

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

ВІДГУК
офіційного опонента
доктора економічних наук, професора,
завідувача кафедри фінансових технологій та бізнесу
Національного університету «Київський авіаційний інститут»
Коваленко Юлії Михайлівни
на дисертацію Зашипаса 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 економіки, поширення технологій розподіленого реєстру, формування глобального ринку криптоактивів і стейблкоїнів істотно змінюють середовище реалізації монетарної політики. Віртуальні активи створюють позабанківські форми збереження та переміщення вартості, прискорюють транскордонні потоки ліквідності, впливають на валютну поведінку економічних агентів і трансформують інтенсивність традиційних ризиків банківської системи. За таких умов класичні підходи до аналізу пропозиції грошей, функціонування монетарного трансмісійного механізму та забезпечення фінансової стабільності потребують поглиблення з урахуванням особливостей цифрового фінансового середовища.

Особливої актуальності зазначена проблематика набуває для України, яка характеризується високим рівнем використання віртуальних активів, значними транскордонними потоками у відповідному сегменті та водночас перебуває в умовах воєнних і макрофінансових шоків. Поширення віртуальних активів ускладнює оцінювання попиту на гроші, ліквідності банківської системи, валютних перетоків і поведінки вкладників, що обумовлює потребу в адаптації аналітичного та наглядного інструментарію Національного банку України.

У зв'язку з цим дисертаційне дослідження Зашипаса Сергія Миколайовича, спрямоване на наукове обґрунтування і поглиблення концептуальних засад, а також удосконалення методичного та організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів, є актуальним, своєчасним та має вагоме значення для розвитку теорії

грошей, монетарної політики й практики забезпечення фінансової стабільності.

Актуальність і важливість питань, які вирішуються у дисертаційній роботі Заціпа Сергія Миколайовича, 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» (номер державної реєстрації 0124U002038), у межах якої досліджено вплив віртуальних активів на формування пропозиції грошей в Україні, обґрунтовано доцільність виокремлення каналу віртуальних фінансових сервісів та удосконалено методичні рекомендації Національному банку України.

Обґрунтованість наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації

Ступінь обґрунтованості, цілісності та достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій, розроблених здобувачем, є достатнім. Автором опрацьовано значний масив праць вітчизняних і зарубіжних учених з проблем монетарної політики, грошової емісії, монетарної трансмісії, віртуальних активів, цифрових фінансів, банківських ризиків та фінансової стабільності. Інформаційну базу дослідження становлять офіційні дані Національного банку України, Державної служби статистики України, міжнародних організацій FATF, BIS, BCBS та IMF, звіти спеціалізованих аналітичних компаній, нормативно-правові акти України, регламент MiCA, законодавство США та стандарт BCBS SCO60.

Мета дослідження полягає у науковому обґрунтуванні й 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 Національного банку України. Сформульовані завдання логічно підпорядковані поставленій меті, відповідають темі дисертації та послідовно реалізовані у трьох розділах роботи.

Достовірність одержаних результатів підтверджується використанням комплексу загальнонаукових і спеціальних методів: аналізу, синтезу, узагальнення, порівняння, аналогії та історичного методу; системного підходу; економіко-статистичних методів; векторної авторегресії VAR, BVAR і TVP-VAR; тестів причинності за Грейнджером; узагальнених функцій імпульсних відгуків та декомпозиції Холецького у прямому й оберненому порядку; методики корекції волатильності Ленца-Прімічері; сценарного аналізу та багатофакторного моделювання. Поєднання зазначених методів відповідає складності предмета дослідження та забезпечує перевірку стійкості емпіричних висновків.

Логіка дисертаційної роботи є послідовною. У першому розділі розкрито фундаментальні поняття віртуальних активів, механізм їх функціонування,

трансформацію емісійної системи та монетарного трансмісійного механізму. У другому розділі проаналізовано сучасний стан сфери віртуальних активів, обґрунтовано методологію оцінки їх впливу на грошові агрегати й наведено результати економетричного моделювання. У третьому розділі розроблено пропозиції щодо розвитку функцій Національного банку України, оцінювання ризиків банківської системи та забезпечення фінансової стабільності в умовах поширення віртуальних активів.

У дисертації сформульовано обґрунтовані висновки та практичні рекомендації щодо інтеграції фактора віртуальних активів у систему монетарного аналізу, банківського нагляду та макропруденційної політики. Апробація результатів дослідження є достатньою: основні теоретичні положення й прикладні результати обговорювалися на засіданні кафедри фінансів та цифрової економіки та були представлені на міжнародних і всеукраїнських наукових та науково-практичних конференціях.

