

**Спеціалізованій вченій раді Д 12.105.03
Донбаської державної машинобудівної академії
Міністерства освіти і науки України (м. Краматорськ)**

ВІДГУК

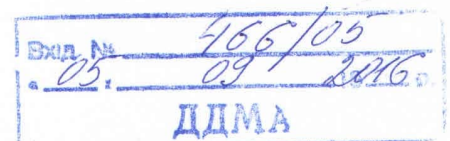
*офіційного опонента на дисертаційну роботу
Козлової Вікторії Олександрівни
«Інституційна модель депозитарної системи України в умовах розвитку
фондового ринку»,
подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит*

Актуальність теми дослідження

Ефективність фондового ринку в значній мірі обумовлюється рівнем розвитку його інфраструктури і якістю організації взаємодії операторів даного ринку та інституційних інвесторів з її елементами. Розвиток фондового ринку, насамперед, здійснюється на базі і у міру розвитку його інфраструктури.

Інфраструктура фондового ринку покликана забезпечувати можливість реалізації економічних інтересів суб'єктів економіки, сприяти координації усіх їхніх економічних дій, допомагати їм інтегруватись у світовий економічний та фінансовий простір.

Важливим сегментом інфраструктури ринку цінних паперів є депозитарна система, яка, в свою чергу слугує складовою системи гарантування прав власників фондових активів. Прямі і опосередковані учасники депозитарної системи України перебувають у процесі постійного розвитку, при цьому відповідне нормативно-правове забезпечення залишається недостатньо регламентованим та вимагає удосконалення. Потребує відповідного регулювання практичне середовище надання та споживання депозитарних послуг.



Формування ефективної депозитарної системи є необхідною умовою забезпечення всього комплексу законних прав та інтересів інвесторів, а також є засобом стимулювання нагромаджень і трансформації заощаджень в інвестиції. Більшість угод на вітчизняному фондовому ринку укладається поза межами організованої торгівлі; значну частину від обсягів операцій на ринку цінних паперів становлять операції перерозподілу, а не інвестування капіталу. При цьому сучасний стан розвитку депозитарних технологій в Україні не дає змогу забезпечити уніфіковане і високоякісне депозитарне обслуговування інвесторів і задовольнити їх потреби повною мірою. Це знижує довіру потенційних і діючих інвесторів до вітчизняного фондового ринку і призводить до зменшення обсягів коштів, інвестованих в економіку.

Таким чином, важливість дослідження проблематики депозитарного забезпечення функціонування вітчизняного фондового ринку, теоретична і практична значимість розробки питань впровадження депозитарних послуг, недостатнє їх висвітлення в економічній літературі обумовили актуальність теми дисертації Козлової Вікторії Олександрівни.

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

Наукові положення, що знайшли відображення в дисертації, повною мірою досліджені та достатньо обґрунтовані, про що свідчить структурна побудова та зміст роботи, широкий перелік використаних літературних джерел з досліджуваної проблеми та обсяг проаналізованої статистичної інформації. Обґрунтованість та достовірність наукових положень і результатів підтверджується використанням значного обсягу фактичного матеріалу, застосуванням широкого спектру прийомів економічних досліджень, нормативних та інструктивних матеріалів, апробацією на науково-практичних конференціях, а також повнотою використаної інформації та вибором методів її аналізу та обробки.

Тема дослідження розглянута та викладена всебічно і докладно. Дану роботу позитивно характеризує системність підходу до вирішення поставлених задач, логічна побудова й аналіз причинно-наслідкових зв'язків.

Висновки та рекомендації, які зроблені в дисертації, спираються на аналіз макро- та мікроекономічних взаємозалежностей розвитку депозитарної системи України і фондового ринку, теоретико-методичної бази, законодавчих та нормативно-правових актів, ілюструються фактичним матеріалом. Висновки є логічно обґрунтованим підсумком виконаної роботи та повною мірою відображають основні положення проведеного дослідження та можливі результати їхнього впровадження.

