

## **ВІДГУК**

офіційного опонента

професорки кафедри підприємництва, торгівлі та прикладної економіки  
Карпатського національного університету імені Василя Стефаника,  
доктора економічних наук, професора **ШЕЛЕНКО Діани Іванівни**

на дисертацію **ЗАНІЗДРИ Артура Сергійовича**

на тему: «**Організація біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні**»,

подану на здобуття ступеня доктора філософії

за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність»

галузі знань 07 «Управління та адміністрування»

**Актуальність теми дослідження** зумовлена поглибленням трансформаційних процесів у світовій економіці, які супроводжуються зростанням ролі організованих товарних ринків та фінансових інструментів управління ризиками. Використання строкових біржових інструментів сприяє підвищенню ефективності страхування цінкових коливань, забезпечує можливості для більш обґрунтованого прогнозування ринкових тенденцій та формує прозорий механізм ринкового ціноутворення на основі конкурентної взаємодії учасників організованих товарних ринків.

Для України обґрунтована у роботі проблематика є важливою, адже національна економіка, зокрема аграрний сектор, значною мірою інтегрована у глобальні товарні ринки. Формування конкурентоспроможної системи біржової торгівлі деривативними контрактами є важливим інституційним чинником підвищення ефективності функціонування ринкової інфраструктури, забезпечення стабільності цін та зміцнення економічної безпеки держави. Вітчизняна система біржової торгівлі строковими інструментами перебуває на етапі становлення, потребує теоретичного осмислення, методичного удосконалення та втілення кращих міжнародних практик до національних умов господарювання.

Зазначені проблеми є значущими для розвитку ефективної моделі функціонування організованих товарних ринків України у частині післявоєнного відновлення економіки та її інтеграції до європейського економічного простору. З урахуванням викладеного, можна стверджувати, що дослідження Заніздри Артура Сергійовича, присвячене розвитку біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні та формуванню організаційно-економічних засад її функціонування, є актуальним і має важливе теоретичне та прикладне значення.

**Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій дисертації.** Наукові положення, висновки та рекомендації, викладені у дисертації, характеризуються належним рівнем обґрунтованості, логічної послідовності та достовірності. Необхідно відзначити глибоке опрацювання дисертантом праць вчених, які досліджували особливості, проблеми та тенденцій біржової торгівлі деривативними контрактами з урахуванням специфіки галузі. Використання сучасного інструментарію економічного

аналізу, методів економіко-математичного моделювання та експертних оцінок забезпечує наукову аргументованість отриманих результатів і підтверджує їх практичну значущість.

Дисертантом опрацьовано значний масив інформаційних джерел, основу яких становлять офіційні статистичні матеріали міжнародних і національних організацій, дані біржових майданчиків, аналітичні матеріали профільних інституцій, а також результати власних узагальнень і спостережень автора щодо функціонування організованих товарних ринків. У дослідженні також використано інформацію щодо динаміки біржової торгівлі деривативними контрактами на провідних міжнародних біржах та показники розвитку вітчизняних товарних бірж. Опрацьована інформаційно-аналітична база забезпечила комплексність, репрезентативність і наукову обґрунтованість отриманих результатів дослідження розвитку біржової торгівлі деривативними контрактами та її ролі у формуванні ефективної інфраструктури організованих товарних ринків України.

Результати проведеного дослідження належним чином структуровані та наочно представлені у вигляді таблиць, рисунків і додатків, що сприяє кращому сприйняттю та інтерпретації отриманих наукових результатів. Основні положення і висновки дисертації апробовано шляхом публікації у вітчизняних і зарубіжних рецензованих наукових фахових виданнях та представлено у матеріалах міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференцій, присвячених проблематиці розвитку організованих товарних ринків й біржової торгівлі деривативними контрактами.

Структура дисертації є логічною та послідовною і включає анотацію, вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел і додатки. Аналіз змісту роботи дає підстави стверджувати, що автору у процесі дослідження вдалося досягти поставленої мети та комплексно вирішити визначені наукові завдання, пов'язані з обґрунтуванням теоретичних засад і розробленням організаційно-економічних підходів до розвитку біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні.

