

*Голові разової спеціалізованої вченої ради
Державного університету
«Житомирська політехніка»
доктору економічних наук, професору Виговській Н.Г.*

ВІДГУК

рецензента

доктора економічних наук, доцента

Грабчук Ірини Леонідівни на дисертацію

Защипаса Сергія Миколайовича

на тему: «Роль віртуальних активів у формуванні пропозиції грошей»,

поданої на здобуття ступеня доктора філософії з галузі знань

07 – управління та адміністрування за спеціальністю

072 – фінанси, банківська справа та страхування

Актуальність теми дисертаційного дослідження

Стрімка цифровізація фінансових відносин, автономізація механізмів емісії віртуальних активів та формування «цифрової периферії» ліквідності поза межами банківських балансів ускладнюють традиційний інструментарій формування та контролю пропозиції грошей, що є однією з базових функцій НБУ.

Україна перебуває серед лідерів прийняття віртуальних активів у світі, про що свідчать дані Глобального індексу впровадження криптовалют (The Global Adoption Index), а отже питання про їхній вплив на пропозицію грошей, валютний сегмент та фінансову стабільність виходить за межі суто наукового інтересу і набуває прикладного значення. Одночасне формування міжнародної регуляторної бази та необхідність її врахування в ході повоєнного відновлення фінансової системи України підтверджує своєчасність обраної теми дисертації та її відповідність пріоритетним напрямам наукових досліджень у сфері грошово-кредитних відносин.

Актуальність та важливість питань, які вирішуються в дисертаційній роботі Защи́паса Сергі́я Микола́йовича, додатково підтверджуються її зв'язком з науковими дослідженнями Державного університету «Житомирська політехніка» Міністерства освіти і науки України за темою НДР «Фінансова система України в умовах війни та повоєнного відновлення, 2024 рік» (номер державної реєстрації 0124U002038), у межах якої досліджено вплив віртуальних активів на формування пропозиції грошей в Україні, обґрунтовано доцільність виокремлення каналу віртуальних фінансових сервісів у системі монетарної трансмісії та удосконалено методичні

рекомендації НБУ щодо адаптації наглядного інструментарію до умов поширення віртуальних активів.

Обґрунтованість наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації

Ступінь обґрунтованості, цілісності та достовірності наукових положень, висновків та рекомендацій, розроблених здобувачем, є достатнім. Наукові положення дисертації спираються на широку джерельну базу (офіційні дані НБУ та Державної служби статистики України, статистичні дані міжнародних організацій, звіти галузевих аналітичних компаній), а також на праці визнаних вітчизняних і зарубіжних вчених з питань монетарної політики, віртуальних активів та цифрових фінансів. Це забезпечує достатній рівень теоретичного підґрунтя для авторських узагальнень.

Мета дослідження, яка полягає в науковому обґрунтуванні і поглибленні концептуальних засад, а також удосконаленні методичного та організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів на основі розвитку каналу віртуальних фінансових сервісів та адаптації наглядного інструментарію НБУ, та завдання дослідження в межах визначеної мети відповідають темі дисертації.

Достовірність проведеного дослідження також підтверджується використанням загальнонаукових та спеціальних методів, зокрема: аналізу, синтезу, узагальнення, порівняння, аналогії, історичного методу (для дослідження передумов та етапів становлення віртуальних активів, оцінки термінологічних підходів у міжнародній практиці, уточнення особливостей їх правового обігу та теоретичних засад); системного підходу (для формування ієрархічної класифікації віртуальних активів, уточнення елементів емісійної системи та каналів монетарного трансмісійного механізму, побудови ієрархічної моделі каналів монетарної трансмісії у ВА-модифікованому середовищі). Обґрунтованість емпіричних результатів підтверджується коректним для завдань дослідження вибором економетричного інструментарію – моделей VAR, BVAR, TVP-VAR, тестів причинності за Грейнджером, узагальнених функцій імпульсного відгуку (GIRF) та декомпозиції Холецкого у прямому й оберненому порядку для перевірки стійкості висновків. Застосування методики корекції волатильності Ленца-Прімічері для врахування структурних шоків пандемії COVID-19 та повномасштабної війни є методично виправданим і підвищує надійність отриманих оцінок для вибірки, що охоплює вкрай нестабільний період.

У дисертації представлено обґрунтовані висновки та практичні рекомендації щодо адаптації монетарного регулювання та наглядного інструментарію НБУ в умовах поширення віртуальних активів.

Апробація результатів дисертаційної роботи є достатньою, про що свідчить перелік наукових праць здобувача та їх представлення на 9 міжнародних і всеукраїнських наукових та науково-практичних конференціях.