Автор використав широкий арсенал сучасних методів дослідження: функціональний підхід та історичний метод; абстрактно-логічний метод і методологія ієрархічного підходу; системний підхід; методи класифікації та узагальнення; методи економетричного аналізу; порівняльний аналіз; нормативний метод.

Інформаційною базою дисертації 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

Основні наукові результати, що характеризують новизну виконаного дослідження, полягають у такому.

У дисертації удосконалено: концептуальні положення формування інституційної моделі депозитарної системи України, в основу яких покладено мету забезпечення адекватності потребам розвитку фондового ринку та подолання обмежень її реформування. На відміну від існуючих положень,

пропоновані ґрунтуються на діалектичному зв'язку між інституціоналізацією депозитарної системи та фондового ринку в умовах розвитку бездокументарного обігу цінних паперів (стор. 54-75).

Заслуговує на увагу функціональний підхід до управління діяльністю депозитарних установ на основі ідентифікації кваліфікуючих (обов'язкових) та додаткових (сервісних) функцій. Справедливо дисертант робить акцент на розвиток функцій другої групи, що підвищує значення депозитарних установ в інфраструктурі фондового ринку (стор. 14-39).

Новою є аналітична система оцінки діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку на основі визначення ключових індикаторів: загальних – регулятивний капітал, специфічних: для торговців цінними паперами, для Центрального депозитарію і депозитаріїв другого рівня, для клірингових установ. Ця система забезпечує синтез процедур внутрішнього аудиту та пруденційного нагляду та сприяє зниженню ризиків депозитарних установ та клірингових організацій (стор. 143-168).

У дисертації 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 (стор. 79-90; 110-120).

Автором застосовано процесний підхід до формалізації діяльності депозитарних установ на основі виділення бізнес-процесів та їх інституціоналізації на основі нормативно-правової бази щодо статусу та змісту діяльності депозитаріїв, депозитарного договору, клієнтського регламенту, правил торгівлі на фондовому ринку, пруденційних правил, правил захисту та обміну інформацією (стор. 40-53).

У дисертації адаптовано зарубіжний досвід функціонування депозитарних систем до потреб розвитку фондового ринку України. Він враховує концептуальні засади європейської моделі депозитарних систем і банківсько-орієнтованих фінансових систем в умовах курсу України на євроінтеграцію (стор. 69-70, 123-142).

Дисертантом розвинуто методичний підхід до вимірювання конгруентності розвитку депозитарної системи і фондового ринку на основі побудови кореляційно-регресійної моделі залежності індексу Української фондової біржі від кількості емітентів, об'єму цінних паперів дематеріалізованих випусків, офіційного курсу долара США, а також формалізації трендів цих показників. Практична цінність отриманої моделі полягає в можливості виявлення деформацій інститутів депозитарної системи та фондового ринку, які стримують їх розвиток (стор. 91-109).

Повнота викладу сформульованих в дисертації наукових положень, висновків і результатів в опублікованих працях

Основні положення та результати дослідження опубліковано у 13 наукових працях, із яких 6 статей у наукових фахових виданнях, 2 - у виданнях, включених до міжнародних наукометричних баз, п'ять – тези матеріалів конференцій різних рівнів.

Практичне значення результатів і висновків дисертації, пропозиції щодо їх використання

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 депозитарних установ: ТОВ «Креміль Брок», ТОВ «КрАЗ – Капітал», ТОВ «Менеджмент Треже Трейдинг Лімітид». Пропозиції автора щодо напрямів удосконалення інституційної моделі депозитарної системи України використано при підготовці аналітичної записки з розвитку нормативно-правової бази функціонування фондового ринку України

Інститутом економіко-правових досліджень НАН України та Департаментом регулювання депозитарної та клірингової діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Теоретичні та методичні положення, викладені в дисертаційній роботі, використовуються з метою удосконалення навчально-методичного забезпечення викладання дисциплін «Фінансовий ринок», «Ринок фінансових послуг» в Кременчуцькому національному університеті імені Михайла Остроградського Міністерства освіти і науки України.