У роботі розкрито теоретичні засади та удосконалено категоріальний апарат дослідження біржової торгівлі деривативними контрактами, обґрунтовано їх роль у забезпеченні стабільності товарних ринків і мінімізації цінових ризиків, а також розроблено практичні рекомендації щодо впровадження нових видів біржових строкових контрактів, які можуть бути використані у майбутніх державних програмах підтримки вітчизняних товаровиробників сільськогосподарської продукції.

**Новизна основних наукових положень, висновків і рекомендацій.** Зокрема, у першому розділі, на основі опрацювання літературних джерел і власних узагальнень: розкрито теоретичні основи біржового деривативного контракту (с. 42), обґрунтовано характеристику сучасних ознак біржових деривативних контрактів (с. 37), виділено важливу характерну ознаку деривативними контрактами – «стандартизованість», яка є важливою у формуванні гарантійного забезпечення для біржових деривативних контрактів (с. 38),

систематизовано підгрупи товарних та фінансових активів біржових деривативних контрактів (с. 54), наведено економічне призначення основних видів деривативних контрактів з метою визначення переваг біржової торгівлі даними видами строкових угод (с. 58–59). Позитивно оцінюється те, що в дисертації значну увагу приділено форвардним контрактам, що дозволило дисертанту визначити його економічну сутність, переваги та строковість (с. 61). Здійснено порівняння характеристики форвардних і ф'ючерсних контрактів (с. 64–65). Представлено основні фактори впливу на біржову цінову кон'юнктуру на організованих ринках деривативних контрактів (с. 75) та методичні підходи до прогнозування цін деривативних контрактів (с. 76).

У другому розділі комплексно проаналізовано процеси глобалізації та структуру міжнародної біржової торгівлі деривативними контрактами, зокрема акцент зроблено на економічній сутності глобалізації, яка полягає у системності й забезпечує всесвітню інтеграцію та уніфікацію суспільних процесів на глобальному економічному рівні (с. 94), здійснено оцінку динаміки ВВП України на фоні світового ВВП (с. 97), обґрунтовано вплив глобалізаційних процесів на тенденції і динаміку міжнародної торгівлі (с. 101–102), визначено динаміку (с. 119) та структуру міжнародної біржової торгівлі деривативними контрактами (с. 124), здійснено оцінку заходів та ретроспективний аналіз тенденції вітчизняної біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні, що ґрунтується на загальноприйнятому використанні показників (дослідження динаміки кількості товарних бірж та оціни якій роботи товарних бірж) (с. 143).

У третьому розділі, на основі концептуального підходу до визначення стратегічних орієнтирів розв'язання досліджуваної проблеми, обґрунтовано та систематизовано основні напрями її вирішення, зокрема організаційно-економічні заходи (с. 165), які спрямовані на подальше удосконалення біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні, здійснено порівняння моделей регулювання для оптимізації вітчизняної системи регулювання біржової торгівлі деривативними контрактами (с. 172), окреслено еволюційні етапи розроблення специфікацій для біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні (с. 186), запропоновано організаційно-економічні передумови розвитку біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні у післявоєнний період (с. 192), побудовано моделі специфікацій ф'ючерсів на кукурудзу для впровадження на організованих товарних ринках України (с. 201), здійснено порівняння ціноутворення на провідних товарних біржах (с. 212–214).

Висновки до розділів та загальні висновки дисертації характеризуються належним рівнем наукової обґрунтованості та логічної послідовності. У них узагальнено основні теоретичні положення та обґрунтовано практичні напрями вирішення науково-практичного завдання щодо вдосконалення організації біржової торгівлі деривативними контрактами

в Україні в умовах економічної турбулентності, невизначеності та інституційних трансформацій.

Наукова новизна одержаних результатів ґрунтується в науково-практичному висвітленні теоретичних положень та векторів до організації біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні у післявоєнний період, що сприятиме підвищенню ефективності організованих товарних ринків і ринків капіталу та економічному зростанню суб'єктів ринку в умовах євроінтеграції.

У роботі обґрунтовано доцільність формування організаційно-економічних передумов удосконалення біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні з урахуванням негативних факторів війни та умов післявоєнного відновлення економіки.

Особливо цінним результатом роботи є сформований автором цілісний підхід, що передбачає розроблення моделей специфікацій основних видів деривативних контрактів, зокрема ф'ючерсів на пшеницю та кукурудзу, адаптованих до сучасних умов функціонування вітчизняних організованих товарних ринків. Важливим елементом дослідження також є методичні підходи до прогнозування вітчизняних цін на основні види сільськогосподарської продукції, які ґрунтуються на використанні біржових деривативних контрактів на прикладі ф'ючерсів на кукурудзу провідних світових бірж.

