

ВІДГУК
офіційного опонента на дисертаційну роботу
Козлової Вікторії Олександрівни
«Інституційна модель депозитарної системи України в умовах розвитку
фондового ринку»,
подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук
зі спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

1. Актуальність обраної теми та її зв'язок з науковими програмами.

Системна криза у військовій, соціальній, економічній сферах є однією з причин виникнення розбалансованості та порушення стабільного функціонування банківської системи України. Вітчизняний фінансовий ринок залишається дуже фрагментарним, має низьку капіталізацію через нестабільні умови ведення бізнесу, незахищеність права власності та низький рівень корпоративного управління.

Актуальною проблемою сьогодення є необхідність зростання ролі фондового ринку України як ключової інтегруючої складової ринку капіталів і подолання обмежень його реформування: низької ліквідності вітчизняних цінних паперів, незначної частки біржового сегменту ринку, недостатнього законодавчого регулювання базових аспектів функціонування ринку (справедливого ціноутворення, ринкової стабільності, прозорості), розпорошеності та фрагментарності біржової та депозитарної інфраструктури. За окреслених вище обставин дисертація Козлової Вікторії Олександрівни є своєчасною, відповідною основним заходам реалізації і завданням Стратегії сталого розвитку «Україна – 2020», а також Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року.

Дисертацію виконано відповідно до плану науково-дослідних робіт Кременчуцького національного університету імені Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України: «Формування системи інноваційно-інвестиційного розвитку регіону в умовах кризових явищ в економіці», у межах якої автором формалізовано інституційну модель депозитарної системи як елементу інфраструктури перерозподілу інвестиційних ресурсів



через фондовий ринок, проаналізовано форми та методи взаємодії депозитарних установ із учасниками фондового ринку України, запропоновано методичні положення з удосконалення пруденційного нагляду та управління фінансовими ризиками депозитарних установ. Це підтверджує актуальність теми дослідження, говорить про її важливість та значимість, орієнтацію на забезпечення ефективної Інституційної моделі депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку.

2. Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій, їх достовірність і новизна.

Науково-прикладну спрямованість даної дисертації зумовила мета дослідження, що полягає в розробці теоретичних положень, методичних основ і практичних рекомендацій щодо вдосконалення інституційної моделі депозитарної системи України відповідно до потреб розвитку фондового ринку. Послідовність розв'язання автором поставлених у дисертації наукових, методичних та прикладних завдань логічно відображена змістом роботи.

Достовірність отриманих наукових результатів забезпечена застосуванням сучасних загальнонаукових і спеціальних методів дослідження. У роботі використано такі методи: функціональний підхід та історичний метод - для визначення особливостей формування функцій депозитарних інституцій у ході становлення фондового ринку та опису їх еволюції; абстрактно-логічний метод і методологія ієрархічного підходу - для формалізації інституційної моделі національної депозитарної системи; системний підхід - для формування концептуальних положень удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України; методи класифікації та узагальнення - для ідентифікації рівня розвитку фондового ринку України; методи економетричного аналізу - для побудови багатофакторної регресійної моделі індексу Української фондової біржі (UX); порівняльний аналіз - для визначення напрямів адаптації зарубіжного

досвіду функціонування депозитарних систем до потреб розвитку фондового ринку України; нормативний метод - для визначення ключових пруденційних індикаторів аналітичної оцінки діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку.

Інформаційною базою дослідження є наукові праці з питань розвитку фондового ринку та його інфраструктури, нормативно-правові акти, що регулюють обіг цінних паперів та депозитарну діяльність, статистичні дані та аналітичні матеріали Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національного депозитарію України та депозитаріїв інших країн, Банку міжнародних розрахунків і Міжнародної організації комісій з цінних паперів, Європейського Центрального Банку.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в розробці теоретичних і методичних засад та практичних рекомендацій щодо удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України відповідно до потреб розвитку фондового ринку.

Науковим доробком автора є удосконалення функціонального підходу до управління діяльністю депозитарних установ на основі ідентифікації кваліфікуючих (обов'язкових) та додаткових (сервісних) функцій. Перевагою пропонованого підходу є акцент на розвиток функцій другої групи, що підвищує значення депозитарних установ в інфраструктурі фондового ринку (стор. 14-39). Розгляд функціональних аспектів доповнено процесним підходом до формалізації діяльності депозитарних установ на основі виділення бізнес-процесів і пропозицій щодо їх інституціоналізації на основі певних стандартів, депозитарного договору, клієнтського регламенту, правил торгівлі на фондовому ринку, пруденційних правил, правил захисту та обміну інформацією (стор. 40-53).

