

**ВІДГУК**  
**офіційного опонента**  
**д.е.н., професора, завідувача кафедри фінансів імені Віктора Федосова**  
**Київського національного економічного університету імені**  
**Вадима Гетьмана**  
**Буряченка Андрія Євгеновича**  
**на дисертаційну роботу**  
**Ганцяка Михайла Олеговича**  
**«Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України»,**  
**подану на здобуття ступеня доктора філософії**  
**за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»**

**1. Актуальність теми дослідження**

Тема «Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України» є важливою та актуальною з огляду на наявні боргові проблеми в Україні. Так, зростаючі державні витрати на фоні різкого зниження економічної активності в країні неминуче призводять до розбалансування бюджетів усіх рівнів. Диверсифікація та оптимізація джерел фінансування дефіциту державного бюджету України створює передумови для усестороннього освоєння ринку державного боргу. Попри загрозовий, з позиції боргової безпеки, розмір державного боргу України та високий рівень залежності від внутрішніх та зовнішніх кредиторів, можливості зниження рівня державних запозичень на ринку державного боргу в поточному періоді не вбачається можливим. В той же час, пошук оптимізаційного потенціалу окремих видів запозичень на ринку державного боргу залишається невичерпаним, що актуалізує положення даного дисертаційного дослідження. Зовнішній та внутрішній ринки державного боргу, за умови ефективного управління державними запозиченнями, здатні стати каналами перманентної кредитної підтримки бюджету України. В той же час, позикові джерела фінансування дефіциту державного бюджету наділені ринковими ознаками, що дозволяє залучати позикові фінансові ресурси з мінімальним впливом на макроекономічну стабільність держави.

Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу є важливим інструментом для підтримки фінансової стабільності та забезпечення як поточних так і капітальних видатків для економічного розвитку країни. Ретельне планування та управління запозиченням є важливим завданням, яке особливо актуальне в періоди нестабільності. Адже, мінімізація боргових ризиків є важливим завданням для України, з огляду на наявні борги та потенційні запозичення на ринку державного боргу. Враховуючи вищезазначене, пошук, актуалізація та вдосконалення способів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України є актуальним завданням, що модифікується з огляду на динамічність умов. Саме тому, доробок здобувача з тематики дослідження надзвичайно актуальний та необхідний.

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

У процесі дисертаційного дослідження аспірантом Ганцяком М.О., було використано різноманітні методи наукового пізнання. Зокрема, методи аналізу теоретичних джерел, що дозволили оцінити основні положення теорії державного кредиту, управління державним боргом та економічної теорії в цілому. Крім того, в роботі використовувались методи емпіричного дослідження. Ганцяк М. О. вивчав публікації українських науковців та аналізував дані світового досвіду, що стосуються організації позикового фінансування дефіциту державного бюджету. Це дозволило конкретизувати теоретичний зміст залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу та обґрунтувати тенденції його розвитку. Також, в процесі дослідження використовувались методи аналізу, синтезу, систематизації, моделювання та узагальнення отриманих результатів. Використання цих методів дозволили здобувачу структурувати і систематизувати інформацію, визначити взаємозв'язки між елементами ринку

державного боргу та побудувати цілісне уявлення про механізм функціонування ринку та прояв його функцій.

Дисертація складається з трьох розділів, кожен з яких розглядає певний аспект функціонування ринку державного боргу. Основні положення та висновки дисертації мають достатній рівень апробації, доповідалися й одержали схвалення на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях.

Ознайомлення зі змістом дисертації дає підстави стверджувати, що наукові положення, висновки й рекомендації, викладені в дисертаційній роботі, у сукупності вирішують важливе наукове завдання – поглиблення теоретико-методичних засад фінансових відносин на ринку державного боргу України та обґрунтування пропозицій щодо розширення кредитного інструментарію фінансування дефіциту державного бюджету й управління державним боргом. Теоретико-методичні положення, практичні рекомендації і висновки, сформульовані дисертантом є достовірними. Дисертаційна робота має логічну побудову, її автор системно підійшов до постановки проблеми, формулювання завдань, обрав влучні методи та прийоми дослідження.

