

РЕЦЕНЗІЯ

на дисертаційну роботу Савченка Вадима Юрійовича

на тему:

«Економічний потенціал фондового ринку України»

представлену на здобуття ступеня доктора філософії

в галузі знань 05 Соціальні та поведінкові науки

спеціальність: 051 – Економіка

Актуальність теми дисертаційного дослідження. Актуальність дослідження економічного потенціалу фондового ринку України зумовлена його критичною роллю у фінансуванні повоєнного відновлення та залученні приватних інвестицій в умовах обмеженого бюджетного ресурсу. Фондовий ринок є ключовим механізмом трансформації заощаджень у реальні інвестиції для підтримки пріоритетних галузей економіки. В нинішній час постерігається домінування державних облігацій (ОВДП), що забезпечують мобілізацію коштів для оборонних потреб, проте стримують розвиток корпоративного сектору та ринку акцій. Адаптація українського законодавства до стандартів ЄС та впровадження цифрових інструментів є обов'язковою умовою для інтеграції у світовий фінансовий простір та захисту прав інвесторів. Дослідження того, як ринок адаптується до високих ризиків, інфляції та девальвації, дозволяє розробити стратегії для збереження фінансової стабільності країни. Саме з огляду на це виникає необхідність у дослідженні інвестиційної привабливості країни, визначенні вартості залучення капітальних ресурсів і забезпечення прозорості економічних процесів, що відбуваються на фоновому ринку. Для України, що переживає глибокі структурні трансформації, особливого значення набуває проблема розкриття економічного потенціалу фондового ринку як основи для відновлення інвестиційної активності, модернізації виробничої структури та підвищення стійкості ринку капіталу загалом. Отже, обрана тема дисертаційного дослідження відповідає пріоритетам розвитку економіки та підвищенню ефективності використання механізмів ринку капіталу, зокрема фондового сегмента, як інструменту акумуляції заощаджень, їх трансформації у довгострокові інвестиції та раціонального розподілу капітальних ресурсів.

Зв'язок роботи з державними (галузевими) науковими програмами, планами, темами. Дисертація є складовою науково-дослідних робіт ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», здійснених за темами:

«Національна економіка та економіки галузевих ринків в умовах інституційної невизначеності» (реєстраційний номер 0120U100086), де автором проаналізовано поточний стан та можливі напрямки подальшого розвитку інститутів, культури, еліт та їх впливу на ефективність реалізації державних політик, а також «Напрями трансформації національної фінансової системи в економічному циклі», (реєстраційний номер 0123U102899), поточний стан та напрямки подальшого розвитку фондового ринку.

Наукова новизна досліджень і отриманих результатів. У результаті проведених досліджень обґрунтовано теоретико-методичні засади і практичні рекомендації стосовно систематизації наукових підходів до визначення сутності фондового ринку та його економічного потенціалу в межах класичної, неокласичної, інституційної та поведінкової економічної теорії. Уточнено, що економічний потенціал фондового ринку доцільно розглядати не лише як обсяг мобілізованого капіталу або кількість фінансових інструментів, а як інтегральний результат виконання функцій трансформації заощаджень в інвестиції, формування індикативної вартості капіталу, перерозподілу ризиків і забезпечення довгострокової фінансової рівноваги в економіці. У межах представленої дисертаційної роботи обґрунтовано нові наукові підходи до розуміння механізмів ціноутворення капіталу на національному фондовому ринку.

Автором ідентифіковано детермінанти, що обмежують ефективність ринкового функціонування, та розкрито специфіку впливу інституційного середовища й поведінкових аспектів на модернізацію економічної структури України.

Наукова новизна характеризується такими здобутками: **вперше:** запропоновано авторську інституційно-економічну концепцію активізації потенціалу українського фондового ринку. Особливістю підходу є інтеграція показників інституційної якості (зокрема, індексу еліт) та поведінкових чинників у єдину систему з інвестиційними процесами. Це дозволило отримати емпіричне підтвердження визначальної ролі інституційної архітектури та стратегій еліт у забезпеченні динаміки ВВП та реалізації ресурсних можливостей фінансового ринку.