У дисертації удосконалено концептуальні положення формування інституційної моделі депозитарної системи України, в основу яких покладено сучасні економічні теорії - теорії фінансових ринків, інституційні теорії (теорія прав власності, трансакційних витрат, опортуністичної поведінки) і

принципи (історичності, логічності, системності, суб'єктивності, комплексності, конгруентності розвитку депозитарної системи і фондового ринку) (стор. 54-68, 71-72, 74-75).

Дисертантом формалізовано інституційну модель депозитарної системи України ієрархічного типу в умовах розвитку фондового ринку, в основі якої лежить послідовна еволюція і розширення переліку функцій та змісту операцій депозитарних установ, поглиблення їх спеціалізації, забезпечення інституційної та управлінської незалежності депозитаріїв від емітентів, інвесторів, банківських установ, розширення інформаційно-комунікативних зв'язків депозитарних установ із суб'єктами фондового ринку та його інфраструктурними учасниками. На відміну від відомих моделей, пропонована ґрунтується на трактуванні терміну «цінні папери» як історизму, який на постдокументарному етапі їх еволюції доцільно замінити титулами власності на активи і титулами грошових зобов'язань в електронній формі (стор. 29, 73, 79-90; 110-120).

Переконливим є методичний підхід до вимірювання конгруентності розвитку депозитарної системи і фондового ринку на основі побудови кореляційно-регресійної моделі індексу Української фондової біржі від кількості емітентів, об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків, офіційного курсу долара США, а також формалізації трендів цих показників. Модель дозволила виявити сигнали деформації інститутів депозитарної системи та фондового ринку (стор. 91-109).

У дисертації адаптовано зарубіжний досвід функціонування депозитарних систем до потреб розвитку фондового ринку України. Перевагою пропонованого підходу, порівняно з існуючими, є врахування концептуальних засад європейської моделі депозитарних систем і банківсько-орієнтованих фінансових систем в умовах курсу України на євроінтеграцію, що дозволить поступово підвищити рівень вітчизняного фондового ринку від автономного до емерджентного (стор. 69-70, 123-142).

Заслуговує на увагу аналітична система оцінки діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку на основі визначення ключових індикаторів, яка забезпечує синтез процедур внутрішнього аудиту та пруденційного нагляду та сприяє зниженню ризиків депозитарних установ та клірингових організацій (стор. 143-168).

Важливе значення для науки і практики має науково-методичний підхід до удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем, орієнтований на зниження операційного, технічного, інсайдерського ризиків депозитарної діяльності, підвищення якості системи розкриття інформації емітентами, забезпечення можливості своєчасного одержання її інвесторами; покращення рівня корпоративного управління (стор. 169-177).

3. Теоретична цінність і практична значущість наукових результатів.

Теоретична цінність результатів дисертації полягає в обґрунтуванні теоретичних положень і висновків, які збагачують економічну науку з питань удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України відповідно до потреб розвитку фондового ринку і визначають інструменти адаптації міжнародних стандартів до вітчизняної практики в умовах проголошеного курсу нашої країни на євроінтеграцію.

Практична значущість одержаних результатів полягає в тому, що теоретичні положення, викладені у дисертації, доведені до рівня практичних рекомендацій щодо удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України відповідно до потреб розвитку фондового ринку і впроваджені у практику діяльності ТОВ «Кремійнь-Брок», ТОВ «КрАЗ – Капітал», ТОВ «Менеджмент Треже Трейдинг Лімітид», Інституту економіко-правових досліджень НАН України, Департаменту регулювання депозитарної та клірингової діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Кременчуцького національного університету імені Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України.

4. Повнота викладення наукових результатів дисертації в опублікованих працях.

У відкритому друці за темою дисертації опубліковано 13 наукових праць, із них 8 статей у наукових фахових виданнях (у тому числі дві статті – у виданнях, включених до міжнародних наукометричних баз). Основні теоретичні та практичні результати доповідались і були схвалені на 5 науково-практичних конференціях різних рівнів: 4 – Міжнародних, 1 – Всеукраїнській із географією, представленою містами України (Київ, Донецьк, Кременчук) та Казахстану (Астана) протягом 2011-2015 рр.

В опублікованих працях здобувача повно відображено сутність отриманих результатів виконаного дослідження та їх наукову новизну. З огляду на це - апробацію результатів дисертаційної роботи слід вважати достатньою.

5. Відповідність дисертації встановленим вимогам.

За своєю структурою, обсягом та оформленням дисертація відповідає вимогам, передбаченим Порядком присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 24.07.2013 р. № 567. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів і висновків, списку використаних джерел і додатків. Робота викладена на 233 сторінках, у тому числі містить 25 таблиць та 25 рисунків. Список використаних літературних джерел становить 209 найменувань.

