

## **ВІДГУК**

офіційного опонента

доцента кафедри економіки та підприємництва імені професора І. М. Брюховецького  
Сумського національного аграрного університету,  
кандидата економічних наук, доцента **БАШЛАЯ Сергія Вікторовича**  
на дисертацію **ЗАНІЗДРИ Артура Сергійовича**  
на тему: **«Організація біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні»**,  
подану на здобуття ступеня доктора філософії  
зі спеціальності 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність»  
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»

**Актуальність теми дослідження.** Розвиток біржової торгівлі деривативними контрактами є важливою передумовою підвищення ефективності функціонування фінансового та товарного ринків України в умовах економічної нестабільності та глобалізації. Використання деривативів сприяє мінімізації цінних ризиків, формуванню прозорих ринкових індикаторів і розширенню можливостей стратегічного планування діяльності суб'єктів господарювання.

У процесі інтеграції України до європейського економічного простору особливої ваги набуває адаптація механізмів біржової торгівлі до міжнародних стандартів і практик регулювання ринків капіталу. Водночас сучасний стан організації торгівлі деривативами характеризується наявністю інституційних та нормативно-правових обмежень, що стримують розвиток цього сегмента ринку.

Посилення цінової волатильності на аграрних і фінансових ринках актуалізує необхідність створення ефективних інструментів страхування ризиків для виробників, трейдерів і інвесторів. Водночас недостатній рівень ліквідності біржових майданчиків і обмежене використання похідних фінансових інструментів в Україні потребують удосконалення організаційних механізмів їх функціонування.

Зазначені та ряд інших аспектів і обумовлюють необхідність комплексного наукового дослідження організації біржової торгівлі деривативними контрактами з урахуванням сучасних економічних викликів і стратегічних напрямів розвитку національного ринку.

**Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій дисертації.** Наукові положення, висновки та рекомендації, сформульовані у дисертації Заніздри Артура Сергійовича, характеризуються внутрішньою логічною узгодженістю, що забезпечується послідовною реалізацією мети й завдань дослідження, коректним вибором методів наукового пізнання та достатньою емпіричною базою.

Теоретичні положення дисертації сформовано на основі критичного аналізу праць вітчизняних і зарубіжних науковців, положень правил функціонування міжнародних майданчиків біржової торгівлі деривативними угодами та національного нормативно-

правового регулювання, що забезпечило уточнення понятійного апарату, обґрунтування авторського підходу до трактування і класифікації деривативних контрактів для встановлення їх функціонального призначення у ринковій економіці, а також визначення їхньої ролі при розробленні моделей специфікацій, адаптовані до сучасних умов функціонування вітчизняних організованих товарних ринків.

Методичні положення дисертації ґрунтуються на використанні загальнонаукових і спеціальних методів дослідження, відповідно до поставлених завдань, та логічній послідовності переходу від теоретичних узагальнень до прикладних рішень. Запропоновані підходи прогнозування цінової кон'юнктури на основі побудови кореляційно-регресійної моделі взаємозалежності ф'ючерсних цін міжнародних біржових ринків та вітчизняних експортних цін на зерно, а також щодо розроблення організаційно-економічних напрямів розвитку біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні в контексті розроблення специфікацій ф'ючерсних контрактів на товарні активи, зокрема на зерно.

Достовірність отриманих результатів підтверджується застосуванням сучасної методики статистичного аналізу при оцінюванні показників стану та динаміки біржової торгівлі деривативними контрактами на міжнародних та вітчизняних організованих ринках активів, а також апробацією та впровадженням практичних рекомендацій у діяльність діючих вітчизняних бірж (універсальної, товарної та валютної) та закладів освіти України.

**Новизна основних наукових положень, висновків і рекомендацій.** У дисертації сформовано комплекс наукових результатів, спрямованих на розвиток теоретико-методичних засад удосконалення підходів до організації біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні у післявоєнний період, що дозволить підвищити ефективність роботи вітчизняних організованих товарних ринків та ринків капіталу та забезпечить економічне зростання для вітчизняних суб'єктів ринку за умов продовження Україною курсу до євроінтеграції.

Наукова новизна вибудована послідовно: від уточнення сутності змісту біржового деривативного контракту як строкової угоди, що відповідає визначеним правилами біржової торгівлі ознакам (специфікаціям) або необхідним стандартизованим параметрам для забезпечення обігу на біржах, а також передбачає купівлю-продаж базових активів із можливістю здійснювати майбутню поставку або фінансові розрахунки з обов'язковим використанням системи клірингових розрахунків.

