

## **ВІДГУК**

### **офіційного опонента**

**доктора економічних наук, професора Кізими Тетяни Олексіївни  
на дисертацію Квасницької Раїси Степанівни на тему  
«Формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів  
фінансового ринку України», подану на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук за спеціальністю  
08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

**Актуальність теми дослідження.** В сучасних умовах формування світових глобалізаційних та інтеграційних процесів важливого значення набуває пошук векторів розвитку національної економіки. Одним із таких напрямів є забезпечення ефективного формування та використання інвестиційного потенціалу інституційних одиниць національної економіки, у тому числі й тих, що функціонують на фінансовому ринку України. Адже важливою умовою швидкого і безперервного розвитку економіки будь-якої країни є мобілізація тимчасово вільних коштів фізичних і юридичних осіб та їх ефективний розподіл між різними секторами економічної системи, що здійснюється за допомогою фінансового ринку. Відтак сталий економічний розвиток в Україні можливий лише за умови акумулювання достатніх обсягів необхідних ресурсів на фінансовому ринку та їх трансформації у інвестиції.

Сьогодні вітчизняною та зарубіжною наукою і практикою доведений тісний взаємозв'язок між рівнем розвитку фінансового ринку й темпами зростання економіки, що зумовлено низкою причин: поглибленням глобалізації у фінансовій сфері, процесами об'єднання й взаємопроникнення банківських, промислових і торговельних капіталів, значною потребою реальної економіки у фінансово-кредитних та інвестиційних ресурсах тощо.

З огляду на зазначене вище, наукове обґрунтування теоретико-методологічних засад та науково-методичних підходів щодо функціонування інститутів-інвесторів на фінансовому ринку України, а також дослідження їх інвестиційного потенціалу, оцінювання рівнів його формування та використання, удосконалення інструментарію забезпечення необхідного рівня

його зростання є надзвичайно своєчасним в умовах сьогодення. Відтак представлена на опонування дисертаційна робота Квасницької Р.С. «Формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку України», безперечно, виконана на актуальну тему.

Обраний напрям дисертаційного дослідження пов'язаний з науково-дослідними роботами ДВНЗ «Університет банківської справи» та Хмельницького національного університету в рамках таких тем: «Управління недержавною підсистемою інфраструктури фінансового ринку для забезпечення соціально-економічного розвитку країни» (номер державної реєстрації 0111U002302), в межах якої обґрунтовано сутність та теоретико-методологічні засади функціонування інститутів фінансового ринку; «Фондовий ринок як фактор макроекономічної стабілізації в умовах ринкової трансформації» (номер державної реєстрації 0109U008866), в межах якої висвітлено особливості поділу інститутів різних сегментів фінансового ринку за інституційними секторами економіки України; «Процеси формування та моделювання стратегії і тактики управління фінансами суб'єктів господарювання» (номер державної реєстрації 0114U000272), в межах якої уточнено науково-методичні підходи до оцінювання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку, запропоновано систему показників-індикаторів оцінювання якості його формування та використання; «Розробка моделей та технологій процесу прийняття управлінських рішень в системі ефективного розвитку підприємств легкої промисловості» (номер державної реєстрації 0114U004512), в межах якої конкретизовано склад інвестиційних ресурсів різних за статусом інститутів-інвесторів на фінансовому ринку та запропоновано інструментарій оцінки обсягу та ефективності використання інвестиційних ресурсів індивідуальних, корпоративних та інституційних інвесторів на фінансовому ринку України.

**Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій, їх достовірність і новизна.** Аналіз дисертаційної роботи Квасницької Р.С., ознайомлення з опублікованими здобувачем працями, авторефератом та матеріалами впровадження результатів наукового дослідження у практичну діяльність дає підстави стверджувати, що відображені у дисертації наукові положення, висновки та пропозиції є обґрунтованими, логічними та достовірними.

Основна мета дисертації полягає у розробці теоретико-методологічних засад формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів

фінансового ринку, удосконаленні інструментарію його забезпечення, розвитку науково-методичних підходів та обґрунтуванні практичних рекомендацій щодо оцінювання рівнів його сформованості і використання в сучасних умовах.