Наукова новизна результатів дослідження

Проведене наукове дослідження та публікації автора підтверджують наявність конкретно сформульованих, послідовних і взаємопов'язаних положень наукової новизни. До найбільш вагомих здобутків дисертанта можна віднести такі наукові положення:

вперше:

- теоретично обґрунтовано існування каналу віртуальних фінансових сервісів як нової ланки монетарного трансмісійного механізму. Його визначено не як автономний канал передачі монетарних імпульсів, а як поперечний інфраструктурний контур, що змінює провідність класичних каналів, 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, а кредитний канал має другорядне значення за чинного правового режиму (с. 77-105, 166-192);

удосконалено:

- теоретичні підходи до виділення етапів становлення і розвитку віртуальних активів, що дозволило окреслити їх життєвий цикл, який охоплює емісію, набуття, зберігання, використання та завершення обігу, а також простежити еволюцію від цифрових грошей і внутрішньоігрових об'єктів до фінансових інструментів на базі технологій розподіленого реєстру (с. 33-51);

- теоретичні засади дослідження віртуальних активів на основі узагальнення регуляторних і термінологічних підходів FATF, Європейського Союзу та США, що дало можливість запропонувати ієрархічну класифікацію від нематеріальних активів до цифрових, віртуальних і криптоактивів та чіткіше розмежувати рівні абстракції і сфери застосування відповідних категорій (с. 33-51);

- теоретичні підходи до класичних моделей пропозиції грошей в умовах еволюції віртуальних активів, у результаті чого обґрунтовано неможливість

повного пояснення специфіки їх емісії виключно екзогенною або ендегенною моделлю та запропоновано концепт «емісії вартості» як аналітичну категорію макрофінансового аналізу (с. 52-76, 150-162);

- комплексну методику оцінки впливу віртуальних активів на агрегати грошової маси, що поєднує моделі VAR, BVAR, TVP-VAR, тести причинності за Грейнджером, методику корекції волатильності Ленца-Прімічері, автоматичний підбір гіперпараметрів пріора Міннесоти та мультиідентифікаційний підхід. Застосування методики дозволило встановити ієрархію каналів впливу віртуальних активів на монетарне середовище України й підтвердити домінування валютного каналу (с. 122-162);

- концепт регульованого гривневого стейблкоїна, забезпеченого ліквідними облігаціями внутрішньої державної позики, як інструмента протидії віртуалізованій доларизації без переходу до моделі цифрової валюти центрального банку. Особливістю пропозиції є поєднання приватної ініціативи в емісії з регуляторною роллю НБУ щодо резервного забезпечення, прозорості та процедур AML/CFT (с. 166-192);

- методичний підхід до оцінювання ВА-застави на основі багатофакторної моделі дисконту, що враховує волатильність, ліквідність ринку, правовий і хвостовий ризики та ризик цілодобових розривів ліквідності, а також диференційований підхід до визначення ваги ризику ВА-експозицій банків відповідно до стандарту BCBS SCO60 (с. 193-218);

- систему методичних рекомендацій Національному банку України щодо адаптації наглядного інструментарію, яка охоплює ідентифікацію та моніторинг пов'язаних з ВА клієнтських потоків, формалізацію ВА-ризиків у банківських системах управління ризиками, внутрішню модель управління ВА-ризиками, адаптацію SREP і Pillar 3 та поетапну інтеграцію фактора ВА у макропруденційну політику (с. 219-241);

дістало подальшого розвитку:

- науково-методичний підхід до оцінювання опосередкованого впливу віртуальних активів на банківську систему через валютний канал, поведінку вкладників, волатильність депозитних залишків і якість кредитних портфелів. Обґрунтовано, що віртуальні активи не створюють принципово нових видів банківських ризиків, але змінюють їх інтенсивність і взаємозв'язки, а найбільш чутливим каналом передачі шоків є ризик ліквідності (с. 193-218);

- показник концентрації чутливих до ВА депозитів із чотирирівневою шкалою інтерпретації та відповідними управлінськими діями, а також сценарний підхід до оцінювання потенційного впливу відтоку депозитів у віртуальні активи на грошовий агрегат M2 України, що формує методичну основу для стрес-тестування та прогнозування монетарних наслідків кризових явищ на ринку ВА (с. 193-241);

- теоретичне обґрунтування меж монетарної політики у цифровому середовищі та превентивного підходу до регулювання ВА-ризиків, відповідно до якого чинна нормативна архітектура НБУ має достатній інституційний

потенціал для їх охоплення та потребує цілеспрямованої адаптації, а не створення паралельної системи регулювання (с. 219-241).