У дисертації удосконалено класифікаційні ознаки деривативних контрактів для встановлення їхнього функціонального призначення у ринковій економіці через доповнення наступними класифікаційними групами: «за інноваційністю» та «за універсальністю», що дало можливість виокремити нові види деривативів та відобразити їх функціональне призначення у сучасних умовах глобалізації та процесів генерації нових стратегій біржової торгівлі (розділ 1, підрозділ 1.2, С. 69–72).

Також у дисертації удосконалено підходи до оцінювання базису, у рамках яких обґрунтовано необхідність урахування впливу міжнародних ф'ючерсних цін на прогнозування вітчизняних спотових цін на основні види сільськогосподарської продукції (розділ 2, підрозділ 2.1, С. 81–84). Запропонований підхід дозволяє проводити оцінку історичного базису для вітчизняних організованих товарних ринків, забезпечує підвищену аналітичну цінність при оцінці цінової кон'юнктури спотових ринків з використанням біржових котирувань деривативних контрактів провідних міжнародних товарних бірж.

Позитивно варто оцінити спроби подальшого розвитку підходів до оцінки міжнародної біржової торгівлі деривативними контрактами з урахуванням фундаментальних факторів, що окреслюють основні виклики та загрози глобалізації на біржове ціноутворення на організованих ринках товарних та фінансових активів (розділ 2, підрозділ 2.1, С. 91–114).

Автором сформовано рекомендації та обґрунтовано склад і порядок застосування моделей специфікацій на основні види деривативних контрактів, зокрема ф'ючерсів на пшеницю та кукурудзу, що адаптовані до сучасних умов функціонування вітчизняних організованих товарних ринків (розділ 3, підрозділ 3.2, С. 195–207).

Отримані результати прогнозування вітчизняних цін на основні види сільськогосподарської продукції на прикладі використання біржових ф'ючерсів на кукурудзу CME Group та Euronext дозволили демонструвати ефективність застосування деривативних контрактів у прогнозуванні вітчизняної цінової кон'юнктури, за відсутності біржової торгівлі деривативними контрактами на товарних біржах України. Крім того, процеси прогнозування цінових параметрів використання деривативних контрактів дозволять врахувати специфіку впливу нових ризиків, що можуть з'являтися за межами запропонованих моделей прогнозування (розділ 3, підрозділ 3.3, С. 216–222).

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційне дослідження Заніздри Артура Сергійовича виконано в межах науково-дослідної роботи кафедри організації підприємництва та біржової діяльності Національного університету біоресурсів і природокористування України за темою «Розвиток біржової діяльності в Україні в контексті євроінтеграційних процесів» (державний реєстраційний номер 0120U105578).

Зміст і результати дисертації узгоджуються з основними напрямками зазначеної наукової теми та конкретизують її положення у частині пошуку шляхів активізації використання біржових деривативів у контексті забезпечення трансформації вітчизняних організованих товарних ринків в європейське економічне середовище. У межах виконання теми здобувачем досліджено теоретичні і прикладні засади використання деривативних контрактів провідних міжнародних бірж у прогнозуванні цінової кон'юнктури на вітчизняних

організованих товарних ринках сільськогосподарської продукції, а також при розробленні стратегій хеджування цінових ризиків.

Зазначений зміст авторської участі у дослідженні підтверджує його відповідність планам науково-дослідної роботи університету та логічний зв'язок отриманих результатів із завданнями комплексних досліджень щодо пошуку шляхів сталого розвитку біржової діяльності в Україні у контексті євроінтеграційних процесів.

**Практичне значення та впровадження результатів дослідження.** Практичне значення дисертаційного дослідження полягає у можливості використання отриманих результатів для удосконалення ключових аспектів механізму біржової торгівлі деривативними контрактами на вітчизняному організованому товарному ринку в умовах післявоєнного відновлення вітчизняної економіки.

Запропоновані автором методичні підходи до класифікації, методики оцінки та аналітичної інтерпретації результатів аналізу умов та стану застосування біржових строкових інструментів мають прикладний характер і були впроваджені у практичну діяльність біржових структур та освітніх установ у сфері професійної підготовки, що підтверджується відповідними довідками.