Для обґрунтування наукових висновків і рекомендацій дисертантом опрацьовано достатньо великий обсяг монографій, публікацій у вітчизняних і зарубіжних періодичних виданнях з питань функціонування фінансового ринку України, регулювання здійснення інвестиційної діяльності різними інститутами цього ринку, регламентації формування та використання їх інвестиційного потенціалу. Проведені розрахунки і представлені аналітичні таблиці, діаграми, побудовані з використанням офіційних статистичних та аналітичних даних Державної служби статистики України, Національного банку України, Асоціації українських банків, Міністерства фінансів України, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, звітних даних фінансових та нефінансових корпорацій, наукових праць провідних вітчизняних та зарубіжних учених, ресурсів мережі Інтернет.

Розроблені дисертантом наукові положення, висновки та пропозиції є аргументованими та достовірними, що підтверджується довідками про їх використання в діяльності державних структур, установ та інституцій фінансового ринку України, зокрема: Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (довідка № 6541/03 від 07.10.2015 р.); Управління НБУ у Хмельницькій області (довідка №93-07/11-33/99245 від 14.12.2015 р.); Хмельницької міської ради (довідка №02-11-631 від 21.04.2016 р.); Національної акціонерної страхової компанії «Оранта» (довідка №248/31 від 02.12.2015 р.); ТДВ «СТДВ «Глобус» VIG (довідка № 23/15 від 17.04.2015 р.); ПАТ «Хмельниччина – Авто» (довідка №111-03/15 від 22.03.2015 р.); ТОВ «Візум Капітал» (довідка № 108 від 11.12.2014 р.); ТОВ «Хелікс Кепітал Україна» (довідка № 59 від 15.08.2015 р.); ПрАТ «Прикарпатська інвестиційна компанія «Прінком» КУА НТВ НПФ «Прикарпаття» (довідка №38 від 09.02.2016 р.).

Окремі теоретико-методологічні та науково-методичні положення дисертаційної роботи впроваджено в навчальний процес Хмельницького національного університету при викладанні дисциплін «Фінансовий ринок», «Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва», «Інвестиційний аналіз», «Фінансовий менеджмент в банку» та «Страховий менеджмент» (довідка №132/225 від 01.07.2016 р.).

Дисертаційна робота характеризується комплексним та системним підходом до вирішення актуальних питань, у процесі реалізації якого

здобувачем вдало використано сучасні методи, прийоми та інструменти наукових досліджень, а саме: історичний, теоретичного узагальнення, аналізу, індукції та дедукції, порівняння, вибіркового дослідження, групування, статистичного порівняння, теорії ймовірностей, експертних оцінок та економіко-математичного моделювання.

Обґрунтованість і достовірність отриманих результатів підтверджується їх апробацією на 68 міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях.

Дисертація має логічно побудовану структуру, містить узагальнення теоретико-методологічних підходів, а також конкретні рекомендації, які спрямовані на забезпечення ефективного формування та використання інвестиційного потенціалу індивідуальних, корпоративних та інституційних інститутів-інвесторів на фінансовому ринку, а також на удосконалення процесу розробки та реалізації їх інвестиційної стратегії.

Підсумовуючи основні висновки і результати дисертаційної роботи, а також оцінюючи особистий внесок здобувача у вирішення поставленої наукової проблеми, необхідно зазначити, що до найбільш важливих наукових положень, висновків і рекомендацій, які відзначаються новизною, науковою і практичною цінністю, слід віднести такі.

У дисертації вперше запропоновано суб'єктне представлення фінансового ринку через позиціонування будь-якого з його учасників як інституту, який є організаційною структурою, що функціонує на засадах певних правил та норм з метою акумулювання фінансових ресурсів, здійснення їх перерозподілу та/або створення організаційно-регулятивних умов функціонування ринку (с. 52). Обґрунтовано єдину секторно-рівневу систему інститутів фінансового ринку, яка дозволила конкретизувати, відповідно до класифікації інституційних секторів економіки, склад інститутів фінансового ринку, їх секторно-рівневе місце, роль та взаємозв'язки (с. 68-69).

Важливим науковим доробком здобувача є введення у науковий обіг понять, авторське трактування яких дозволяє розвинути теоретичні засади інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку, його формування, використання та оцінки, зокрема: «інвестиційний потенціал інституту фінансового ринку», який є сукупністю можливостей та засобів інституту фінансового ринку мобілізації інвестиційних ресурсів та їх трансформації в інвестиції через наявні та потенційні здатності домогосподарств, персоналу інституту до здійснення інвестиційної діяльності, що відповідають функціональній природі самого інституту як інституційної одиниці, та його

статусу на фінансовому ринку (с. 164-165); «рівень якості формування та використання інвестиційного потенціалу», що є сукупною характеристикою позитивного чи негативного спрямування фактичних значень показників-індикаторів оцінки якості формування та використання інвестиційного потенціалу (с. 240).