Удосконалено: - методику оцінки вартості капіталу, яка базується на використанні фондових індексів як агрегованих індикаторів ринкової результативності. Апробація підходу підтвердила розрив між класичною макроекономічною теорією інвестиційної трансмісії та реаліями українського ринку. Доведено, що низька ефективність вітчизняного фондового сегменту зумовлена деформацією стандартних ринкових каналів, а його розвиток

критично залежить від глибинних інституційних трансформацій, а не лише від динаміки котирувань;

- розроблено аналітичний інструментарій дослідження ціноутворення, який інтегрує поведінкові аспекти (ринковий сентимент) та зовнішні інституційні тригери (суверенні рейтинги). Це дало змогу обґрунтувати природу ринкової неефективності в Україні, де динаміка цін диктується не лише фундаментальними факторами, а й психологічними реакціями та зовнішніми оцінками ризиків;

- обґрунтовано концептуальний підхід до інтерпретації ринкових сигналів в умовах ірраціональності суб'єктів ринку. Доведено, що за умов інформаційної асиметрії та когнітивних упереджень активні стратегії прогнозування виступають необхідним інструментом нівелювання ринкових викривлень, дозволяючи інвесторам адаптуватися до неефективного середовища;

- поглиблено наукові положення щодо взаємозв'язку інвестиційного клімату та потенціалу ринку капіталу. Автором розмежовано вплив ситуативних поведінкових чинників та фундаментальних інституційних передумов на активність інвесторів. Виявлено специфіку прийняття інвестиційних рішень в Україні та доведено, що розбудова розвиненої ринкової інфраструктури є ключовим фактором зниження вартості залучення капіталу та забезпечення ліквідності (спрощення механізмів входу/виходу) для учасників ринку.

Набуло подальшого розвитку: - поглиблено теоретичне розуміння фондової біржі як центральної ланки ринкової інфраструктури. На основі аналізу її функціональної природи проведено чітку демаркацію між загальними (наслідуваними від ринку) та специфічними (притаманними лише біржі) функціями. Доведено, що синергія цих функцій створює стійкий інституційний механізм, який дозволяє трансформувати ресурсні можливості фондового ринку в реальні економічні результати;

- запропоновано нове трактування операційних процесів на біржі як інструменту реалізації економічного потенціалу ринку. Особливу увагу приділено предиктивному етапу: обґрунтовано, що кінцева ефективність біржових операцій критично залежить від якості попереднього аналізу, суб'єктивних очікувань інвесторів та стратегічної точності у виборі фінансових інструментів і типів ордерів. Це дозволяє розглядати біржову торгівлю не як технічний процес, а як складну систему прийняття рішень;

- визначено вектори впливу державної політики та архітектури реального сектору на спроможність фондового ринку забезпечувати потреби розвитку. Аргументовано, що в умовах індустріально-технологічної

модернізації реалізація потенціалу ринку на пряму корелює з якістю державного регулювання та відповідністю виробничої структури економіки сучасним технологічним викликам.

Наукову новизну та інноваційність проведених досліджень підтверджено довідками про впровадження.

Практичне значення одержаних результатів для науки і практики. Практичне значення роботи полягає у формуванні авторських науково-методичних підходів до трансформації економічної структури України шляхом активізації потенціалу фондового ринку. Запропонований інструментарій базується на синергії міжнародного досвіду, вимог глобальних ринків та специфіки українського інституційного середовища, що є критично важливим для процесів реіндустріалізації та повоєнного відновлення.

Ефективність розробок підтверджено їхньою апробацією у таких сферах:

освітня діяльність: результати інтегровано в освітній процес ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК» (зокрема, у межах курсів «Фінансова економетрика» та «Аналітичне прогнозування фондового ринку»);

корпоративний сектор: У ТОВ «ФК «Даліз-Фінанс» впроваджено методики оцінки позаекономічних факторів інвестиційного ризику та алгоритми оптимізації управління портфелем активів. У ТОВ «АТЗТ КОМПАНІЯ «САТУРН ДЕЙТА ІНТЕРНЕШНЛ» пропозиції дисертанта стали підґрунтям для розробки стратегії вертикальної інтеграції, що спрямована на зростання маржинальності та залучення капіталу через інструменти фондового ринку.

Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій. Метою дослідження є обґрунтування теоретичних засад і розробка практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності реалізації економічного потенціалу фондового ринку України. Реалізація поставленої мети забезпечена комплексним вирішенням низки наукових завдань із застосуванням системного підходу та широкого спектра методів: від загальнонаукових (аналіз, синтез, дедукція) до специфічних (економіко-математичне моделювання, експертні оцінки, статистичний аналіз).

Достовірність результатів ґрунтується на використанні актуальної нормативно-правової бази та репрезентативного масиву статистичних даних Міністерства фінансів України, Міністерства економіки України та Фондової біржі «Перспектива». Високий ступінь обґрунтованості сформульованих

висновків підтверджується коректним застосуванням методологічного апарату та верифікацією авторських розрахунків.

Повнота викладення матеріалів досліджень в опублікованих працях. Основні положення дисертаційної роботи відображено в публікаціях: 5 наукових статей у фахових виданнях України, 2 статті у міжнародних виданнях, 13 – у збірниках матеріалів наукових конференцій різного рівня.

Аналіз структури і змісту дисертації. Структура дисертації є загальноприйнятою. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків.

У «Вступі» в стислій формі викладено актуальність теми, зв'язок з науковими програмами, мету і завдання дослідження, наукову новизну та практичне значення одержаних результатів, особистий внесок здобувача, апробацію результатів дисертації, публікації.

