

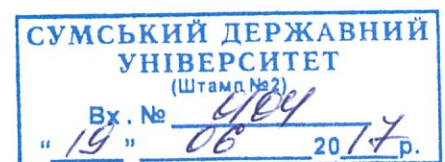
ВІДГУК ОФІЦІЙНОГО ОПОНЕНТА

на дисертаційну роботу Антонова Максима Сергійовича на тему:
«Управління борговою стійкістю держави», подану на здобуття наукового
ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші,
фінанси і кредит

Актуальність теми дослідження

Посткризові фіскальні дисбаланси демонструють стійкість та вказують на формування нового джерела макрофінансової нестабільності – суверенну боргову вразливість. В умовах зтяжного зростання рівня державного боргу в глобальній економіці та швидкого нагромадження боргових зобов'язань в Україні управління борговою стійкістю держави виступає не лише одним з стратегічних пріоритетів, а одним із засобів досягнення макроекономічної стабілізації. З огляду на зростання обсягів боргового навантаження країн світу, висока вірогідність ефектів ураження посилює перестороги щодо оптимальності боргової траєкторії. Військовий конфлікт та невизначеність щодо моментів його ескалації підкреслюють важливість приділення значної уваги проблемі боргової стійкості вітчизняної економіки.

Інституційні перетворення в системі державних фінансів України актуалізують необхідність ефективного управління борговою стійкістю держави як основи для формування національної фінансової безпеки, достатнього обсягу ресурсів для забезпечення економічного розвитку. Разом з тим, у Європейському союзі такі перетворення у сфері фіскального регулювання зміщують акцент з управління державним боргом як однієї з підсистем державних фінансів до управління борговою стійкістю держави в цілому. Євроінтеграційний вектор України визначає безальтернативність перегляду діючих національних боргових обмежень, таргетів, орієнтирів боргової політики у контексті реалізації кращих підходів до управління борговою стійкістю держави. Важливим науково-прикладним завданням залишається ідентифікація та прогнозування боргових криз як випадків втрати боргової стійкості держави. Крім того, невирішеними залишаються питання здійснення контролю та моніторингу боргової стійкості



держави, що, поряд з недостатньо розвиненим інституційним забезпеченням, створюють перешкоди ефективному управлінню борговою стійкістю держави.

З огляду на необхідність активізації системних трансформацій у сфері обґрунтування механізмів оцінювання, моніторингу, контролю та інституційного забезпечення управління борговою стійкістю в Україні тема дисертаційної роботи Антонова М. С. є актуальною.

Зв'язок теми з державними науковими програмами

Обрана тема дисертаційної роботи та розкрита в ній проблематика відповідає напряму «Гармонізація податково-бюджетної, грошово-кредитної та соціально-економічної політики» Основних наукових напрямів та найважливіших проблем фундаментальних досліджень у галузі природничих, технічних і гуманітарних наук на 2014–2018 рр. (Постанова Президії НАН України від 20.12.2013 р. № 179).

Наукові положення автора використовувались під час виконання науково-дослідних тем «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782) та «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер державної реєстрації 0107U012112) в Сумському державному університеті.

До звітів за цими темами включено висновки та розробки здобувача, які охоплюють порівняння світового та національного досвіду управління борговою стійкістю держави та виявлення ефектів перехресного впливу екзогенних факторів на боргову стійкість.

Ступінь обґрунтованості та достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій

Наукові результати, висновки і рекомендації, викладені у дисертаційній роботі, є достатньо аргументованими і характеризуються необхідним рівнем обґрунтованості та достовірності.

Наукові положення, викладені в дисертації, повною мірою досліджені, про що свідчить структурна побудова та зміст роботи, широкий перелік узагальнених, систематизованих та кваліфіковано опрацьованих автором робіт вітчизняних і закордонних вчених та фахівців з питань управління державним боргом, борговою стійкістю її оцінювання та прогнозування, визначення пріоритетів фіскальної політики та моніторингу її таргетів, тощо.

Поряд із науковою літературою, автор опрацював спеціальні джерела інформації, такі як законодавчі, нормативно-правові акти, типові методики, широку статистичну базу.

Висновки є логічно обґрунтованими, повністю відображають основні положення проведеного дослідження, а також можливі напрями їхнього використання у практиці управління борговою стійкістю держави в умовах фіскальних дисбалансів.

Достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації, підтверджується використанням належними посиланнями, використаною статистичною базою, відповідними публікаціями у монографії, фахових виданнях з економіки і апробацією на науково-практичних конференціях

Новизна наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації

Ознайомлення із змістом дисертаційної роботи, опублікованих наукових праць та авторефератом дисертації дозволяє стверджувати, що основні наукові положення, висновки і пропозиції, які сформульовані дисертантом, характеризуються науковою новизною і відображають певний особистий внесок здобувача у розвиток положень економічної теорії, що полягає у теоретичних узагальненнях з приводу розробки методичного підґрунтя управління борговою стійкістю держави.

