна бути спрямована на підвищення конкурентоспроможності національної економіки, зокрема, шляхом фокусування інвестиційної активності економічних суб'єктів на фінансуванні розвитку високотехнологічних галузей, які забезпечують провідні позиції країни у системі міжнародного поділу праці за рахунок інтенсифікації процесів інтелектуалізації економічного розвитку.

Основну роль у процесі задоволення інвестиційних потреб інноваційної економіки відіграє фондовий ринок, механізм функціонування якого призначений для організаційно-економічного забезпечення акумуляції та подальшого перерозподілу вільних грошових коштів економічних агентів на основі ринкових принципів. В той же час фондовий ринок, як елемент економічної системи, виступає місцем, де, завдяки високій ринковій динаміці, у концентрованому вигляді проявляються проблеми економічного розвитку, а, також, загострюються будь-які протиріччя у регулюванні фінансово-економічних аспектів суспільних відносин, пов'язаних з перерозподільчими процесами, в основі яких лежать операції з фондовими активами.

Означена важливість фондового ринку у системі економічних відносин та його чутливість до невідповідностей та диспропорцій економічного розвитку зумовлює високі вимоги до політики регулювання інвестиційних процесів, які відбуваються за допомогою механізму фондового ринку. Тому наукове дослідження питань регулювання цих процесів, є актуальним, адже від ефективності реалізації фондовим ринком функції забезпечення інвестиційних потреб економічних суб'єктів залежить розвиток економіки у середньо- та довгостроковій перспективі.

Однією з нагальних проблем функціонування українського фондового ринку є його слабка ресурсна наповненість, що позначається на обсягах торгівлі. Присутність інституційних інвесторів на ньому навіть у масштабах української економіки є незначною. Відповідно до такої ситуації нелогічно вимагати від фондового ринку повноцінної реалізації ним його функції забезпечення інвестиційних потреб економіки.

Вільні фінансові ресурси зосереджуються у банківському секторі, але, як і у минулі роки, значна частка інвестиційних банківських активів розміщується переважно у облігаціях внутрішньої державної позики, фінансуючи дефіцит державного бюджету. Така ситуація була б припустимою, якщо б видатки державного бюджету мали інвестиційний характер, а сам бюджет у цьому випадку виступав транзитною ланкою. Але, по-перше, як показує досвід, держава не здатна виступити ефективним інвестором, а, по-друге, з року в рік в Україні приймається і виконується кон'юнктурний бюджет, витратна частина якого має чітко виражену соціальну орієнтацію. Тому вирішення проблеми наповнюваності інвестиційних потоків в українській економіці потрібно шукати зовсім в іншій площині і переважно за рахунок внутрішніх джерел.

В цьому аспекті розгляду даної проблеми цілком очевидною виглядає вкрай низька ступінь залученості дрібних непрофесійних інвесторів до інвестиційних процесів. Оціночні суми коштів, які знаходяться у розпорядженні домашніх господарств і не перебувають у банківському обігу є досить великими, щоб ігнорувати це джерело інвестиційних ресурсів. Тому питання їх залучення у економічний обіг і, зокрема, у інвестиційні процеси є нагальним макроекономічним завданням, яке стоїть перед державою.

Не дивлячись на досить велику кількість наукових праць, присвячених дослідженню теоретико-методологічних основ розвитку фондового ринку у контексті активізації виконання ним функції забезпечення економіки інвестиційними ресурсами, означена проблематика залишається актуальною. Нагальність вирішення даного питання посилюється в умовах загострення конкуренції на міжнародних ринках, що ставить перед кожною державою завдання формування умов для розвитку високотехнологічних і наукомістких виробництв, які забезпечать бажані конкурентні переваги.

Актуальність дисертаційної роботи таким чином обумовлена першочерговою необхідністю вирішення завдання державної політики регулювання макроекономічних процесів щодо активізації інвестиційних процесів на фондовому ринку із зміщенням фокусу ринкової активності на забезпечення інвестиційних потреб інноваційної економіки. З огляду на це, проблемні питання, викладені та розв'язані автором дисертації, представляють науковий інтерес, мають важливе значення і практичну цінність з точки зору макроекономічного регулювання.

Робота Резяпова Кирила Ігоровича має теоретичну та практичну цінність і є вагомим доробком за заявленою темою з огляду на її безпосередній зв'язок із основними напрямками наукових досліджень ВНЗ «Університет імені Альфреда

Нобеля» за темою: «Економіка України у нових геостратегічних реаліях: індивід, держава, суспільство» (номер державної реєстрації 0115U000063).