Дисертацію написано в науковому стилі, її зміст викладено в чіткій логічній послідовності. Автореферат забезпечує ідентичність основних положень, висновків та пропозицій автора у дисертаційній роботі.

6. Дискусійні положення та зауваження щодо змісту дисертації.

Оцінюючи в цілому достатній рівень обґрунтування теоретичних положень, розробки методичних підходів та практичних рекомендацій з

удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України відповідно до потреб розвитку фондового ринку, необхідно відмітити, що деякі положення є дискусійними, або потребують доопрацювання.

1. Характеризуючи спеціальні функції інфраструктури фондового ринку (табл. 1.1 на стор. 17-18), автор до розрахункової, поміж іншого, відносить облік зареєстрованих угод. Таким чином, відбувається ототожнення розрахункової та облікової функції.

2. Дискусійним є віднесення хабарництва, яке є протиправною дією (злочином) до перерозподільної форми руху грошей в адміністративному порядку (стор. 26).

3. На рис. 1.7 (стор. 52) наведено інституційну модель національної депозитарної системи. Відповідно до діючого законодавства учасниками депозитарної системи України є Національний банк України, професійні учасники депозитарної системи України, депозитарії-кореспонденти, фондові біржі, клірингові установи, Розрахунковий центр, емітенти, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, депоненти. Тому назву рисунку, де наведено зв'язок між депозитаріями різних рівнів, доцільно було викласти в редакції «Інституційна модель професійних учасників депозитарної системи України».

4. У параграфі 2.1 «Етапи еволюції інституційної моделі депозитарної системи та фондового ринку України» на стор. 79-82 і на стор. 83-84 автор характеризує відповідно шість етапів розвитку фондового ринку і три етапи розвитку депозитарної системи. Потребує уточнення, чим викликані такі відмінності. Цінність висновків дисертації зростає би у разі наведення суміщених етапів розвитку фондового ринку і депозитарної системи.

5. У висновках до другого розділу на стор. 122 автор робить умовивід, що потенційні ризики несе в собі структура власників Національного депозитарію України, оскільки майже 96% його капіталу контролюють державні установи та афілійовані з ними структури. Утім не аналізуються переваги такої структури, пов'язані з фінансовою безпекою країни.

6. У табл. 3.2 на стор. 139 автор посилається на Директиву Ради ЄС щодо інвестиційних послуг у сфері цінних паперів (93/22/ЄЕС) від 10 травня 1993 року. Але Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року «Про ринки фінансових інструментів» вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС.

7. На рис. 3.1 (стор. 154) наведено систему аналітичних показників діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку. Для збільшення її інформативності доцільно було би навести рекомендовані значення вказаних пруденційних нормативів. Також зі змісту параграфу 3.2 не зрозуміло, як розрачується коефіцієнт фінансового левериджу для торговців цінними паперами.

Висловлені зауваження і зазначені недоліки несуттєво знижують позитивну оцінку теоретичного рівня та практичного значення результатів дисертаційної роботи Козлової Вікторії Олександрівни.

7. Загальний висновок.

Дисертаційну роботу Козлової Вікторії Олександрівни «Інституційна модель депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку» можна визнати завершеним науковим дослідженням, результати якого дозволяють вирішити актуальну наукову проблему адаптації міжнародних стандартів депозитарної діяльності до вітчизняної практики, удосконалити методи її пруденційного регулювання і управління ризиками депозитарних установ, забезпечити конгруентність депозитарної та біржової систем.

Дисертація Козлової В.О. за змістом й якістю теоретичних та методичних розробок відповідає рівню дисертацій на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук. Вибрану тему дисертаційної роботи необхідним чином розкрито; поставлену мету досягнуто; задачі дисертаційної роботи в цілому реалізовано. Тема дисертації відповідає спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Автореферат дисертації необхідним чином розкриває основні її положення та висновки, є ідентичним дисертації за структурою та змістом.

За змістом і оформленням дисертаційна робота «Інституційна модель депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку» відповідає пп. 9, 11, 12, 13 «Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 24.07.2013 р. № 567. Автор дисертації – Козлова Вікторія Олександрівна заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук зі спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент –

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри фінансів і маркетингу
ДВНЗ «Придніпровська державна
академія будівництва та архітектури»
Міністерства освіти і науки України
(м. Дніпро)



T. D. Kosova – Т. Д. Косова

Вчений секретар ДВНЗ «ПДАБА»

V. D. Sheglova В.Д. Щеглова