Оцінка наведених положень наукової новизни є підставою для висновку, що дисертаційна робота виконана на достатньо високому науково-теоретичному і методичному рівнях, має наукову цінність та практичне значення.

Значення результатів виконаного дослідження для науки і практики

Теоретичне значення дисертаційного дослідження полягає у поглибленні наукових уявлень про формування пропозиції грошей у ВА-модифікованому середовищі, розвиток структури монетарного трансмісійного механізму, взаємозв'язок віртуальних активів із традиційними каналами монетарної трансмісії та межі монетарного регулювання у цифровому середовищі.

Практичне значення одержаних результатів полягає у розробці методичних підходів до оцінювання впливу віртуальних активів на агрегати грошової маси, багатофакторної моделі дисконту до вартості ВА-застави, показника концентрації чутливих до ВА депозитів, сценаріїв відтоку депозитів і системи рекомендацій Національному банку України. Запропоновані розробки можуть бути використані регуляторними органами та банківськими установами для моніторингу фінансової стабільності, оцінки ліквідності, адаптації процедур управління ризиками та проведення стрес-тестування.

Матеріали дисертаційної роботи впроваджено в освітній процес Державного університету «Житомирська політехніка» при складанні навчальних програм та викладанні дисциплін «Гроші, кредит та банківництво» й «Операції банків та небанківських кредитних установ» при підготовці здобувачів першого (бакалаврського) рівня за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» (довідка № 44-01.00/858 від 20.05.2026). Окремі результати, зокрема канал віртуальних фінансових сервісів та ієрархічну класифікацію активів, впроваджено в науково-методичну роботу Федерації аудиторів, бухгалтерів і фінансистів АПК України (довідка № 08/05 від 27.05.2026).

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

Основні положення і наукові результати дисертації опубліковано у 21 науковій праці загальним обсягом 18,64 авт. арк., з яких особисто автору належить 15,63 авт. арк. Серед них 9 праць опубліковано у наукових фахових виданнях України, 1 працю - у закордонному науковому виданні, проіндексованому в базах Scopus і Web of Science, та 11 публікацій відображають апробацію й додаткові результати дослідження. Окремо оприлюднено набір даних емпіричного VAR-аналізу трансмісії шоків віртуальних активів у монетарну систему України на платформі Zenodo.

Опубліковані праці достатньо повно відображають основні теоретичні, методичні та прикладні результати дисертації. Внесок здобувача у праці, підготовлені у співавторстві, конкретизовано у переліку публікацій. На захист виносяться результати, одержані Защипасом С.М. самостійно або в межах чітко визначеного особистого внеску.

Оцінка змісту та дотримання академічної доброчесності

Дисертаційна робота Защипаса Сергія Миколайовича «Роль віртуальних активів у формуванні пропозиції грошей» та публікації здобувача не містять очевидних ознак порушення вимог академічної доброчесності. У роботі наведено посилання на використані джерела, конкретизовано особистий внесок у спільні публікації та зазначено проведення перевірки тексту програмним забезпеченням StrikePlagiarism. Зміст дисертації свідчить про належне представлення використаних методик, інформаційної бази та власних наукових результатів.

Зауваження та дискусійні положення дисертації

1. У п. 1.1 (рис. 1.1, с. 44–51) автор пропонує сувору ієрархію цифрових активів за рівнями абстракції (нематеріальні → цифрові → віртуальні → криптоактиви), побудовану за логікою родовидового поділу. Водночас у тому ж підрозділі він послідовно підтримує функціональний підхід FATF, за яким належність активу до категорії визначається його фактичною функцією, а не технологічною формою (зокрема, окремі NFT можуть як підпадати, так і не підпадати під поняття ВА, а облігація на DLT-платформі залишається облігацією). Ці два принципи не до кінця узгоджені між собою: за функціонального критерію той самий об'єкт може посідати різні рівні запропонованої ієрархії залежно від контексту використання, що послаблює задекларовану строгість підпорядкування категорій. Доцільно було б окремо пояснити як запропонована ієрархія розв'язує «пограничні» випадки (NFT, токенизовані цінні папери, стейблкоїни) без внутрішньої суперечності.