У першому розділі проведено теоретичний аналіз економічної сутності фондового ринку та його ролі в національній економіці. Розкрито роль фондової біржі як організованої інституційної форми реалізації економічного потенціалу фондового ринку. Систематизовано біржовий процес як інституційно впорядковану послідовність взаємопов'язаних дій. Виявлено інституційну та термінологічну фрагментарність регулювання біржової діяльності. Доведено, що очікування щодо майбутньої ринкової кон'юнктури, рівня дохідності та ризиків визначають характер участі агентів у біржових торгах, вибір фінансових інструментів і типів операцій. Це надає біржовому механізму виразного поведінкового виміру та зумовлює необхідність його аналізу з урахуванням поведінкових чинників. Уточнено інституційну роль біржових операцій, угод і договорів у формуванні економічного ефекту. Встановлено, що біржова операція виступає елементарною формою передачі прав власності та формування ринкової ціни активів, тоді як біржова угода і договір забезпечують інституційне та юридичне закріплення її результатів. Обґрунтовано визначальну роль інституційних умов у реалізації економічного потенціалу фондового ринку.

У другому розділі здійснено комплексне теоретико-прикладне дослідження механізмів функціонування фондового ринку та чинників, що визначають логіку прийняття інвестиційних рішень. Обґрунтовано необхідність інтегрованого підходу до фундаментального аналізу. Доведено, що для об'єктивної оцінки ринку слід поєднувати: зовнішні детермінанти (суверенні рейтинги та експертні оцінки міжнародних інституцій) та внутрішні параметри (оперативні показники економічного стану, які, попри

певний суб'єктивізм, забезпечують актуальність аналізу в режимі реального часу).

Досліджено інституційну роль ринку цінних паперів у системі залучення капіталу. Встановлено, що пряма державна підтримка (гранти, пільгове кредитування) має обмежений мультиплікативний ефект. Натомість розвинений фондовий ринок визначено як стратегічний інструмент розширення інвестиційної бази, що забезпечує доступ до фінансування для широкого кола суб'єктів, включаючи роздрібних інвесторів, та сприяє диверсифікації фінансових потоків.

Проведено систематизацію макроекономічних індикаторів за часовим лагом впливу. До ключових висновків слід віднести: 1). Виявлено невідповідність між теоретичними моделями та емпіричними даними України: вплив більшості макропоказників на котирування є слабким або статистично нерелевантним. 2). Ідентифіковано критичні чинники впливу на ринок облігацій: інфляційні очікування, облікова ставка та індекс економічних настроїв.

Аргументовано, що вартість капіталу на фондовому ринку є похідною від рівня ризику та альтернативної вартості ресурсів на суміжних сегментах фінансового ринку. Водночас підтверджено гіпотезу про низьку значущість технічних параметрів торгів (обсяг і кількість угод) як прогнозних факторів цінової динаміки.

Констатовано, що український фондовий ринок на сучасному етапі не відповідає критеріям інформаційної ефективності та демонструє ознаки маніпулятивності. Це створює низку негативних наслідків, а саме: деформація механізму перерозподілу капіталу, гальмування інвестиційних процесів у реальному секторі, зростання фінансового тиску на кінцевих споживачів, штучне обмеження економічного потенціалу ринку.

У третьому розділі проведено комплексний аналіз реалізації економічного потенціалу фондового ринку України. Встановлено, що системні деформації – зокрема деіндустріалізація та низька питома вага переробного сектору – у поєднанні з превалюванням боргових інструментів критично звужують інвестиційний простір. Це нівелює здатність ринку капіталу виступати драйвером сталого макроекономічного зростання. Виявлено, що гіпертрофована частка державних запозичень та адміністративний тиск спричиняють викривлення ринкових індикаторів. Відсутність інвестиційних альтернатив поглиблює боргову залежність держави. Проте доведено, що впровадження активних інвестиційних стратегій навіть у межах існуючих інституційних обмежень здатне стабілізувати рівень доходності та оптимізувати розподіл фінансових

ресурсів. Аргументовано, що сировинна спрямованість експорту та технологічна примітивність виробництва є основними перешкодами для зростання добробуту населення. Обґрунтовано безальтернативність стратегії реіндустріалізації, яка має базуватися на стимулюванні високотехнологічних галузей, створенні промислових кластерів та інституційній підтримці інновацій. Досліджено вплив соціокультурних та інституційних факторів на динаміку ринку. Встановлено, що екстрактивні інститути та кланово-корпоративна модель відносин формують бар'єри для інклюзивного розвитку. Вихід із «пастки недорозвиненості» вбачається у системній трансформації: забезпеченні транспарентності економічних правил, впровадженні меритократії та оновленні політичних і бізнес-еліт. Доведено, що повноцінна реалізація потенціалу фондового ринку можлива лише за умови структурної модернізації економіки. Це потребує конвергенції ринкових стимулів та активної державної промислової політики. Запропоновано розглядати фондовий ринок не лише як майданчик для торгівлі, а як інструмент легалізації капіталу та фінансовий ліфт для інноваційно-індустріального переходу.

