

РЕЦЕНЗІЯ

кандидата економічних наук, доцента

ДЯЧЕК СВІТЛАНИ МИХАЙЛІВНИ

на дисертаційну роботу **ЗАЩИПАСА СЕРГІЯ МИКОЛАЙОВИЧА**

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

подану на здобуття наукового ступеня доктора філософії

в галузі знань 07 – Управління та адміністрування

за спеціальністю 072 – Фінанси, банківська справа та страхування

Актуальність теми дисертації, її зв'язок з науковими планами, програмами, темами. Вимоги сучасної монетарної науки спонукають до перегляду фундаментальних засад функціонування грошово-кредитної системи через виникнення альтернативних форм цифрових цінностей. Стрімка віртуалізація фінансового сектору та стійка тенденція до інтеграції віртуальних активів у розрахункові й інвестиційні практики створюють фундаментальні виклики для центральних банків щодо контролю за грошовими агрегатами, прогнозування інфляції та забезпечення макрофінансової стабільності.

У цьому контексті дисертаційне дослідження С.М. ЗАЩИПАСА, спрямоване на розкриття трансмісійного потенціалу віртуальних активів у процесі формування пропозиції грошей та розробку практичного інструментарію наглядку для Національного банку України, є своєчасним та актуальним.

Тема дисертації С.М. ЗАЩИПАСА узгоджується з планом науково-дослідних робіт Державного університету «Житомирська політехніка» Міністерства освіти і науки України за темою НДР «Фінансова система України в умовах війни та повоєнного відновлення» (номер державної реєстрації 0124U002038), у межах якої досліджено вплив віртуальних активів на формування пропозиції грошей в Україні та обґрунтовано доцільність виокремлення каналу віртуальних фінансових сервісів у системі монетарної трансмісії, а також удосконалено методичні рекомендації Національному банку України щодо адаптації наглядного інструментарію до умов поширення.

Ступінь обґрунтованості та достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій дисертаційної роботи. Вивчення змісту дисертації та публікацій С.М. ЗАЩИПАСА дозволяє зробити висновок про те, що наукові висновки, положення та рекомендації, викладені у дисертації, характеризуються високим рівнем обґрунтованості та достовірності. Цей висновок також підтверджується глибоким та критичним аналізом великого обсягу використаних першоджерел і теоретичних й емпіричних даних за темою дисертаційної роботи, обговоренням отриманих результатів на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях.

Аргументованість та достовірність одержаних наукових результатів, висновків та рекомендацій підтверджується використанням відповідного методологічного інструментарію досліджень, зокрема використано загальнонаукові та спеціальні методи: аналізу, синтезу, узагальнення, порівняння, аналогії, історичний (для дослідження передумов, етапів становлення віртуальних активів, оцінки термінологічних підходів у міжнародній практиці, ідентифікації особливостей їх правового обігу, уточнення 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); економіко-статистичні (для оцінки динаміки показників ринку віртуальних активів на міжнародному та національному рівнях); векторної авторегресії (VAR) та її байєсівської модифікації (BVAR), векторної авторегресії з часозмінними параметрами (TVP-VAR), тестів причинності за Грейнджером, узагальнених функцій імпульсних відгуків (GIRF) та декомпозиції Холецкого у прямому й оберненому порядку (для емпіричної оцінки впливу віртуальних активів на агрегати грошової маси та валютний сегмент монетарного середовища України); методики корекції волатильності Ленца-Прімічері (для врахування структурних шоків пандемії COVID-19 та повномасштабної війни); сценарного аналізу (для оцінки потенційного впливу відтоку депозитів у віртуальні активи на грошовий агрегат M2); багатофакторного моделювання (для розробки моделі дисконту до вартості ВА-застави та показника концентрації чутливих до ВА депозитів).

Основні теоретичні висновки та практичні рекомендації, сформульовані в дисертації, характеризуються новизною та можуть бути використані для подальших наукових досліджень із зазначеної проблематики.

Структура та зміст основних положень дисертації. Дисертаційна робота С.М. ЗАЩИПАСА складається з трьох взаємоузгоджених частин. Усі розділи дослідження поєднані єдиним авторським задумом у межах

сформульованої гіпотези. Здобувач логічно та послідовно розкриває сформульовані завдання. У підсумку він досягає мети дослідження, пов'язаної з науковим обґрунтуванням і поглибленням концептуальних засад, а також удосконаленням методичного та організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів на основі розвитку каналу віртуальних фінансових сервісів та адаптації наглядового інструментарію Національного банку України.

Наукова новизна результатів дослідження. Ознайомлення із змістом дисертації дозволяє виділити такі основні елементи наукової новизни:

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;

- 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 MiCA та формуванню концептуального бачення місця віртуальних активів у національній фінансовій системі України;

- 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;

- 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;

- 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;

- методичний підхід до оцінювання ВА-застави на основі багатфакторної 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 BCBS SCO60 «Cryptoasset exposures» за принципом «однакова діяльність, однаковий ризик, однакове регулювання»;

- систему методичних рекомендацій Національному банку України 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);

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;

- 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.

Значення результатів для науки і практики. Виконане С.М. ЗАЩИПАСОМ дослідження має як наукове, так і прикладне значення, оскільки застосування запропонованих авторських розробок сприяє удосконаленню методичного та організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів на основі розвитку каналу віртуальних фінансових сервісів.