Наукова новизна результатів дослідження

Проведене наукове дослідження в дисертації та публікаціях автора дозволяє підтвердити наявність елементів наукової новизни, які представлені конкретно, послідовно і системно.

Наукова новизна дисертаційної роботи полягає в поглибленні теоретичних засад і вдосконаленні методичного та організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів. До найбільш вагомих здобутків дисертанта можна віднести такі наукові положення:

вперше:

– теоретично обґрунтовано існування каналу віртуальних фінансових сервісів як нової ланки монетарного трансмісійного механізму, який, на відміну від існуючих підходів, трактується як поперечний інфраструктурний контур, що змінює провідність класичних каналів монетарної трансмісії, не будучи автономним механізмом передачі монетарних імпульсів, а впливаючи на швидкість перетоків ліквідності та чутливість економічних агентів до процентного сигналу. Запропоновано ієрархічну модель каналів монетарної трансмісії у ВА-модифікованому середовищі, в якій валютний, процентний і грошовий канали формують операційне ядро; фондовий канал і канал очікувань виступають модифікаторами; кредитний канал визначено як другорядний за чинного правового режиму (с. 99-104, 191-193);

удосконалено:

– теоретичні підходи до виділення етапів становлення і розвитку віртуальних активів, що надало можливість окреслити їх життєвий цикл (емісія, набуття, зберігання, використання, завершення обігу) та виокремити еволюційний шлях від простих цифрових грошей та об'єктів внутрішньоігрових економік до складних фінансових інструментів на базі розподілених реєстрів, що мають інвестиційний потенціал і потребують належного регуляторного супроводу (с. 47-52);

– теоретичні засади дослідження віртуальних активів на підставі оцінки регуляторних (термінологічних) підходів у міжнародній практиці (FATF, MiCA в ЄС, законодавство США), що дозволило запропонувати ієрархічну класифікацію – від нематеріальних активів до цифрових, віртуальних і криптоактивів, – яка чітко розмежовує рівні абстракції та сферу застосування кожної категорії, відповідаючи логіці наукової класифікації та потребам законодавчого регулювання. Використання запропонованої теоретичної

моделі сприятиме гармонізації національного законодавства з регламентом МіСА та формуванню 27 концептуального бачення місця віртуальних активів у національній фінансовій системі України (с. 44-46);

– теоретичні підходи до класичних моделей пропозиції грошей в умовах еволюції віртуальних активів, що дозволило довести неможливість охоплення специфіки емісії віртуальних активів ані екзогенною, ані ендегенною моделями та запропонувати концепт «емісії вартості» як аналітичну категорію, що охоплює процес створення та впровадження в обіг нових форм економічної цінності в цифровому середовищі та потребує нової методологічної парадигми в макрофінансовому аналізі (с. 151);

– комплексну методику оцінки впливу віртуальних активів на агрегати грошової маси, що ґрунтується на спільному застосуванні моделей VAR, BVAR, TVP-VAR та тестів причинності за Грейнджером з адаптацією методики корекції волатильності Ленца-Прімічері для врахування структурних шоків пандемії COVID-19 та повномасштабної війни, автоматичним підбором гіперпараметрів баєсівського пріора Міннесоти та мультиідентифікаційним підходом (GIRF, Cholesky у прямому та оберненому порядку) для перевірки стійкості висновків, що дозволило емпірично встановити ієрархію каналів впливу віртуальних активів на монетарне середовище України (с. 122-150);

– концепт регульованого гривневого стейблкоїна, забезпеченого ліквідними ОВДП, як інструмента протидії віртуалізованій доларизації без переходу до моделі CBDC, принципова відмінність якого полягає у збереженні приватної ініціативи за емісії та виконанні НБУ ролі регулятора, що встановлює вимоги до резервного забезпечення, прозорості та процедур AML/CFT (с. 156-162);

– методичний підхід до оцінювання ВА-застави на основі багатофакторної моделі дисконту, що враховує нормалізовану волатильність, індекс ліквідності ринку, коефіцієнт правового ризику, хвостовий ризик та ризик 24/7 розривів ліквідності, та може слугувати методичною основою для розробки рекомендацій НБУ щодо оцінювання ВА-застави. Удосконалено диференційований підхід до визначення ваги ризику ВА-експозицій банків України відповідно до стандарту 28 BCBS SCO60 «Cryptoasset exposures» за принципом «однакова діяльність, однаковий ризик, однакове регулювання» (с. 195-219);

– систему методичних рекомендацій НБУ щодо адаптації наглядового інструментарію до умов поширення віртуальних активів, що включає п'ять взаємопов'язаних напрямів: запровадження обов'язкової ідентифікації та моніторингу клієнтських потоків, пов'язаних з ВА; формалізацію ВА-ризиків у системі управління ризиками банків; запровадження моделі внутрішнього управління ВА-ризиками на рівні банку; адаптацію інструментів