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

Одержані в процесі наукового дослідження результати є достовірними й теоретично обґрунтованими. Це підтверджується узагальненням та опрацюванням значної кількості наукових робіт вітчизняних та зарубіжних науковців у сфері регулювання фондового ринку та спрямування інвестиційної діяльності економічних суб'єктів, впровадженням наданих рекомендацій у практичну діяльність підприємств і організацій, апробацією на наукових конференціях, публікаціями у наукових фахових виданнях, у тому числі, за кордоном.

Об'єкт, предмет та мета роботи логічно пов'язані та чітко окреслюють поле дослідження. Погляди здобувача викладено послідовно, завдяки чому прослідковується логіка подання матеріалу. Достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій підтверджується використанням достатньої інформаційної та аналітичної бази за темою дисертаційної роботи, зокрема: напрацювань з проблем економічного регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку, нормативно-правових актів, електронних ресурсів, статистичних даних, що характеризують діяльність фондового ринку України.

Оцінюючи в цілому поданий до захисту матеріал, слід відзначити завершену цілісну структуру дисертації, яка надала автору можливість здійснити комплексне дослідження щодо теоретичних аспектів регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку.

У роботі автор визначив коло наукових і практичних завдань, реалізація яких, дозволила отримати результати, що свідчать про наукову новизну, практичне значення та підставу для прилюдного захисту. Викладені положення та результати дисертаційної роботи є достовірними, обґрунтованими, такими, що пройшли необхідне обговорення у наукових колах та мають різні форми апробації.

## **3. Наукова новизна результатів дисертаційної роботи.**

Аналіз наукових результатів, гіпотез та висновків, отриманих автором у дисертаційній роботі, дають підстави стверджувати, що дослідження містить теоретичні положення, які забезпечують регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку.

У рамках вирішення проблеми автором розроблено рекомендації та пропозиції, які заслуговують на увагу та вирізняються новизною.

Автором розвинено понятійний апарат теорії фондового ринку (С. 45-48), і, зокрема, уточнено поняття «розвиток фондового ринку» з акцентом на зміні його якісних характеристик в процесі ускладнення функціональної структури соціально-економічних відносин суб'єктів господарювання, яка забезпечує перетворення грошових коштів у інвестиційні цінні папери, що дає можливість

актуалізувати функціональне призначення фондового ринку з метою уточнення його ролі у інвестиційному забезпеченні економіки та визначити напрями регулювання фондового ринку державою у контексті активізації інвестиційних процесів.

Автором розвинуто теоретико-прикладні засади обґрунтування впливу внутрішніх інфляційних процесів на розвиток фондового ринку та доцільності управління інфляційними очікуваннями економічних суб'єктів з метою впливу на характер їх інвестиційної діяльності, вибір стратегії їх розвитку та процеси накопичення капіталу в економіці (С. 58, 62-67).

Дістало подальшого розвитку наукове обґрунтування ідеї спільного інвестування (п. 2.2, 2.3), відповідно до якого передбачається вирішення проблеми ресурсного наповнення фондового ринку шляхом активізації залучення у інвестиційний процес коштів інвестиційно активного прошарку домашніх господарств як потенційного джерела інвестиційних ресурсів.

Автором запропонована концептуальна схема розвитку фондового ринку (С. 93-94), до якої включено платформу залучення до джерел інвестування на фондовому ринку інвестиційних ресурсів домашніх господарств, яка призначена для забезпечення інтенсифікації руху інвестиційних ресурсів від домашніх господарств на фондовий ринок із подальшим спрямуванням інвестиційних потоків на фінансування потреб венчурних компаній у капіталі та фінансуванні їх інноваційної діяльності, що сприяє задоволенню потреб у інвестиціях підприємств інноваційних сфер діяльності.

В рамках дослідження виявлено, що найбільш привабливими для інвестування домашніми господарствами виступають пайові інвестиційні фонди та фонди банківського управління (С. 105-111), які за надійністю та прибутковістю мають переваги перед іншими інститутами спільного інвестування.

В розвиток ідеї спільного інвестування автором обґрунтована доцільність пропозиції щодо мінімізації ризиків інвестування дрібних інвесторів (С. 121-122, 129), яка полягає у використанні можливостей страхових компаній у вирішенні проблем інвестиційного страхування, а, також, залученні консалтингових фірм до вирішення проблем фінансового консультування, що має на меті забезпечити концентрацію і акумуляцію вільних грошових ресурсів дрібних інвесторів на фондовому ринку з їх подальшим перерозподілом за ринковими принципом, що, в свою чергу, дозволить фондовому ринку повноцінно реалізувати його трансмісійну функцію.