Необхідно відмітити пропозицію автора щодо здійснення ідентифікації якості формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку на основі визначення динаміки фактичних значень показників-індикаторів за відповідними зонами рівня такої якості (максимальної; високої; задовільної; низької; незадовільної), яка посилить об'єктивність визначення потенційних можливостей того чи іншого інституту здійснювати інвестиційну діяльність та рівня їх реалізації (с. 317-318).

Наукову цінність має науково-методичний підхід до оцінювання формування та використання інвестиційного потенціалу різних за статусом інститутів-інвесторів на фінансовому ринку через розрахунок інтегрального показника методом головних компонент і блочної адитивної згортки, застосування якого дозволяє визначити рівні формування та використання інвестиційного потенціалу, що слугують орієнтирами для розробки інвестиційної стратегії інституту-інвестора на фінансовому ринку (с. 338-344).

Заслугує на увагу удосконалення методологічних засад функціонування фінансового ринку за рахунок: конкретизації принципів функціонування цього ринку загалом, а не окремих сегментів; доведення доцільності застосування для його ефективного функціонування принципу свободи економічного вибору як уособлення прояву свободи, можливості та здатності самостійно приймати рішення про види і засоби економічної діяльності, без обмежень формувати та виражати свої потреби (с. 40); уточнення переліку його специфічних функцій (с. 46-48). Автором обґрунтовано інституційну структуру фінансового ринку, яка відображає не лише групи його інститутів, як прийнято сьогодні, а конкретизує їх функціональну підпорядкованість на основі виділення ієрархічних рівнів, що уможлиблює розгляд ефективності функціонування інститутів фінансового ринку за його секторами та рівнями (с. 61-62).

Доцільним у науковому сенсі є удосконалення методологічних засад визначення особливостей формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку, які відрізняються тим, що базуються на розмежуванні самих інститутів-інвесторів за їх статусом на фінансовому ринку на групи (індивідуальні, корпоративні та інституційні інвестори) (с. 145-146; 162). Такий підхід є базою конкретизації складу інвестиційних ресурсів,

засобів їх мобілізації та трансформації в інвестиції для окремих груп інститутів-інвесторів на фінансовому ринку.

Досить ґрунтовно автор підійшла до визначення складових інвестиційних ресурсів корпоративних інвесторів. Зокрема, запропоновано їх розмежування, залежно від характеру їх участі в різних видах діяльності даної групи інвесторів, на інвестиційні (безпосередньо задіяні в інвестиційній діяльності) та операційні (потенційно можуть бути використані для інвестування, негативно не впливаючи на здійснення операційної діяльності) (с. 180-181). Такий підхід дає можливість підвищення обґрунтованості порядку розрахунку обсягів інвестиційних ресурсів корпоративних інвесторів на фінансовому ринку.

Заслуговує на увагу удосконалення методологічного підходу до оцінювання здатностей працівників інститутів фінансового ринку ефективно виконувати роботу, яка пов'язана з мобілізацією інвестиційних ресурсів та їх трансформацією в інвестиції, що знайшло відображення у: 1) концепції та процедурі оцінювання здатностей працівників (с. 208-211); 2) методиці розрахунку коефіцієнта здатності персоналу інститутів-інвесторів на фінансовому ринку здійснювати інвестиційну діяльність (с. 214-217). Застосування цього підходу сприятиме підвищенню об'єктивності оцінки здатностей працівників інститутів фінансового ринку як складової їх інвестиційного потенціалу.

Схвальної оцінки заслуговують поглиблення автором тлумачень таких понять, як: «фінансовий ринок», яке, на відміну від існуючих, дає змогу розглядати його комплексно в таких аспектах: 1) функціональному – як систему економіко-правових відносин; 2) просторово-граничних окреслень функціонування – як економічний простір; 3) організаційно-інституційному – як сукупність відповідних інститутів (с. 27-28; 35); «інститути фінансового ринку» – з огляду на ширший, ніж просто фінансові інститути, спектр учасників фінансового ринку, які своєю діяльністю створюють організаційно-регулятивні умови функціонування ринку та/або здійснюють купівлю-продаж фінансових ресурсів (с. 59); «потенціал інституту фінансового ринку» внаслідок його визначення відповідно до особливостей мобілізації та використання ресурсів, засобів та здатностей інститутів цього ринку (с. 107-108); «інвестиційний потенціал» за допомогою його розгляду в розрізі двох процесно-структурних складових: формування та використання (с. 133-134), що дає змогу більш повно враховувати особливості як створення можливостей мобілізації фінансових ресурсів – засобів створення активів, що трансформуються в інвестиційні ресурси, так і використання здатностей

інвесторів та засобів трансформації інвестиційних ресурсів в певні об'єкти інвестування, тобто інвестиції.