### **3. Новизна результатів досліджень та повнота викладу в опублікованих працях**

Аналіз основних наукових результатів, висновків і рекомендацій, сформульованих здобувачем у дослідженні, дає підстави стверджувати про достатній рівень їхньої достовірності та обґрунтованості. Положення, винесені автором у пункти наукової новизни, не викликають заперечень, а їхній рівень новизни визначений у відповідності з науковими напрацюваннями. Серед найбільш вагомих результатів дослідження, які містять ознаки наукової новизни та опубліковані автором, слід перелічити такі:

- в дослідженні вперше обґрунтовується необхідність виокремлення ринку державного боргу, як частини фінансового ринку, що включає сферу економічних

відносин, за допомогою яких реалізується сукупність різних, однак взаємопов'язаних економічних інструментів, функціонуючих як цілісність й призначених для залучення фінансових ресурсів для покриття дефіциту державного бюджету з метою регулювання макроекономічних процесів і проведення стабілізаційної політики держави, що позитивно відображається на розширенні інструментарію науки і практики щодо стратегії і тактики управління борговими відносинами. Автором, в залежності від ринкових умов та циклічних або антициклічних процесів, розглядається можливість різноманітної сегментації цього ринку, а також важливість його фіксації. Ринок державного боргу складається з ринку державних боргових цінних паперів і сегмента кредитного ринку, де держава також відіграє важливу роль (це включає в себе прямі та інші види кредитів). Ринок державних цінних паперів відзначається як суттєвий та великий сегмент боргових ринків з великими обсягами ресурсів, високою мобільністю капіталу та ліквідністю. У структурі ринку державного боргу різні його частини розглядаються як субринки;

- удосконалено трактування дефініції «залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу» як процесу реалізації кредитних відносин між державою як позичальником (дебітором) та кредиторами на засадах поверненості, платності й строковості обігу позикового капіталу. На відміну від існуючих трактувань наголошено на позиціонуванні держави як учасника ринку державного боргу, що дає змогу залучати ресурси на ринкових засадах, поруч з іншими позичальниками;

- удосконалено використання підходу до оцінки ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу в частині застосування агрегованого коефіцієнта ефективності, що враховує макроекономічні умови у вигляді наступних показників: ріст ВВП; ріст доходів державного бюджету; ріст міжнародних резервів; ріст внутрішнього боргу країни; ріст зовнішнього боргу; рівень інфляції. Це дозволило оцінити можливості держави здійснювати позики

на ринку в безпечних межах, а сам показник може слугувати додатковим агрегованим параметром оцінки ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу;

- удосконалено методичний підхід до визначення наявності ефекту витіснення на ринку державного боргу, який полягає у врахуванні динаміки показників, що відображають особливості макроекономічної кон'юнктури та динаміки нарощення державного боргу України, а також обрахунку середнього темпу зазначених показників та їх порівняння, що дозволило реалізувати об'єктивний взаємозв'язок між суб'єктами ринку позикового капіталу та спонукає до використання регулятивних інструментів його перерозподілу в державі;

- удосконалено науковий підхід до вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу на основі використання при побудові моделі ієрархії загроз зростання державного боргу України методу моделювання ієрархії загроз. Доведено, що стратифікаційна ієрархія повинна спонукати до раціонального вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу. Пропонується використання цієї ієрархії як основи вибору параметрів залучення фінансування на ринку державного боргу;

- удосконалено механізм визначення комплексу напрямів вдосконалення процесу залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України в розрізі прямого та опосередкованого впливу на зазначений ринок. Це сприятиме вирішенню ряду проблем у функціонуванні ринку, у тому числі, в умовах політичної, економічної та фінансової нестабільності, а саме – збереженню повного порозуміння з кредиторами, які забезпечують доступ до ринку позикового капіталу.