Удосконалено механізм залучення грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиційний процес за рахунок включення у нього блоку трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції (С. 120-122), метою якого є сприяння активізації інвестиційної діяльності домашніх господарств за рахунок залучення індивідуальних фінансових консультантів до процесу прийняття інвестиційних рішень та страхування інвестиційних ризиків домашніх господарств для забезпечення мінімізації таких ризиків.

В дисертації удосконалено підхід до визначення незадіяного інвестиційного потенціалу домашніх господарств (С. 124-128) шляхом застосування мультиплікатора інвестицій та частки грошових ресурсів домашніх господарств, які знаходяться поза сферою банківського обігу і можуть бути використані для інвестування, що дозволяє оцінити недоотримуваний економікою інвестиційний ресурс і на цій підставі обґрунтувати необхідність створення фонду гарантій інвестиційних вкладень домашніх господарств та доцільність його формування за рахунок державних коштів.

В дисертації дістав подальшого розвитку підхід до визначення впливу на внутрішні інфляційні процеси глобальних факторів (С. 144-156), серед яких виділені монетарна політика у країнах – основних зовнішньоторговельних партнерах, глобальні інфляційні тренди, частка імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили, а, також, доведено наявність статистично значимого зв'язку між внутрішньою інфляцією та часткою імпорту з країн з низькою вартістю робочої сили, який має стійку від'ємну кореляцію, що дозволяє домогосподарствам використовувати виявлений зв'язок для прогнозування внутрішнього інфляційного тренду та додає визначеності при плануванні ними своїх інвестиційних вкладень.

Автором удосконалено науково-практичний підхід до стимулювання розвитку інституту прямих інвестицій як елементу фондового ринку (С. 169-182), відповідно до якого основними інструментами стимулювання визначено такі, як здійснення законодавчих змін, спрямованих на надання комерційним банкам можливості створення фондів прямого інвестування; формування фонду державних фінансових гарантій повернення вкладених у фонди прямого інвестування коштів домогосподарств у разі їх втрати; залучення страхових компаній для забезпечення мінімізації інвестиційних ризиків домашніх господарств при інвестуванні ними коштів у фонди прямого інвестування; впровадження співфінансування державою та фондами прямого інвестування витрат, пов'язаних із науково-дослідницькими роботами компаній високотехнологічних галузей, що включаються до інвестиційних портфелів фондів. Це дозволяє активізувати процес розвитку фондового ринку України за рахунок інтенсифікації і мобілізації вільних грошових коштів домашніх господарств та їх спрямування у реальну економіку.

Ці та інші наукові здобутки дисертанта мають наукове, теоретичне та практичне значення, є необхідним теоретико-методологічним базисом для розробки практичних рекомендацій щодо здійснення регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України.

#### **4. Теоретичне та практичне значення роботи, використання результатів дослідження.**

Наукова цінність результатів проведеного дослідження полягає в тому, що викладені теоретичні положення дозволяють сформулювати теоретико-методологічний підхід щодо регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку та активізації факторів, які забезпечують його ресурсне наповнення.

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що запропоновані положення й підходи можуть бути використані для формування і реалізації стратегії управління інвестиційними процесів на фондовому ринку України.

Практична цінність отриманих результатів підтверджується довідками про їх впровадження в діяльність Комунальним підприємством «Інститут розвитку Кременчука» Кременчуцької міської ради при розробці Концепції залучення інвестиційних ресурсів домашніх господарств в інвестиційні проекти органів місцевого самоврядування (довідка про впровадження результатів дослідження №164/18-А від 11.10. 2020 р.) та в Публічному акціонерному товаристві Акціонерному банку «Укргазбанк» щодо шляхів залучення інвестиційних ресурсів у 2021–2025 рр. (довідка про впровадження №5-452/16/24/2020 від 05.10.2020 р.).

Теоретичні й практичні результати використовуються в освітньому процесі ВНЗ «Університет імені Альфреда Нобеля» при викладанні дисциплін «Інвестиційна діяльність», «Економічна теорія (Основи економічної науки)», в процесі розробки навчально-методичного забезпечення, виконання науково-дослідних, курсових та кваліфікаційних робіт здобувачів вищої освіти (довідка про впровадження №665/4 від 23.10.2020 р.).

#### **5. Повнота викладення положень дисертації у опублікованих працях.**

Наукові положення, висновки та практичні рекомендації дисертаційної роботи достатньо повно висвітлені автором у 12 наукових працях, з яких 6 статей (у тому числі 3 статті у наукових фахових виданнях України, внесених до міжнародних наукометричних баз, 1 стаття у періодичному науковому виданні іншої держави) та 6 праць апробаційного характеру. Загальний обсяг публікацій становить 4,60 др. арк., особисто автору належить 4,06 др. арк.