Необхідно відмітити науково-методичний підхід до визначення обсягів інвестиційних ресурсів, який, на відміну від існуючих, враховує особливості мобілізації фінансових ресурсів як засобів формування інвестиційних ресурсів, та їх уособлення у відповідних активах інститутів-інвесторів (індивідуальних, корпоративних та інституційних), що дозволяє забезпечити конкретизацію складу та порядку розрахунку інвестиційних ресурсів на фінансовому ринку різних за статусом інститутів-інвесторів (с.177; 182; 187; 195-196; 202).

В роботі набули подальшого розвитку визначення методологічних засад оцінювання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку, які, на відміну від традиційних, ґрунтуються на систематизації якісних показників такої оцінки за сформованими групами принципів, що визначають: методологічні засади оцінювання якості формування та використання інвестиційного потенціалу; організаційно-функціональні засади побудови системи його показників; якісні характеристики методичних засад оцінювання якості формування та використання інвестиційного потенціалу (с. 223-225). Такий підхід підвищує обґрунтованість оцінки якості формування та використання інвестиційного потенціалу різних інститутів фінансового ринку, що, в свою чергу, слугує базою розробки їх інвестиційної стратегії.

Досить ґрунтовно автор підійшов до формування системи показників-індикаторів якості формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку, які дозволяють якісно оцінити рівень потенційних можливостей того чи іншого інституту здійснювати інвестиційну діяльність і ступінь їх реалізації шляхом комплексного оцінювання засобів формування інвестиційного потенціалу (фінансових ресурсів), обсягу та мобільності інвестиційних ресурсів, засобів їх трансформації в інвестиції (с. 220).

Наукову цінність представляє методичний підхід до формування та реалізації інвестиційної стратегії інститутів-інвесторів на фінансовому ринку, що набув подальшого розвитку на основі врахування результатів оцінки рівнів формування та використання їх інвестиційного потенціалу як за їх зональним ранжуванням, так і інтегральним оцінюванням, і який тим самим дозволяє підвищити ефективність стратегічного управління інвестиційною діяльністю інститутів-інвесторів на фінансовому ринку (с. 364; 370).

Автором досягнуто поставлену мету та повністю виконано завдання дисертаційної роботи. Висновки та пропозиції відповідають її змісту і

підтверджують глибину та методологічну оригінальність проведених досліджень. Положення та отримані наукові результати достатньо повно висвітлено у наукових публікаціях, посилання на опублікування досліджень за кожним розділом дисертації є достовірними.

**Повнота викладу основних результатів дисертаційної роботи в опублікованих працях.** Результати наукового дослідження представлені у 91 науковій праці, з яких: 1 одноосібна і 4 колективних монографії; 27 статей у фахових наукових виданнях, у т.ч. 1 – у вітчизняному виданні, включеному до реєстру міжнародних наукометричних баз; 5 статей у зарубіжних періодичних наукових виданнях; 55 публікацій у збірниках наукових праць і матеріалах науково-практичних конференцій. В опублікованих наукових працях розкривається сутність та зміст положень, задекларованих автором як таких, що містять елементи наукової новизни. У дисертації Квасницької Р.С. використані лише ті результати досліджень, які були отримані автором особисто. Кількість та обсяг опублікованих праць відповідають вимогам МОН України. Хронологія публікацій здобувача охоплює період 2011-2016 р.р., що свідчить про еволюційність отримання наукових результатів досліджень.

Наукові положення, висновки та рекомендації, які сформульовані в дисертації, відображені у авторефераті, який за змістом є ідентичним дисертаційній роботі.