На рівні біржових структур України результати дисертації впроваджено в діяльність: Аграрної біржі (довідка № 38 від 30.04.2025 р.) і стосуються нових видів біржових строкових контрактів, що можуть бути оперативно впроваджені при реалізації державних програмах підтримки вітчизняних товаровиробників сільськогосподарської продукції; ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» (довідка № 104 від 29.05.2025 р.) щодо формування організаційно-економічних умов впровадження нових видів деривативних контрактів розрахункової форми; ТОВ «Українська універсальна біржа» (довідка від 30.04.2025 р.) – прийнято до уваги рекомендації щодо організаційних етапів впровадження біржової торгівлі деривативними контрактами на сільськогосподарську продукцію в умовах невизначеності та посилення цінової волатильності.

Основні теоретичні і методичні підходи та висновки дисертації використовуються у навчальному процесі економічного факультету Національного університету біоресурсів і природокористування України при підготовці навчально-методичної бази та забезпечення викладання освітніх компонент «Біржова торгівля» та «Сільськогосподарське хеджування» (акт від 30.04.2025 р.).

Таким чином, результати дисертаційного дослідження мають практичну спрямованість, забезпечують можливість їх використання в управлінській, аналітичній та освітній діяльності та забезпечують шляхи та способи активізації біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні.

### **Повнота викладення основних наукових результатів в опублікованих працях.**

Основні наукові положення, висновки та практичні результати дисертаційного дослідження достатньо повно відображено у 13 наукових працях, з яких 2 статті у наукових виданнях, включених до категорії «А» Переліку наукових фахових видань України, з викладенням результатів бібліометричного аналізу та методологічного змісту предмету дисертаційного дослідження; 4 статті у наукових виданнях, включених до категорії «Б» Переліку наукових фахових видань України, в яких послідовно розкрито теоретико-методологічні та прикладні аспекти обігу деривативних угод на вітчизняному та міжнародних біржових ринках; 7 тез наукових доповідей, що засвідчують апробацію результатів дослідження на міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях.

Зміст опублікованих праць охоплює всі ключові положення дисертації, включаючи уточнення економічної сутності, змісту, організаційних засад та ефективність використання деривативів в біржовій торгівлі. Це свідчить про належний рівень апробації результатів дослідження та відповідність публікаційної активності здобувача чинним вимогам МОН України до дисертацій на здобуття ступеня доктора філософії.

**Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності.** Дисертація Заніздри Артура Сергійовича є самостійно виконаною кваліфікаційною науковою працею. За результатами аналізу змісту дисертації та опублікованих наукових праць не виявлено фактів академічного плагіату, некоректних запозичень чи інших порушень принципів академічної доброчесності. У роботі належним чином оформлено бібліографічні посилання на використані джерела, дотримано вимоги наукової етики та законодавства у сфері авторського права, що свідчить про коректне використання наукових результатів інших дослідників.

**Дискусійні положення та зауваження щодо дисертації.** Подані в роботі теоретичні та прикладні результати загалом формують цілісне бачення механізму біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні. Водночас, окремі положення дисертації мають дискусійний характер і потребують додаткового уточнення, конкретизації чи розширення аргументації, що доцільно винести на наукове обговорення під час публічного захисту.

Насамперед, слід зауважити, що надмірна деталізація положень, віднесених до наукової новизни, зокрема у частині «удосконалено», призводить до певного розмивання меж власне наукового внеску автора роботи. Частина заявлених результатів має ознаки методичного розширення або прикладної апробації відомих положень, що потребує їх укрупнення та концептуального узагальнення відповідно до вимог, які традиційно висуваються до дисертаційних досліджень рівня доктора філософії (С. 23–24).

Розширення класифікаційних ознак деривативних контрактів шляхом введення критеріїв «інноваційності» та «універсальності» є цікавим з теоретичної точки зору, проте потребує додаткового обґрунтування з позицій їх функціональної необхідності. Залишається

недостатньо визначеним, чи створюють запропоновані ознаки нову якість аналізу організації біржової торгівлі, а також, які саме групи стейкхолдерів біржового ринку можуть використовувати відповідну класифікацію у практичній діяльності (С. 23, 69–72, 89).