Вищезазначене дає підстави стверджувати, що дисертація Заніздри Артура Сергійовича є завершеною науковою працею, яка демонструє високий рівень наукової зрілості та дотримання академічних стандартів.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційне дослідження Заніздри Артура Сергійовича виконано в межах науково-дослідної роботи 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 розвитку теоретичних і прикладних засад функціонування біржової торгівлі деривативними контрактами на організованих товарних ринках. У межах виконання теми здобувачем досліджено теоретичні та прикладні аспекти використання деривативних контрактів провідних міжнародних бірж у прогнозуванні цінової кон'юнктури на вітчизняних організованих товарних ринках сільськогосподарської продукції, а також обґрунтовано підходи до їх застосування при формуванні стратегій хеджування цінних ризиків. Даного роду спрямованість дослідження підтверджує його відповідність планам науково-дослідної роботи університету та логічний зв'язок отриманих результатів із завданнями комплексних досліджень у сфері розвитку біржової торгівлі та управління цінними ризиками на аграрних ринках.

**Практичне значення та впровадження результатів дослідження.** Результати дисертації Заніздри Артура Сергійовича мають важливе значення для теорії та практики забезпечення розвитку біржової торгівлі деривативними контрактами на організованих товарних ринках сільськогосподарської продукції.

Практичне значення наукових результатів дисертації полягає у можливості їх використання органами державного управління, біржовими інституціями та іншими суб'єктами ринку при формуванні організаційно-економічних засад удосконалення біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні в умовах післявоєнного відновлення вітчизняної економіки

Науково-практичні рекомендації та результати дослідження використовуються Аграрною біржою у процесі реалізації стратегічних завдань щодо впровадження нових видів біржових строкових контрактів, які можуть застосовуватися у майбутніх державних програмах підтримки вітчизняних виробників сільськогосподарської продукції (довідка № 38 від 30.04.2025 р.).

Результати наукових розробок впроваджено у практичну діяльність ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» щодо формування організаційно-економічних умов запровадження торгівлі деривативними контрактами на сільськогосподарську продукцію та розвитку нових розрахункових деривативних контрактів (довідка № 104 від 29.05.2025 р.).

Науково-практичні рекомендації використовуються ТОВ «Українська універсальна біржа» при визначенні організаційних етапів запровадження біржової торгівлі деривативними контрактами на сільськогосподарську продукцію та формуванні перспективних напрямів розвитку біржі в умовах цінової волатильності на аграрних ринках (довідка від 30.04.2025 р.).

Основні теоретичні та методичні положення дисертації застосовуються у навчальному процесі економічного факультету Національного університету біоресурсів і природокористування України при викладанні дисциплін «Біржова торгівля» та «Сільськогосподарське хеджування» (акт від 30.04.2025 р.).

**Повнота викладення основних наукових результатів в опублікованих працях.** Основні теоретичні положення і висновки дисертаційного дослідження було апробовано на міжнародних і вітчизняних науково-практичних заходах, а саме: IV Міжнародній науково-практичній конференції «Стратегія інноваційного розвитку аграрних формувань України: аналітико-прогностичний аспект» (м. Київ, 5–6 жовтня 2022 р.); VII Міжнародній науково-практичній конференції «Роль молоді у розвитку АПК України» (м. Київ, 19–20 квітня 2023 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Фінансово-кредитне та обліково-аналітичне забезпечення післявоєнного відновлення економіки України» (м. Київ, 5–6 жовтня 2023 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Стратегії, інновації, проблеми підприємництва, торгівлі та маркетингу» (м. Ірпінь, 14 березня 2024 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених та студентів «Економічні дні – 2024»

(м. Київ, 10 квітня 2024 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Agricultural and Food Economics – 2024» (м. Київ, 19–20 вересня 2024 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Стратегії, інновації, проблеми підприємництва, торгівлі та маркетингу» (м. Ірпінь, 20 березня 2025 р.).

Основні положення і результати дослідження висвітлено у 13 публікаціях, з яких 2 статті у наукових виданнях, включених до категорії «А» Переліку наукових фахових видань України, 4 статті у наукових виданнях, включених до категорії «Б» Переліку наукових фахових видань України, 7 тез наукових доповідей.