мікропруденційного нагляду (SREP, Pillar 3); поетапну інтеграцію фактору ВА у макропруденційну політику НБУ за триетапною моделлю (інформаційний – аналітичний – інструментальний етапи) (с. 232-240);

дістало подальшого розвитку:

– науково-методичний підхід до оцінювання опосередкованого впливу віртуальних активів на банківську систему через валютний канал навіть за відсутності прямої участі банків у відповідних операціях, що реалізується через обслуговування постачальників послуг, пов'язаних із ВА, зміну поведінки вкладників, зростання волатильності депозитних залишків та погіршення якості кредитних портфелів. Доведено, що ВА не формують принципово нових типів ризиків для банківської системи, однак суттєво змінюють інтенсивність і взаємозв'язки традиційних банківських ризиків, найбільш чутливим каналом передачі шоків серед яких визначено ризик ліквідності (с. 196-203);

– показник концентрації чутливих до ВА депозитів (ПКВАД) із чотирирівневою шкалою інтерпретації (до 5% – стандартний моніторинг; 5–15% – підвищений коефіцієнт відтоку у LCR; 15–30% – обов'язковий стрес-тест та формування додаткового буфера HQLA; понад 30% – звіт до НБУ та перегляд моделі управління активами та пасивами), порогові значення якого калібровано на основі даних про відтоки з централізованих криптобірж під час стресових епізодів 2022–2023 років та методологічних підходів BCBS (с. 234-235);

– сценарний підхід до оцінки потенційного впливу відтоку депозитів у віртуальні активи на грошовий агрегат М2 України, відповідно до якого за 29 консервативним сценарієм (5% відтоку депозитів фізосіб) потенційне скорочення М2 оцінюється на рівні 243,43 млрд грн (6,65% М2), за помірним (10%) – 486,95 млрд грн (13,30%), за стресовим (20%) – 973,9 млрд грн (26,6%), що відображає верхню теоретичну межу впливу за лінійного наближення та формує методичну основу для прогнозування монетарних наслідків кризових явищ на ринку віртуальних активів (с. 239-240);

– теоретичне обґрунтування меж монетарної політики у цифровому середовищі та аргументація превентивного підходу до регулювання ВА-ризиків, що передбачає формування регуляторної інфраструктури до моменту критичного зростання ринку ВА як оптимальної стратегії для України, оскільки чинна нормативна архітектура НБУ містить достатній інституційний потенціал для охоплення ВА-ризиків без створення паралельної системи регулювання та потребує не докорінного перегляду, а цілеспрямованої адаптації до специфіки віртуальних активів (с. 96-104, 221-232).

Проведений аналіз положень наукової новизни дозволяє зробити висновок про достатньо високий науково-теоретичний і методичний рівень

виконання дисертаційної роботи, а також про її практичну значущість і наукову цінність.

Значення результатів виконаного дослідження для науки і практики

Для науки основне значення дисертації полягає в теоретичному обґрунтуванні каналу віртуальних фінансових сервісів як нової складової монетарного трансмісійного механізму та в розробці ієрархічної моделі каналів монетарної трансмісії у ВА-модифікованому середовищі. Практичне значення результатів дослідження є істотним для діяльності Національного банку України та банківських установ. Система методичних рекомендацій щодо адаптації наглядного інструментарію є придатними до безпосереднього використання в наглядовій та регуляторній практиці.

Підтверджене впровадження результатів в освітній процес Державного університету «Житомирська політехніка» (при викладанні дисциплін «Гроші, кредит та банківництво», «Операції банків та небанківських кредитних установ») (довідка №44-01.00/858 від 20.05.2026 р.) та в науково-методичну роботу Федерації аудиторів, бухгалтерів і фінансистів АПК України (довідка №08/05 від 27.05.2026 р.).

Повнота висвітлення основних результатів дисертації в опублікованих наукових працях, зарахованих за темою дисертації

Основні положення дисертації оприлюднено у 21 науковій праці загальним обсягом 18,64 авт. арк. (з яких особисто здобувачу належить 15,63 авт. арк.), зокрема 9 статей у наукових фахових виданнях України, 1 стаття у закордонному виданні, проіндексованому в базі даних Scopus, та 11 публікацій апробаційного характеру. Окремо оприлюднено набір емпіричних даних VAR-аналізу трансмісії шоків віртуальних активів у монетарну систему України на платформі Zenodo, що відповідає сучасним вимогам до відкритості й відтворюваності наукових досліджень. Результати дослідження апробовано на 9 міжнародних і всеукраїнських наукових та науково-практичних конференціях. Опубліковані праці повною мірою відображають основні результати дисертації. Внесок дисертанта у роботи, опубліковані у співавторстві, належним чином конкретизовано у переліку опублікованих за темою дисертації праць, а на захист дисертації виносяться виключно особисті розробки С.М. Защипаса.