- набуло подальшого розвитку трактування дефініції «державний борг» як результату економічних відносин, що виникають між державою в особі центральних та місцевих органів влади, що виступає позичальником – з однієї

сторони, та юридичними і фізичними особами держави (іноземних держав), органів влади іноземних держав та міжнародних фінансових установ, які виступають позичальниками у кредитних відносинах різних форм – з іншої, та являє собою суму накопичених за всі роки існування держави заборгованостей. Вивчення автором історичних наукових концепцій щодо впливу державного боргу на економіку дозволило зробити висновок, що за відповідних умов ефективного управління державним боргом можна зменшити негативний вплив на економіку, в т.ч. за рахунок залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу. Процес реалізації кредитних відносин між державою як позичальником (дебітором) та кредиторами на засадах поверненості, платності, строковості обігу позикового капіталу автор визначив залученням фінансових ресурсів на ринку державного боргу;

- набула подальшого розвитку структуризація системи інституційного забезпечення ринку державного боргу, за допомогою якої реалізується процес регулювання ринку державного боргу. Віднесення до складу зазначеної системи таких елементів як: суб'єкти ринку державного боргу та засади їх діяльності; законодавче та нормативно-правове забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; політика управління державним боргом країни; технологічне забезпечення залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу; система реструктуризації державного боргу, дозволяє в розрізі елементів її наповнення здійснити підбір відповідних регулюючих засобів.

Наукові результати дисертаційного дослідження апробовані в наукових статтях, монографіях, збірниках тез конференцій. Наукові результати, висновки і рекомендації, викладені в дисертації на здобуття наукового ступеня доктора філософії, характеризуються високим рівнем обґрунтованості та достатнім рівнем аргументованості, виходячи із структурної побудови та змісту роботи, динаміки та обсягу проаналізованого фактичного матеріалу, опрацювання змісту законодавчих актів, публічних даних та статистичної інформації за тривалий

період, власних розрахунків автора, що забезпечило в цілому вирішення поставлених завдань відповідно до визначеної мети дослідження.

#### **4. Повнота викладу основних положень дисертації у наукових виданнях та апробація результатів дослідження**

Зміст дисертаційної роботи відображає системний підхід до дослідження, який починається з упорядкування теоретичних засад і закінчується аналізом практичних даних. У дисертації містяться наукові результати, висновки і рекомендації, які є особистим внеском автора. Основні результати та положення дисертаційного дослідження опубліковані автором самостійно у 5 наукових працях та у співавторстві у 4 наукових працях, з них 7 статей у наукових фахових виданнях України категорії «Б»; 2 розділи у колективних монографіях. Загальний обсяг опублікованих праць складає 8,78 д.а., з них особисто автору належить 7,12 д.а.

Основні теоретичні висновки, пропозиції і результати дослідження оприлюднено на міжнародних наукових та науково-практичних конференціях очно та заочно. Перелік конференцій наступний: VI Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку» (м. Острог, жовтень 2019р.); XIII Міжнародній науково-практичній конференції «Розвиток банківських систем світу в умовах глобалізації фінансових ринків» (м. Черкаси, жовтень 2019р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Трансформація економіки України: виклики та можливості» (м. Київ, 2019р.); VII Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Актуальні проблеми менеджменту, фінансів та публічного управління в сучасних глобалізаційних процесах» (м. Ірпінь, 2020р.); Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Інноваційні стратегії та моделі економічних трансформацій в умовах євроінтеграційних викликів (м. Харків - Ужгород - Софія - Пшеворськ, 2020р.); II Міжнародній науково-

практичній конференції «Сучасний менеджмент економічних систем в координатах парадигми сталого розвитку» (м. Одеса, вересень 2020р.); XIV Міжнародній науково-практичній конференції магістрантів та аспірантів «Теоретичні та практичні дослідження молодих вчених» (м. Харків, грудень 2020р.); I Всеукраїнській науково-практичній конференції «Формування новітньої парадигми управління публічними та приватними фінансами в Україні» (м. Херсон, грудень 2020р.); V Всеукраїнській науково-практичній конференції «Публічне управління та адміністрування у процесах економічних реформ» (м. Херсон, 2021р.); Міжнародна науково-теоретична конференція студентів та аспірантів «Україна і світ: гуманітарно-технічна еліта та соціальний прогрес» (м. Харків, 2021р.); IV Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції молодих учених «Економічний розвиток держави регіонів і підприємств: проблеми та перспективи» (м. Львів, 2021р.); V Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції молодих учених «Управління економічними процесами, на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи вирішення» (м. Львів, 2022р.); Міжнародний конгрес «Фінанси, економіка, право vs війна» (м. Ірпінь, квітень 2022р.); IX Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку» (м. Острог, жовтень, 2022р.).