Публікації Заніздри Артура Сергійовича повною мірою розкривають основні результати дослідження викладені у дисертації.

**Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності.** У дисертації порушень академічної доброчесності не виявлено. Дисертація містить посилання на джерела запозичених ідей, розробок, тверджень та інформаційно-аналітичні ресурси. Бібліографічні посилання на використані джерела у роботі оформлено відповідно до встановлених вимог, дотримано принципів наукової етики та законодавства у сфері авторського права, що свідчить про коректне використання результатів досліджень інших науковців.

**Дискусійні положення та зауваження щодо дисертації.** Поряд із зазначеними позитивними сторонами дисертації, вона містить певні дискусійні положення, зокрема:

1. Заслугове на увагу запропоноване автором трактування економічної сутності біржового деривативного контракту (с. 43). Автору варто було б чіткіше розмежувати у визначенні економічну сутність деривативного контракту та організаційні особливості його біржового обігу, оскільки окремі елементи, наведені у визначенні, можуть розглядатися як характеристики функціонування біржової інфраструктури.

2. Поданий на рис. 1.3 (с. 45) алгоритм для закриття (ліквідації) позицій за біржовими деривативними контрактами є наочним і логічно структурованим. Проте у тексті доцільно було б більш детально пояснити взаємозв'язок між етапами, наведеними на рисунку, та процесом трансформації механізмів закриття деривативних контрактів, оскільки зазначений аспект у тексті лише констатується без достатнього аналітичного розкриття.

3. Дискусійним виглядає твердження автора про те, що строковість форвардних контрактів дозволяє інвесторам активно долучатися до торгівлі ними з метою спекуляції (с. 61), адже спекулятивна функція більшою мірою притаманна біржовим стандартизованим деривативам (насамперед ф'ючерсам та опціонам), тоді як форвардні контракти через індивідуальний характер умов та низьку ліквідність частіше використовуються для хеджування цінових ризиків.

4. Дискусійним виглядає твердження автора про те, що основним інструментом прогнозування біржових ф'ючерсних та спотових цін є оцінка базисних ризиків через

ведення історичного базису (с. 81). Зокрема, при аналізі та прогнозуванні біржових цін поряд із використанням базису широко застосовуються також економетричні моделі та розширені методи аналізу часових рядів, адже це сприятиме більш комплексному врахуванню динаміки ринкової кон'юнктури.

5. У підрозділі 3, рис. 3.4 (с. 177), використано термін «біржовий стакан», який належить до професійного біржового висловлювання. У науковому тексті, дисертанту варто було б застосувати більш коректне термінологічне формулювання «біржова книга заявок (order book)» або надати пояснення використаного терміна.

Загалом, висловлені зауваження і дискусійні положення не применшують високої наукової цінності виконаного дослідження, а вбачають рекомендаційний характер для подальшого вдосконалення отриманих результатів.

**Загальний висновок.** У цілому дисертація Артура Сергійовича Заніздри на тему: «Організація біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні» є цілісним, завершеним, самостійно виконаним і логічно побудованим дослідженням, має достатньо високий теоретичний, методичний та практичний рівень. Представлені результати досліджень подано у відповідності та з дотриманням принципів академічної доброчесності.

Основні наукові положення, висновки та практичні рекомендації ґрунтуються на результатах власних досліджень автора щодо організації біржової торгівлі деривативними контрактами в Україні, логічно випливають із матеріалів дисертації та є науково обґрунтованими, чітко сформульованими й містять важливі теоретичні та науково-практичні узагальнення. Сформульовані висновки відповідають поставленим у дослідженні завданням, заявленій науковій новизні та змісту роботи, а отримані результати достатньо повно відображені в опублікованих наукових працях автора.

Зміст дисертації повністю відповідає меті та поставленим завданням, логічно розкриває обрану тему й узгоджується зі спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність». За змістом і оформленням дисертація відповідає чинним вимогам нормативно-правових актів щодо підготовки та присудження ступеня доктора філософії, а її автор Заніздр Артур Сергійович заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність» галузі знань 07 «Управління та адміністрування».

**Офіційний опонент професорка кафедри підприємництва, торгівлі та прикладної економіки Карпатського національного університету імені Василя Стефаника, доктор економічних наук, професор Діана ШЕЛЕНКО**