Наукові публікації відповідають чинним в Україні вимогам. Публікації достатньо повно розкривають зміст дисертаційного дослідження, його наукову новизну та результати, що виносяться на захист.

Основні положення та висновки дисертаційного дослідження Резяпова К.І. протягом 2017-2020 рр. пройшли апробацію на 6 міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях. В опублікованих працях розкрито основні результати дослідження і його наукову новизну. Це дозволяє стверджувати, що висновки і пропозиції, запропоновані у дисертаційній роботі, є апробованими.

#### **6. Ідентичність змісту автореферату і основних положень дисертації.**

Аналіз змісту автореферату, друкованих праць за темою дисертації дозволяє дійти висновку щодо достатньо повного відображення наукових результатів та авторських висновків. Автореферат дисертаційної роботи відповідає за змістом та структурою тексту дисертації. Усі пункти наукової новизни дослідження, заявлені в авторефераті, відображено у дисертаційній роботі.

Апробація, науковий рівень і практичне значення дисертації відповідають чинним вимогам, що ставляться до дисертацій на здобуття наукового ступеня

кандидата наук. Завдання дослідження дозволили здобувачу розкрити досліджуваний об'єкт і досягти поставленої мети. Робота має класичну структуру, матеріал викладено чітко та логічно, в тексті підтверджено розв'язання проблеми дослідження.

У цілому слід зазначити, що стиль написання дисертації характеризується науковою обґрунтованістю та послідовністю й аргументованістю висновків. Матеріал дисертаційної роботи викладено професійною науковою мовою.

Тема дисертації та її зміст відповідає паспорту спеціальності 08.00.03 – економіка та управління національним господарством).

#### **7. Відповідність дисертації встановленим вимогам.**

Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, додатків та списку використаних джерел. Структура дисертації збалансована. За обсягом і оформленням відповідає вимогам, що ставляться до кандидатської дисертації. Подана до захисту дисертаційна робота, основний текст якої розміщено на 188 сторінках (7,83 авт. арк.), виконана державною мовою й подана у логічному зв'язку та послідовності.

Дослідження виконано у межах визначеної теми, мети та завдань. Тема дисертації та її зміст відповідають паспорту спеціальності 08.00.03 – економіка та управління національним господарством і профілю спеціалізованої вченої ради Д 08.120.01 Вищого навчального закладу «Університет імені Альфреда Нобеля».

Стиль викладання матеріалів дослідження характеризуються логічністю, грамотністю, використанням фахової термінології. Оформлення дисертації в цілому відповідає вимогам, що висуваються до кандидатських дисертацій.

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

Позитивно оцінюючи рівень наукових, методологічних і прикладних положень, обґрунтованість висновків і пропозицій, вважаю за потрібне звернути увагу на дискусійний характер окремих аспектів дослідження:

1. В дисертаційній роботі приділено значну увагу дефініції «розвиток фондового ринку» (С. 45-48) з метою якісної конкретизації напрямів еволюції фондового ринку в контексті його функціонування як трансформаційного механізму забезпечення інвестиційних потреб національної економіки, що, безумовно, є слушним підходом. Розвиваючи ідею, було б доцільним визначитись з факторами, які зумовлюють характер виявленого автором ускладнення соціально-економічних відносин щодо перетворення грошових коштів на фінансові активи у формі інвестиційних цінних паперів, як характеристики процесу розвитку фондового ринку. Це уможливило б кореспондування досліджуваних теоретичних засад регулювання фондового ринку з подальшим впровадженням прикладних аспектів у практичну діяльність органів регулювання.

2. Здобувач приділив суттєву увагу дослідженню ефективності застосування заходів грошово-кредитного регулювання і, зокрема, режиму інфляційного таргетування для досягнення фінансової стабільності та прогнозованості динаміки інфляційних процесів, що має безпосередній вплив на рівень інвестиційної активності та повинно враховуватись при регулюванні інвестиційних процесів на фондовому ринку (С. 63-67, 138-140, 158). Виходячи з того, що режим інфляційного таргетування фактично впроваджений в Україні з 2016 р., логічним було б дослідити не тільки його вплив на інфляційну динаміку, а й на інтенсивність інвестиційної діяльності та обсяги первинних розміщень цінних паперів на фондовому ринку, щоб оцінити вплив на них тенденцій стабілізації інфляції, мати можливість обґрунтувати доцільність подальших стабілізаційних заходів та визначитись з їх характером.