Загалом результати другого (аналітичного) розділу дисертації характеризуються значним фактичним матеріалом, однак окремі висновки сформульовано у вигляді узагальнених тверджень, що потребують більш чіткого методичного підтвердження та розмежування описових тенденцій і статистично доведених залежностей. Зокрема, висновок щодо зростання зацікавленості інвесторів у деривативних контрактах подано переважно в інтерпретаційному вимірі та потребує додаткового обґрунтування з урахуванням альтернативних факторів, зокрема підвищеної волатильності фінансових і товарних ринків, інфляційних очікувань, змін монетарної політики та геополітичної нестабільності, що традиційно стимулюють використання інструментів хеджування незалежно від довгострокових інвестиційних стратегій (С. 161).

Крім того, варто було б уточнити, яким чином встановлені глобальні тенденції можуть впливати на формування інституційної моделі організації біржової торгівлі деривативами в Україні, рівень ліквідності національних бірж, структуру попиту з боку українських учасників ринку та перспективи інтеграції у міжнародний біржовий простір в умовах сучасних економічних викликів. Така конкретизація дозволила б більш чітко пов'язати результати міжнародного аналізу з предметом дисертаційного дослідження та підсилити прикладну спрямованість зроблених висновків.

У третьому розділі роботи йдеться про те, що на початковому етапі вітчизняні учасники біржової торгівлі не потребують впровадження деривативних контрактів із поставкою, проте у роботі не наведено конкретних критеріїв оцінки готовності учасників ринку. Було б доцільно уточнити, які саме показники або пороги враховувалися при такій оцінці, зокрема щодо логістики, складських потужностей та стандартів якості продукції. Автор також підкреслює відмінність своєї позиції від попередніх досліджень, однак для посилення наукової новизни варто було б конкретизувати ці відмінності із зазначенням ключових джерел. Уточнення цих аспектів сприяло б більш чіткому обґрунтуванню рекомендацій щодо типу контрактів, що доцільно застосовувати на ранньому етапі розвитку ринку. В цілому, подібні доповнення підвищили б логічну завершеність висновку та його практичну цінність для українського ринку деривативів (С. 180–183).

Графічне та табличне відображення матеріалів дисертації значно підвищує наочність і сприйняття результатів дослідження, дозволяючи чітко демонструвати динаміку ринкових показників, структуру деривативних контрактів та порівняння обсягів торгів. Таблиці та рисунки сприяють логічному і послідовному викладу аналітичних даних, полегшують виділення ключових тенденцій та закономірностей і підсилюють емпіричну доказовість

отриманих результатів. Водночас, у роботі спостерігається використання англomовних термінів у тих випадках, де існують загальноприйняті українські відповідники (зокрема, С. 73, 82). Крім того, використання різнобарвної кольорової гами в графіках і діаграмах не завжди сприяє їхньому чіткому сприйняттю; більш ефективним було б дотримання одного стилю оформлення, наприклад, чорно-білого, із зазначенням умовної легенди (на С. 45, 95–97, 99–107, 116–117, 119–120, 126, 130–133, 145, 149, 155, 157, 159, 165, 186, 192, 210–214). Оптимізація цих аспектів підвищила б одночасно академічну точність, наочність і естетичну цілісність дисертації.

Висловлені зауваження мають дискусійний характер і спрямовані на подальший розвиток порушеної наукової проблематики та не знижують загальної позитивної оцінки дисертаційного дослідження, яке є завершеною науковою працею та містить результати, що мають теоретичне і практичне значення.

**Загальний висновок.** У цілому дисертація Заніздри Артура Сергійовича на тему: «Організація біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні», є завершеним, цілісним і самостійно виконаним науковим дослідженням, у ході виконання якого отримано нові теоретично й практично обґрунтовані результати. Зміст дисертації повністю відповідає меті та поставленим завданням, логічно та послідовно розкриває обрану тему й узгоджується зі спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність». Одержані наукові положення, висновки та рекомендації характеризуються науковою новизною, обґрунтованістю і прикладною значущістю та мають важливе значення для подальшого розвитку біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні.

За змістом і оформленням дисертація відповідає чинним вимогам нормативно-правових актів щодо підготовки та присудження ступеня доктора філософії, а її автор Заніздра Артур Сергійович заслуговує на присудження ступеня доктора філософії зі спеціальності 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність» галузі знань 07 «Управління та адміністрування».

**Офіційний опонент доцент кафедри економіки та підприємництва імені професора І. М. Брюховецького Сумського національного аграрного університету, кандидат економічних наук, доцент Сергій БАШЛАЙ**