**Дискусійні положення та зауваження.** Визначаючи важливе значення одержаних в дисертаційній роботі наукових результатів, необхідно зупинитись на окремих недоліках і дискусійних моментах, які потребують додаткової аргументації, зокрема:

- 1) При характеристиці фондової і майнової форм об'єкта купівлі-продажу на фінансовому ринку (рис. 1.1, с. 33) доцільно було чіткіше розмежувати поняття «фінансові активи» і «фінансові інструменти», адже і до першого, і до другого здобувач відносить, скажімо, «цінні папери», відтак не прослідковується чіткої відмінності між цими поняттями. Крім того, форварди, ф'ючерси та опціони, які здобувач при характеристиці фінансових інструментів виокремлює від цінних паперів, за своєю природою є цінними паперами, але похідними.
- 2) На с. 67 (рис. 1.4) автор розмежовує інститути фінансового ринку за їх функціональним призначенням, однак обґрунтування виокремлення



саме таких функцій цих інститутів та їх конкретизації здобувач не наводить.

- 3) Потребує більш детального обґрунтування (внаслідок своєї дискусійності) віднесення автором саморегульованої організації (СРО) до другої групи класифікації інституційних секторів економіки України – «Сектор фінансові корпорації», а саме до підсектору «Допоміжні фінансові корпорації» (с. 69, рис. В.1 додатку В).
- 4) Дискусійним є ранжування фінансового ринку за його сегментними складовими на ринок грошей, ринок капіталів і ринок фінансових послуг (рис. 1.5, с. 73), адже окремі складові ринку фінансових послуг можуть належати і до грошового ринку, і до ринку капіталів (скажімо, ринок кредитних ресурсів).
- 5) На с. 122 дисертації автор акцентує увагу на тому, що трудові ресурси не доцільно зараховувати до складу інвестиційних ресурсів, однак у третьому розділі роботи йдеться саме про трудові ресурси та необхідність оцінювання їх здатностей.
- 6) На рис. 3.5 (с. 200) при характеристиці типів, видів та класів ІСІ залишилися поза увагою автора венчурні ІСІ.
- 7) При оцінці якості засобів формування інвестиційного потенціалу (фінансових ресурсів) різних за статусом на фінансовому ринку інститутів-інвесторів (с. 228, 229, 231), показник, який характеризує спроможність інвестора покрити свої борги за рахунок власних коштів, доцільно позиціонувати як показник платоспроможності, а не «фінансової стабільності».
- 8) При оцінці величини та мобільності інвестиційних ресурсів різних за статусом на фінансовому ринку інститутів-інвесторів (с. 233-234) не зрозуміло, чим для індивідуальних інвесторів відрізняються коефіцієнти «загальної мобілізації інвестиційних ресурсів» і «мобілізації інвестиційних ресурсів через власні кошти», адже і перший, і другий «характеризує ступінь використання фінансових ресурсів домогосподарств для формування їх інвестиційних ресурсів».
- 9) При дослідженні інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку доцільно було б більш широко використати надбання теорії інституціоналізму (зокрема, в контексті ірраціональності фінансової поведінки окремих інвесторів) та поведінкових фінансів, що певною мірою, зі свого боку, збагатило б дисертаційне дослідження.

Однак, загалом зазначені зауваження не знижують високий рівень дисертаційної роботи, не применшують теоретико-методологічної та практичної цінності проведеного дослідження, а тому не впливають на її загальну позитивну оцінку.

### **Загальний висновок.**

Дисертаційна робота Квасницької Раїси Степанівни на тему «Формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку України» є завершеним самостійним науковим дослідженням, виконаним на актуальну тему, відзначається новизною, отриманими новими науково обґрунтованими результатами, що вирішують важливе наукове завдання і мають практичне значення для фінансової науки. Зміст роботи, логіка викладення тексту, наукові і прикладні результати дослідження свідчать про глибокі теоретичні знання автора, його володіння методами наукових досліджень, вміння вирішувати складні наукові і прикладні проблеми. Якісні характеристики роботи вказують на її відповідність паспорту спеціальності 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит, а також нормативним вимогам до докторських дисертацій економічного профілю.

Дисертаційна робота «Формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку України» відповідає вимогам пунктів 9, 10, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого постановою кабінету міністрів України № 567 від 24 липня 2013 р. (зі змінами і доповненнями), що висуваються до докторських дисертацій, а її автор, Квасницька Раїса Степанівна, заслуговує на присудження наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит.

### **Офіційний опонент:**

Доктор економічних наук, професор,  
професор кафедри фінансів  
імені С. І. Юрія Тернопільської  
національного економічного університету



Т.О. Кізіма

Підпис	<i>Т.О. Кізіма</i>
Завіряю:	
Зав. загальним відділом	<i>Тарасов Е. С.</i>