3. Автором запропоновано з метою забезпечення пріоритетності фінансування підприємств інноваційних сфер діяльності розширити концептуальну схему розвитку фондового ринку шляхом введення до неї платформи залучення до джерел інвестицій на фондовому ринку грошових ресурсів домашніх господарств з подальшим спрямуванням цих ресурсів для фінансування інноваційної діяльності в національній економіці (рис. 2.5, С. 93-94). З точки зору логіки побудови концептуальної схеми до платформи необхідно ввести елементи, які б забезпечували фокусування інвестиційної активності домашніх господарств на об'єктах інноваційної економіки та забезпечували формування відповідних взаємозв'язків.

4. Розглядаючи блок трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції на фондовому ринку, декомпозиція якого проведена у дисертаційній роботі (рис. 2.7, С. 120-124), автор справедливо відзначає, що наявність спекулятивних процесів, властивих фондовому ринку, може викликати значний відтік капіталу у фінансовий сектор, особливо у періоди неконтрольованого зростання обсягів спекулятивних операцій. Тому, на наш погляд, логічним є включення до блоку трансформації грошових ресурсів домашніх господарств у інвестиції на фондовому ринку комплексу елементів протидії надмірній активізації спекулятивних операцій, який має на меті попередити блокування процесу реального інвестування, посилення макроекономічної незбалансованості та виникнення фінансових криз, в результаті яких домашні господарства можуть втратити значну частину своїх заощаджень.

5. Здобувач при здійсненні оцінки незадіяного інвестиційного потенціалу домашніх господарств використовує ряд показників, одним з яких виступає мультиплікатор інвестицій, розрахований з використанням терміну окупності інвестицій, який, як зазначає сам здобувач, значно варіюється за галузями (С. 124-127). На наш погляд, підхід до визначення терміну окупності інвестицій вимагає більш глибокого обґрунтування з огляду на досить суттєвий діапазон оцінок цього показника за галузями, причому кожна з таких оцінок повинна бути зважена у відповідності до частки окремої галузі у структурі ВВП.



6. Викликає зацікавленість пропозиція автора щодо здійснення законодавчих змін, спрямованих на надання комерційним банкам можливості створення фондів прямого інвестування (С. 179-180), що сприятиме залученню на ринок прямих інвестицій значного ресурсного потенціалу комерційних банків. З іншого боку, дана пропозиція вимагає більшої деталізації з огляду на те, що подібна диверсифікація банківських активів стає причиною розширення кола економічних ризиків, на які наражаються банки у цьому випадку, що ставить перед органами банківського нагляду вимогу щодо створення регулятивно-наглядового комплексу, одним з елементів якого, зокрема, повинна стати система нормативів, дотримання яких дозволить забезпечити функціональну життєздатність банківської системи за будь-якого варіанту розвитку подій у сегменті прямого інвестування.

Загалом, зазначені зауваження не знижують наукової та практичної цінності проведеного здобувачем дослідження і не впливають на загальну позитивну оцінку дисертаційної роботи.

### 9. Загальний висновок по дисертації.

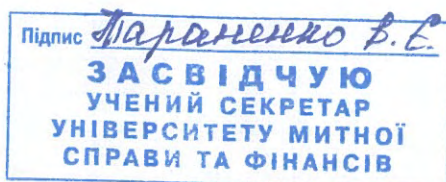
Дисертація за змістом, рівнем теоретичної обґрунтованості та практичної спрямованості висновків і розробок відповідає чинним вимогам щодо такого рівня робіт, вона є самостійною, завершеною науковою працею, в якій автором обґрунтовано та винесено для прилюдного захисту наукові положення, що підтверджують вирішення наукової проблеми стосовно регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України та наявність суттєвого особистого внеску до економічної науки й практики розвитку фондового ринку.

Актуальність теми дисертаційної роботи «Регулювання інвестиційних процесів на фондовому ринку України», наукова новизна сформульованих та обґрунтованих в ній положень, висновків і рекомендацій, їх достовірність, наукова і практична значущість відповідають вимогам пп. 9, 11, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України № 567 від 24.07.2013 р. (зі змінами і доповненнями) та є підставою для присудження Резяпову Кирилу Ігоровичу наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.03 – економіка та управління національним господарством.

*Офіційний опонент:*

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри соціального забезпечення  
та податкової політики  
Університету митної справи та фінансів  
Міністерства освіти і науки України

*В.С. Тараненко*  
В.С. Тараненко



*М.М. Брук*