Серед основних положень новизни слід виділити наступне.

По-перше, на основі аналізу літературних джерел та узагальнення досвіду реалізації окремих аспектів боргової політики (розділ 1) продемонстровано відхід від імплементації фіскальної політики на основі управління державним боргом в

напрямку реалізації ризик-орієнтованого підходу, в якому управління борговою стійкістю відіграє провідну роль. Це дало можливість продемонструвати теоретико-методологічне підґрунтя змін в організаційному та методичному забезпеченні сучасної боргової політики, в рамках якої на передній план виходять поняття фіскального простору, боргової стійкості та боргової вразливості.

По-друге, на С.84-93 дисертації представлено економетричне оцінювання факторів впливу на державний борг, в рамках якого приймаються до уваги змінні, що виходять за рамки традиційних підходів. Паралельно з цим в дисертації акцентується на проблемі «негативних спіралей», які ускладнюють боргову політику через наявність вразливості в інших макроекономічних зонах в силу нагромаджених дисбалансів за попередні періоди.

По-третє, узагальнено аналітичні підходи до виявлення граничних показників боргової стійкості (параграф 2.2.) та підтверджено, що рівень розвитку країни, будучи фактором якості інститутів, повинен розглядатись як критеріальна ознака аналізу оптимальної боргової траєкторії та граничних значень боргового навантаження. На основі цього автор підтвердив відомі теоретичні позиції та результати емпіричних робіт про необхідність вибору більш низьких порогових значень боргового навантаження для України.

По-четверте, запропоновано підхід, згідно якого оцінка ризиків боргової стійкості здійснюється на основі групи показників та їх варіації. Також для аналізу боргової стійкості було використано індекс стійкості. Попри те, що даний показник в біології застосовується для аналізу стійкості популяції, в аналізі боргової стійкості результати інтерпретуються в контексті того, наскільки варіативними є змінні, що є критеріальними для оцінки боргових ризиків. На основі даного підходу було продемонстровано, що країни з нижчими доходами демонструють більш волатильний характер поведінки індикаторів боргової стійкості, тим самим демонструючи вищий рівень боргової вразливості (параграф 2.2.).

По-п'яте, розроблено методику аналізу боргової стійкості України (С. 115-122), яка спирається на обрахунки індексу стійкості за групами показників, що характеризують платоспроможність, вразливість боргової стійкості, ліквідності, що

дало змогу розширити інструментальний ряд аналізу боргових та макрофінансових процесів в Україні.

По-шосте, запропоновано методику прогнозування боргової стійкості як основу для ідентифікації ризиків наближення боргових криз (параграф 2.3.). Дана методика дозволяє виявляти аномалії в часових рядах як ознаку нагромадження дисбалансів, що можуть трансформуватись в концентрацію такого рівня боргової вразливості, які знаменуватимуть розвиток за кризовим сценарієм. Приймаючи до уваги емпірично виявлені зв'язки між швидкістю нагромадження боргу приватним сектором і лаговим посткризовим підвищенням державного боргу, включення в модель аналізу заборгованості банківського, корпоративного секторів розширяє горизонти аналізу макрофінансової нестабільності України. Використання різних часових горизонтів, сучасних економетричних методів прогнозування, охоплення широкого кола інституційних секторів економіки та значний масив опрацьованих статистичних даних (поквартальна база статистики державного боргу Світового банку за період 2006-2015 рр.) свідчать на користь однозначності інтерпретації, прогностичної якості та прикладної значущості авторського підходу.

По-сьоме, заслуговують на увагу пропозиції автора щодо удосконалення інституційного забезпечення управління борговою стійкістю держави шляхом створення Національного фіскального агентства (стор. 149-157), а також розробка методичних засади моніторингу боргової стійкості держави шляхом поглиблення механізму застосування фіскальних правил (с. 171-178) як одного з найбільш пріоритетних завдань агентства з огляду на необхідність приведення діючих боргових таргетів в Україні до європейських. Розробці методичних основ контролю ефективності управління борговою стійкістю держави (стор. 185-194) передують ґрунтовне вивчення автором транспарентності середовища такого управління. Критично низький рівень такої прозорості в Україні засвідчується на основі Індексу відкритості бюджету, за оцінками програми ефективності управління публічними фінансами (PEFA), методики Світового банку (DeMPA) та реалізації автором методики оцінювання фіскальної прозорості згідно з Кодексом належної практики забезпечення прозорості у фіскальній сфері (Fiscal Transparency Code) Міжнародного

валютного фонду. Підвищення прозорості фіскального врядування та управління борговою стійкістю держави автор вбачає в удосконаленні механізму аудиту ефективності управління державним боргом, його нормативного забезпечення, розмежування функцій з його проведення та визначення критеріїв ефективності боргової політики уряду

Наведені наукові здобутки та результати автора є вагомим внеском у теорію і практику управління борговою стійкістю держави, конкретизованих за етапами її оцінювання, прогнозування, моніторингу та контролю.