Висновки з проведеного дослідження можуть мати важливе практичне значення зокрема для розробки пріоритетів, перспектив і напрямків використання економічного потенціалу фондового ринку в умовах дефіциту ресурсів та накопичення структурних проблем сучасного етапу розвитку України.

Мова та стиль дисертації. Дисертаційна робота написана державною мовою. Зміст кваліфікаційної наукової праці у повній мірі відображає наукові результати дослідження. Дисертація написана науковим стилем, викладена в чіткій логічній послідовності та відповідає вимогам до наукових праць такого типу.

Відповідність тексту дисертації вимогам академічної доброчесності. Аналіз тексту дисертації Савченка Вадима Юрійовича засвідчив відсутність ознак порушення автором вимог академічної доброчесності. Дисертаційна робота містить посилання на джерела інформації і відповідає нормам законодавства про авторське право і суміжні права.

Питання для дискусійного обговорення та недоліки дисертації щодо її змісту та оформлення:

1. У висновках до першого розділу пункт 5 звучить «Обґрунтовано роль очікувань економічних агентів як вихідної ланки біржового механізму...». Вважаємо, що ці взаємозв'язки в роботі занадто слабо прослідковуються.

2. Оскільки параграф 2.2 присвячено аналізу впливу макроекономічних чинників на вартість капіталу, то можливо визначити, що таке «вартість

капіталу» та «індикативна вартість капіталу» (ця дефініція з'являється на 96 стор.). Виникає запитання, чому саме індекс фондової біржі «Перспектива» застосовується у дослідженні як агрегований ринковий індикатор?

3. На стор. 97 дисертант стверджує про відсутність статистично значущого впливу більшості досліджуваних макроекономічних показників на індикативну вартість капіталу. На думку автора, в національних умовах вплив макроекономічних чинників реалізується нерівномірно та здебільшого опосередковано. У контексті цього доцільно було пояснити, які саме макроекономічні чинники слід враховувати при визначенні вартості капіталу, особливо в розрізі кредитних ресурсів?

4. Автор на стор. 123 зазначає, що «Спекулятивний кредитний рейтинг України зумовлює формування підвищеної премії за суверенний ризик, що безпосередньо відображається у високій дохідності державних боргових інструментів», що робить інвестування в державні цінні папери значно вигіднішим, ніж у відповідні актив

и ринку ЄС, США тощо (табл. 2.12). Здійснюючи надмірну активну боргову політику на внутрішньому ринку, уряд створює умови для підтримки високих кредитних ставок, що гальмує відновлення кредитування реального сектору економіки. Хотілося б уточнити позицію дисертанта відносно подібної стратегії економічного блоку держави щодо облігаційних позик.

5. Дисертанту слід було би більше приділити уваги та чіткіше пояснити: які чинники (поведінкові чи інституційні) більшою мірою впливають на вартість капіталу та економічний потенціал фондового ринку.

Проте, варто наголосити, що наведені зауваження не заперечують загальну позитивну оцінку дисертації Савченка Вадима Юрійовича як ґрунтовного дослідження, що виконане на високому науковому рівні і має теоретичну та практичну цінність.

Загальний висновок. Дисертаційне дослідження Савченка Вадима Юрійовича на тему «Економічний потенціал фондового ринку України» є завершеним, самостійним дослідженням, містить низку нових, актуальних та достовірних результатів, що свідчать про їх важливе значення для концептуального підходу до трактування економічного потенціалу фондового ринку, а саме: перехід від кількісних показників (обсягу капіталу та номенклатури інструментів) на користь функціонально-результативної моделі. Згідно з цим підходом, потенціал ринку розглядається як синергетичний ефект від реалізації його засадничих функцій: трансформації ресурсів, ціноутворення капіталу, диверсифікації ризиків та підтримання макроекономічної стабільності.

Дисертація відповідає вимогам наказу МОН України № 40 від 12.01.2017 р. «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації» (з наступними змінами) та Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії, затвердженого Постановою КМУ від 12 січня 2022 р. №44, а її автор – Савченко Вадим Юрійович – заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка» з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки».

РЕЦЕНЗЕНТ:

доцент кафедри економіки та фінансів

ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК»,

к.е.н., доцент

Ольга ЧУМАЧЕНКО

Чуц


Підпис Ольга ЧУМАЧЕНКО засвідчук
Директор департаменту кадрів Вищого навчального закладу
«Університет економіки та права «Крок»
Александра ПАВЛИШ
* 08 * 06 2026 р.