Оцінка змісту та дотримання академічної доброчесності

Зміст дисертації С.М. Защипаса є логічно структурованим і послідовним: три розділи розкривають теоретичні засади функціонування механізмів віртуальних активів та емісійного механізму, методологію оцінки їхнього впливу на пропозицію грошей і прикладні рекомендації щодо розвитку

функцій НБУ. Дисертація містить посилання на джерела інформації у випадку використання розробок, ідей, відомостей, тверджень; відповідає нормам законодавства про авторське право і суміжні права; відображає прагнення автора надати достовірну інформацію про результати власних наукових доробок, використані методики досліджень та інформаційні джерела. Автором окремо розкрито обсяг і характер використання технологій штучного інтелекту – виключно для пошукових цілей та для перекладу нормативно-правових актів з іноземних мов. Такий рівень прозорості розкриття відповідає сучасним вимогам до академічної доброчесності.

Зауваження та дискусійні положення дисертації

Не знижуючи загальної позитивної оцінки роботи, вважаємо за необхідне висловити такі зауваження та дискусійні положення:

1. Визначення в роботі кредитного каналу як другорядного обґрунтовано тим, що за чинного правового режиму віртуальні активи не формують автономного механізму грошової мультиплікації, а впливають на кредитування опосередковано – через зміну фінансових умов, очікувань і структури заощаджень (с. 192). Водночас в дисертації автором не здійснено прогнозної оцінки того, як розвиток кредитування під заставу криптоактивів у децентралізованих фінансових протоколах (DeFi-кредитування) може вплинути на статус цього каналу в середньостроковій перспективі.

2. У п. 3.3 автор констатує відсутність систематизованої офіційної статистики транзакцій у ВА в Україні як важливу проблему, на вирішення якої спрямована Рекомендація 1 запропонованих Методичних рекомендацій НБУ щодо адаптації наглядного інструментарію до умов поширення віртуальних активів (с. 232-233). Водночас частина індикаторів раннього попередження вже передбачає використання таких даних для аналізу і автор наводить пропозицію щодо розширення їх складу (п. 3.3), зокрема «темпи зростання обсягів конвертації фіат-ВА через банківську систему; динаміка ПКВАД у розрізі банків; кореляція волатильності ринку ВА з показниками стабільності депозитної бази; частка клієнтів банківської системи з ідентифікованою ВА-активністю» (с. 238-239). Це створює часове неузгодження, адже практична цінність запропонованого аналітичного інструментарію залежить від інформаційної бази, якої ще не сформовано.

Однак представлені зауваження мають дискусійний характер і не знижують загальної позитивної оцінки дисертаційної роботи.

Загальна оцінка дисертаційної роботи

Дисертація Защиаса Сергія Миколайовича на тему «Роль віртуальних активів у формуванні пропозиції грошей», є завершеною, самостійно виконаною працею, в якій отримано нові науково обґрунтовані результати,

що в сукупності вирішують важливе наукове завдання теоретико-методологічного обґрунтування та поглиблення концептуальних засад, удосконалення методичного й організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів на основі розвитку каналу віртуальних фінансових сервісів та адаптації наглядового інструментарію НБУ.

Зміст дисертації, повнота публікацій та апробації результатів, а також дотримання вимог академічної доброчесності відповідають встановленим вимогам до дисертацій на здобуття наукового ступеня доктора філософії. Обрану тему дисертації розкрито, поставлену мету досягнуто, а завдання дослідження виконано. Дисертацію виконано на достатньо високому науково-теоретичному, методичному та практичному рівнях.

На підставі викладеного можна зробити висновок, що дисертація Защипаса Сергія Миколайовича «Роль віртуальних активів у формуванні пропозиції грошей» відповідає тематиці у галузі знань 07 «Управління та адміністрування» зі спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування», вимогам наказу МОН України № 40 від 12.01.2017 р. «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації» та вимогам постанови КМУ № 44 від 12.01.2022 р. «Про затвердження Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії», а її автор – Защипас Сергій Миколайович – заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

Рецензент:

доктор економічних наук,
доцент, завідувач кафедри
міжнародних відносин, економіки
та політології Державного університету
«Житомирська політехніка»



Ірина ГРАБЧУК

Підпис рецензента засвідчую

Кандидат економічних наук, доцент,
проректор з науково-педагогічної роботи
та молодіжної політики Державного університету
«Житомирська політехніка»



Олена ДЕНИСЮК