Дискусійні положення та недоліки дисертаційної роботи

Поряд із наявністю позитивних результатів, отриманих автором, відзначимо основні недоліки та дискусійні положення, які, на нашу думку, полягають у такому:

1. Зміст табл. 1.3 «Участь депозитарію в структурі корпоративного управління» (стор. 38-39) виглядає дещо заплутаним і абстрактним. Не зрозуміло, про що йде мова – обслуговування корпоративних дій емітентів чи корпоративне управління центральним депозитарієм як публічним акціонерним товариством. Якщо центральний банк віднесено до акціонерів, то важко погодитися, що він не бере участь у процесі управління, оскільки Національному банку України належить 25% акцій Національного депозитарію. Таке саме можна сказати і про «регулятора», тому що 25% акцій належить державі, а управління ними здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України.

2. У табл. 1.5 (стор. 68) наведено фактори, що формують середньострокову кон'юнктуру ринку цінних паперів, у табл. 1.6 (стор. 70) - класифікацію фондових ринків Morgan Stanley Capital International World. Вони містять схожу інформацію щодо регіональної приналежності. Визначення причинно-наслідкових зв'язків між інформацією цих таблиць було б цікавим із наукової і практичної точки зору.

3. У дисертації відсутня єдина термінологія, зокрема вживаються терміни «постдокументарний» (стор. 74, 84, 87, 109, 114, 122) та

«бездокументарний» (стор. 19, 22, 36, 54, 86, 90, 94, 95, 101, 109, 110, 119, 120, 136, 175), «дематеріалізований» (стор. 11, 35, 64-66, 99-101, 103, 106-107, 109, 122) та «знерухомлений» (стор. 11, 64, 66, 84, 94, 95, 101, 107, 122, 135). Цікаво почути уточнення автора щодо співвідношення цих понять.

4. Автору доречним би було в роботі зосередити увагу і на взаємодії учасників Національної депозитарної системи із саморегульованими організаціями як на вітчизняному так і на міжнародному рівнях.

5. Потребує уточнення, як пропозиції автора щодо використання сегрегованих рахунків на рівні центрального депозитарію депозитарною установою (стор. 171) узгоджуються із поділом кастодіанів на колективні та сегреговані (стор. 48).

6. П. 3.3. дисертаційної роботи стосується науково-методичного підходу до удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем. При цьому автор для удосконалення взаємодії депозитарної та біржової систем пропонує ряд заходів, які на нашу думку не мають відношення, наприклад, до біржової системи, зокрема «взаємодія центрального депозитарію і депозитарних установ за допомогою використання депозитарними установами власного програмного забезпечення, або наданого центральним депозитарієм», тощо.

Вказані зауваження не знижують загального позитивного сприйняття дисертаційної роботи та її результатів.

Відповідність дисертації вимогам Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вчених звань

Зміст дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук на тему «Інституційна модель депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку» відповідає паспорту спеціальності 08.00.08 – Гроші, фінанси та кредит. Обсяг, новизна, виконаних Козловою Вікторією Олександрівною досліджень, результати практичного впровадження, повнота висвітлення у друці наукових положень, апробація отриманих результатів в

цілому відповідають вимогам, що пред'являються до дисертацій, які подано на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук. Дисертацію написано грамотною українською мовою, її зміст носить пошуково-дослідницький характер, а положення, висновки і рекомендації є достовірними. У дисертації розроблено теоретичні положення, методичні основи і практичні рекомендації щодо адаптації міжнародних стандартів діяльності депозитарних установ, удосконалення пруденційного нагляду і системи управління ризиками, забезпечення конгруентності депозитарної та біржової систем.

За змістом і оформленням дисертація «Інституційна модель депозитарної системи України в умовах розвитку фондового ринку» відповідає вимогам щодо кандидатських дисертацій та 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 (зі змінами та доповненнями згідно Постанови від 19 серпня 2015 р. № 656), а її автор, Козлова Вікторія Олександрівна, заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент -
 доктор економічних наук, професор,
 професор кафедри фінансів, банківської
 справи та страхування
 навчально-наукового інституту
 бізнес-технологій «УАБС»
 Сумського державного університету
 Міністерства освіти і науки України

I. I. Рекуненко