Публікації здобувача відповідають вимогам пунктів 8, 9 постанови Кабінету Міністрів України від 12.01.2022 р. № 44 «Про затвердження Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії».

## **5. Теоретичне та практичне значення результатів дисертації**

Наукові результати, що висвітлені в дисертації Ганцяка М. О., мають важливе теоретичне та практичне значення, що підтверджується отриманими довідками про впровадження.



Дисертаційна робота є частиною науково-дослідної теми Державного науково-дослідного інституту інформатизації та моделювання економіки Міністерства економіки України – «Актуальні проблеми системи державного регулювання економіки» (державний реєстраційний номер 0116U008705). У межах цієї теми автором розроблено пропозиції щодо вдосконалення політики управління державною заборгованістю України, в частині виокремлення науково-обґрунтованих підходів формування складових державного боргу України.

Результати дослідження були використані у роботі:

Комітету Верховної Ради України з питань фінансів, податкової та митної політики Підкомітету з питань ринку капіталів, інших регульованих ринків, цінних паперів та похідних фінансових інструментів (деревативи) ( довідка №45 від 24.09.2021 р).

Відділу аудиту державних запозичень і боргу Департаменту експертизи та аналізу державного бюджету Рахункової палати України (довідка №15/412 від 23.09.2021р.).

Української асоціації інвестиційного бізнесу (довідка від 15.11.2021р).

## **6. Структура та обсяг дисертації.**

Дисертаційна робота Ганцяка М. О. має цілісну, логічно побудовану структуру, в якій розділи послідовно пов'язані між собою. Робота розпочинається з викладення теоретичних основ, які служать основою для подальшого аналізу емпіричних даних. Далі вона конкретизує особливості розвитку об'єкта дослідження, що сприяє більш глибокому розумінню проблеми. Ця послідовність дозволяє визначити науковий внесок автора і ступінь вирішення поставлених завдань, відповідно до теми, мети і завдань дослідження. Стиль викладання матеріалу відрізняється чіткістю і логічністю. Обсяг і оформлення роботи

відповідають вимогам, встановленим Наказом МОН України від 12 січня 2017 року №40 «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації».

## **7. Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності**

Ознайомлення з дисертацією та науковими працями Ганцяка М.О., дозволяє прийти до висновку, що автор дотримується принципів та норм академічної доброчесності. У дисертаційній роботі присутні посилання на джерела інформації. Ці посилання викладені відповідно до вимог законодавства про авторське право, що свідчить про відсутність порушень академічної доброчесності у дисертаційній роботі.

## **8. Дискусійні положення та зауваження**

Оцінюючи в цілому високий рівень розробки теоретико-методологічних і методичних положень, практичних рекомендацій, обґрунтованість наукових висновків та пропозицій, варто звернути увагу на окремі недоліки та дискусійні положення, викладені в дисертації, зокрема:

1. У п.1.1 дисертації у таблиці 1.1 автор наводить перелік та характеристику ефектів державного боргу, які по суті являються негативними наслідками державного боргу в економіці країни. Такий перелік досить загальний, а робота значно б виграла за умови розширення переліку таких проявів державного боргу. Зокрема, доречно було б додати – вплив боргу на позиціонування держави на міжнародному ринку капіталу; вплив боргу на вартість капіталу в середині країни та доступ до ринку капіталу в цілому.

2. Досліджуючи у розділі 2.1. присутність ефекту витіснення на ринку державного боргу, автор використовує графічний метод та співставляє криві динаміки зростання державного боргу та інших макроекономічних показників (валове споживання, капітальні інвестиції, валове нагромадження, кредити

домогосподарств, іпотечні кредити, кредити сектору нефінансових корпорацій, кредити сектору фінансових корпорацій (рис. 2.6) та наводить середній темп зростання заданих показників (табл. 2.6). Варто було б доповнити запропонований інструментарій підтвердження існування ефекту витіснення на ринку державного боргу і іншими параметрами.