2. Емпірична та описова база другого розділу (п. 2.1, с. 109–121) значною мірою спирається на дані незалежних аналітичних платформ – Chainalysis, Triple-A, Statista, CoinGecko, Cambridge Centre for Alternative Finance. Автор коректно пояснює вимушеність такого вибору фрагментарністю офіційної статистики щодо обігу ВА. Водночас показники цих джерел мають різну, часто закриту методологію і не завжди є взаємопорівнянними: автор сам демонструє це на розбіжності між «часткою власників» (Triple-A) та «індексом впровадження» (Chainalysis). Оскільки такі величини, як обсяг надходжень ВА в Україну (110 млрд дол. США) чи кількість користувачів (понад 3 млн), є оцінками, а не вимірними даними, чи не варто супроводити ключові показники застереженням щодо їхньої природи та можливого діапазону похибки, аби уникнути враження їх точності при подальшому використанні як емпіричної основи?

3. Онтологічний статус каналу віртуальних фінансових сервісів залишається термінологічно нестійким (п. 1.3, 3.1; с. 100–104, 186–190;

табл. 3.1). У науковій новизні він заявлений уперше як «нова ланка монетарного трансмісійного механізму», однак послідовно характеризується як «поперечний інфраструктурний контур», як модифікатор провідності класичних каналів і прямо як «не автономний механізм передачі монетарних імпульсів». У п. 3.1 автор наголошує, що його «доцільно трактувати не як окремий автономний канал трансмісії», але водночас у таблиці 3.1 подає його окремим рядком поряд із класичними каналами й називає «каналом». Таке коливання між поняттями «канал» (який за визначенням передає імпульси) та «контур/модифікатор» створює ризик подвійного прочитання центрального результату – як справді нового каналу або як переопису того, як ВА видозмінюють уже наявні канали. Чіткіше розмежування дефініцій «каналу» та «інфраструктурного контуру» усунуло б цю неоднозначність.

4. Концепт регульованого гривневого стейблкоїна, забезпеченого ліквідними ОВДП, як інструмента протидії віртуалізованій доларизації (п. 3.1, с. 190–191; висновок 4 до розділу 3) є оригінальним, однак дві внутрішні суперечності розкрито недостатньо. По-перше, забезпечення «безпечного цифрового гривневого інструмента» саме державним боргом прив'язує його до суверенного (фіскального) ризику: за умов підвищеного воєнного боргового навантаження втрата довіри до ОВДП може безпосередньо транслюватися у платіжно-заощаджувальну сферу. По-друге, масове поширення такого інструмента здатне конкурувати з банківськими депозитами й пришвидшувати дезінтермедіацію – тобто саме той ефект, який автор в інших частинах роботи ідентифікує як загрозу депозитній базі та грошовому мультиплікатору. Автор слушно зазначає, що ці питання потребують окремого дослідження, проте, з огляду на подання концепту як результату наукової новизни, доцільним було б бодай стисле обговорення компромісів «субституція депозитів – фіскальне домінування».

Загальна оцінка дисертаційної роботи

Дисертаційна робота Зашипаса Сергія Миколайовича «Роль віртуальних активів у формуванні пропозиції грошей» є завершеною, самостійно виконаною кваліфікаційною науковою працею, в якій отримано нові науково обґрунтовані результати, що в сукупності вирішують важливе наукове завдання, яке полягає у науковому обґрунтуванні та поглибленні концептуальних засад, удосконаленні методичного й організаційного забезпечення монетарного регулювання в умовах поширення віртуальних активів, а також розробленні рекомендацій щодо врахування їх впливу на пропозицію грошей, банківську систему та фінансову стабільність держави.

Обрану тему дисертації розкрито повною мірою, поставлену мету досягнуто, а визначені завдання дисертаційного дослідження виконано. Отримані теоретичні, методичні та практичні результати є належним чином обґрунтованими, логічно взаємопов'язаними та підтвердженими проведенням економетричним аналізом. Дисертацію виконано на достатньо високому науково-теоретичному, методичному та практичному рівнях.

На підставі викладеного можна зробити висновок, що дисертаційна робота Зашипаса Сергія Миколайовича «Роль віртуальних активів у формуванні пропозиції грошей» відповідає тематиці галузі знань 07 «Управління та адміністрування» і спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування», вимогам наказу Міністерства освіти і науки України № 40 від 12 січня 2017 року «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації» та вимогам постанови Кабінету Міністрів України № 44 від 12 січня 2022 року «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, Зашипас Сергій Миколайович, заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

Офіційний опонент:

доктор економічних наук,
професор, завідувач кафедри
фінансових технологій та бізнесу
Національного університету
«Київський авіаційний інститут»



Юлія КОВАЛЕНКО

Лідія Коваленко Юлії завіряю
професор з наукової діяльності
та трансферу технологій

С. Іванюк