Практична спрямованість дисертації підкріплена довідками про впровадження результатів в:

- освітньому процесі Державного університету «Житомирська політехніка» при викладанні таких дисциплін: «Гроші, кредит та банківництво», «Операції банків та небанківських кредитних установ» при підготовці здобувачів вищої освіти за першим (бакалаврським) рівнем за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» (освітньо-професійна програма «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок»)) (довідка №44-01.00/858 від 20.05.2026 р.).

- науково-методичну роботу Федерації аудиторів, бухгалтерів і фінансистів АПК України (ФАБФ). Зокрема канал віртуальних фінансових сервісів та ієрархічна класифікація (від нематеріальних активів до цифрових, віртуальних і криптоактивів) (довідка №08/05 від 27.05.2026 р.)

Повнота відображення наукових положень дисертації в опублікованих автором працях. Результати дослідження опубліковано у 21 науковій праці загальним обсягом 18,64 авт. арк., особисто автору належить 15,63 авт. арк., з яких 9 – статті у наукових фахових виданнях України, 1 – у закордонному науковому виданні, проіндексованому у базі даних Scopus та 11 публікацій апробаційного характеру в інших наукових виданнях. Публікації С.М. Защиписа належним чином розкривають основні результати дослідження, викладені у дисертації.

Дискусійні положення та зауваження по дисертації. Позитивно оцінюючи сукупність наукових розробок і пропозицій здобувача, потрібно зауважити про наявність окремих дискусійних положень у змісті дисертації:

1) Здобувач стверджує про «виокремлення каналу віртуальних фінансових сервісів як нової ланки монетарного трансмісійного механізму» (с. 3, 23, 26). Тим часом у науковій новизні автор вказує, що цей канал «не є автономним механізмом передачі монетарних імпульсів», а виступає «поперечним інфраструктурним контуром» (с. 26). Додатково, на с. 5 здобувач зазначає, що «віртуальні активи не формують окремого автономного каналу монетарної трансмісії, а посилюють і модифікують класичний валютний канал». Подібне подвійне трактування створює методологічну невизначеність: виокремлення нового каналу трансмісії не узгоджується з одночасним запереченням його автономності та зведенням його до модифікації вже існуючого валютного каналу.

2) Одним із елементів наукової новизни, який набув подальшого розвитку, є сценарний підхід до оцінки потенційного впливу відтоку депозитів у віртуальні активи на грошовий агрегат М2 України. Результати сценарної оцінки відтоку депозитів фізичних осіб у ВА показали, що скорочення М2 за консервативним сценарієм (5% відтоку) становить 243,43 млрд грн (6,65%), за помірним (10%) - 486,95 млрд грн (13,30%), а за стресовим (20%) - 973,9 млрд грн (26,6%). Представлений розрахунок базується на припущенні лінійного наближення (с. 29). Однак, у реальних умовах функціонування банківської системи перетік коштів депозиторів на криптобіржі не призводить до прямого абсолютного вилучення всієї суми з грошової маси М2, оскільки гривневий еквівалент через Р2Р-операції або рахунки постачальників послуг (ППВА) часто залишається на розрахункових рахунках у банківській системі (змінюється лише власник депозиту та тип рахунку: з депозиту фізичної особи на оперативний рахунок юридичної особи/біржі або іншої фізичної особи-продавця). Отже, оцінювати потенційний відтік депозитів як пряме та еквівалентне скорочення агрегату М2 без урахування вторинного перерозподілу ліквідності всередині банківської системи є дещо спрощеним підходом.

3) Серед наукових результатів дисертації заслуговують на увагу багатофакторна модель дисконту до ВА-застави та показник концентрації чутливих до ВА депозитів (ПКВАД) (с. 27-28), які калібровано за даними відтоків коштів з криптобірж у 2022-2023 рр. Разом з тим виникає дискусійне питання: наскільки виправданим є перенесення параметрів високоволатильного крипторинку на регулювання банківських депозитів в Україні, враховуючи принципові відмінності в моделях поведінки клієнтів та ступені регуляторного захисту банківських установ?

Разом з тим вказані зауваження та дискусійні моменти не зменшують вагомості дослідження та не мають значного впливу на позитивну оцінку

роботи в цілому, а містять рекомендаційний характер та є підставою для наукової дискусії.

Відповідність роботи встановленим вимогам до дисертацій, що подаються на здобуття наукового ступеня доктора філософії. Дисертація С.М. ЗАЩИПАСА є завершеною науково-дослідною роботою, що виконана державною мовою та за формальними ознаками відповідає вимогам Наказу Міністерства освіти і науки України від 12 січня 2017 р. № 40 «Про затвердження вимог до оформлення дисертації». Порухення академічної доброчесності у дисертації не виявлено, є посилання на відповідні джерела інформації та дотримано усіх норм законодавства про авторське та суміжні з ним права.

Загальний висновок. Дисертаційна робота Сергія Миколайовича ЗАЩИПАСА «Роль віртуальних активів у формуванні пропозиції грошей», представлена на здобуття наукового ступеня доктора філософії, є цілісною, завершеною, самостійно виконаною науковою працею, яка містить повною мірою обґрунтовані науково-практичні результати, що сприяють удосконаленню методичного та організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів на основі розвитку каналу віртуальних фінансових сервісів. За змістом відповідає «Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44, а її автор заслуговує на присудження наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

Рецензент:

Кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансів
Державного університету
«Житомирська політехніка»



Світлана ДЯЧЕК

Підпис ДЯЧЕК С.М. засвідчую
Проректор з науково-педагогічної
роботи та цифрової трансформації
Державного університету
«Житомирська політехніка»



Андрій МОРОЗОВ