3. Оцінюючи ефективність залучення фінансування на ринку державного боргу України, які автор обраховує за допомогою коефіцієнта ефективності, та порівнює його із аналогічно підрахованим показником щодо ринку державного боргу Польщі. Недостатньо уваги приділяється вибору країни (ринку саме цієї країни).

4. З огляду на дискусійність питання присутності Національного банку України на ринку інвестування у державні облігації, варто було б ґрунтовніше зупинитись на оцінці такого явища (рис. 2.13, Додаток М), особливо з огляду на збільшення частки НБУ у власності ОВДП у кінці 2022 р. та на початку 2023 р.

5. Характеризуючи проблеми, пов'язані із залученням фінансових ресурсів до державного бюджету та оцінюючи динаміку показників залучення від міжнародних фінансових установ автор описує проблему низького рівня освоєння коштів, які отримує Україна внаслідок запозичень у МФО на реалізацію тих чи інших програм. Автор зазначає, що через низьку інституційну спроможність як державного сектора так і приватного, діючих проектів залишається дуже мало. Проте, не наводить жодних кількісних підтверджень, що варто було б зробити, описуючи проблему.

6. Вивчаючи домінанти політики врегулювання на ринку державного боргу України (п. 3.2), які визначаються як ключові (базові) передумови налагодження ефективності залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу, дисертантом визначається один із них як – «визначення чіткого місця України в системі державних кредиторів». Проте, не наводиться спосіб, який би сприяв

досягненню такої мети (в тому числі не зрозуміло, як сама країна може досягти її досягнення).

Наведені зауваження та дискусійні положення не знижують загальної теоретичної та практичної значущості, обґрунтованості й достовірності основних положень дисертації.

## **9. Висновок щодо відповідності дисертації встановленим вимогам**

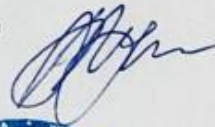
Дисертаційна робота Ганцяка Михайла Олеговича на тему «Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України» виконана на актуальну тему. За своїм змістом дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії є завершеною самостійно виконаною кваліфікаційною науковою працею, в якій отримано нові або удосконалені теоретичні положення та науково обґрунтовані практичні результати, що мають важливе наукове й практичне значення для вдосконалення залучення фінансування на ринку державного боргу України.

Дисертація виконана на високому науково-методичному рівні, її зміст відповідає обраній темі дослідження та профілю спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». Анотація та опубліковані здобувачем наукові праці повною мірою відображають зміст дисертації, головні результати дослідження, його наукову новизну, практичну значущість і особистий внесок здобувача в науку. За своїм науковим рівнем, глибиною теоретичних розробок, практичним значенням отриманих результатів, висновків і рекомендацій, структурою, мовою та стилем викладення матеріалу дисертація Ганцяка М. О. на тему «Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України» відповідає вимогам наказу Міністерства освіти і науки України № 40 від 12.01.2017 р. «Про затвердження Вимог щодо оформлення дисертації», а також вимогам передбаченим «Порядком присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти,

наукової установи про присудження ступеня доктора філософії» (Постанова КМУ від 12.01.2022 рр. № 44). Викладене вище дозволяє зробити висновок про те, що дисертація «Залучення фінансових ресурсів на ринку державного боргу України», відповідає встановленим вимогам, а здобувач Ганцяк Михайло Олегович заслуговує на присудження наукового ступеня доктора філософії з галузі знань 07 «Управління та адміністрування» та спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

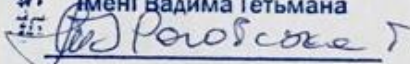
**Офіційний опонент:**

д.е.н., професор, завідувач кафедри  
фінансів імені Віктора Федосова  
Київського національного економічного  
університету імені Вадима Гетьмана



Андрій БУРЯЧЕНКО



Буряченко А. ЗАСВІДЧУЮ Начальник відділу кадрів Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана  " " 20 р.
--