Повнота відображення результатів дослідження в опублікованих працях і авторефераті

Рецензована дисертаційна робота повною мірою представлена в опублікованих наукових працях. Дисертація та автореферат відповідають вимогам МОН України, що пред'являються до кандидатських дисертацій за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси та кредит.

Основні положення та висновки дисертації опубліковано у 14 наукових працях загальним обсягом 5,9 друк. арк., з яких особисто автору належить 5,5 друк. арк., у тому числі: підрозділ у 1 колективній монографії, 6 статей у наукових фахових виданнях України та 2 статті в наукових виданнях (з них: 6 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз), 5 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій.

У цілому дисертаційна робота відзначається логічністю побудови, завершеністю, обґрунтованістю наукових положень та висновків, сучасним науковим стилем подачі матеріалу. Дисертація містить достатню кількість таблиць, схем, рисунків, графіків, які подаються безпосередньо в основній частині дисертації і виносяться в додатки.

Практичне значення одержаних результатів

Наукова значущість отриманих результатів обумовлена можливістю широкого застосування розроблених в дисертації науково-методичних підходів як у проведенні подальших досліджень, так і у практичній діяльності.

Практичне значення наукових результатів, одержаних в дисертаційній роботі, визначається чіткою спрямованістю та можливістю імплементації органами управління борговою стійкістю України та її контролю, зокрема Міністерством фінансів України та Рахунковою палатою України.

Більше того, основні положення дисертації впроваджено у діяльність: Департаменту з питань фінансового та економічного розвитку Секретаріату Кабінету міністрів України (довідка № 34-042/0/1-17 від 12.03.2017 р.) – при формуванні пріоритетів у діяльності державних органів; Всеукраїнської професійної громадської організації «Спілка аудиторів України» (довідка № 15/17 від 28.02.2017 р.) – при формуванні організаційних та методичних основ аудиту ефективності державного боргу; Слідчого управління фінансових розслідувань Офісу великих платників податків Державної фіскальної служби України (довідка № 18/132-1 від 02.03.2017 р.) – при розробці орієнтирів фіскальної політики.

Крім того, результати, отримані в ході виконання дисертаційної роботи використовуються в навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін «Державні фінанси», «Фінанси» (акт про впровадження від 14.03.2017 р.)

Дискусійні положення та недоліки дисертаційної роботи

У цілому позитивно оцінюючи наукове та практичне значення одержаних Антоновим М. С. результатів, слід зазначити деякі дискусійні положення, недоліки та зауваження, що мають місце в дисертаційній роботі.

1. Варто відзначити, що, намагаючись розпочати теоретичний аналіз категорії державний борг з класиків політекономії, автор робить різкий перехід від загальної теорії державного боргу до прикладних теоретичних розробок щодо боргової стійкості (параграф 1.1.). Оскільки методологічно теорія державного боргу та теоретичні основи аналізу боргової стійкості є відмінними варто було би сконцентруватись на останніх. В такому випадку огляд теорії державного боргу не виглядав би поверховим.

2. Попри те, що в рамках першого розділу багато уваги приділяється дефініціям «боргова стійкість», «фіскальна стійкість», «фіскальний простір», «боргова вразливість», варто було би більше уваги приділити розмежуванню

теоретичних основ даних понять, емпіричних критеріїв їх оцінки та функціонального призначення в макроекономічному аналізі та практичній політиці. Це дало би змогу покращити аналіз фіскальних інституцій в аспекті розмежування функцій з управління державним боргом та управління борговою стійкістю (розділ 3).

3. Під час оцінювання боргової стійкості України та визначення граничних значень індикаторів стійкості, автор посилається на Спільну основу для оцінки стійкості державного боргу у країнах з низьким рівнем доходу, які своєю чергою класифіковані за рівнем індексу CPIA (World Bank's Country Policy and Institutional Assessment, яка дозволяє оцінити якість обраної політики та інституційну спроможність держав (стор. 98). Разом з тим, у подальших розрахунках інституційна спроможність та якість інституцій як окремий фактор, що є вельми значущим для України, а також особливості встановлення виходячи з дії цього фактору граничних значень індикаторів стійкості автором не враховані.

4. В рамках економетричного аналізу боргового навантаження в Україні (параграф 2.1.) автором за незалежні змінні обрано індикатори, що характеризують загальну макроекономічну картину. В силу цього, вони можуть знаходитись в певних теоретично передбачуваних зв'язках з рівнем державного боргу, але такий зв'язок не може вважатись каузальним, зокрема тому, що більшість з обраних показників не мають прямого впливу на величину державного боргу. Аналіз варто було би доповнити показниками, що напряду впливають на траєкторію державного боргу. Також викликає застереження те, що автор посилається на модель (2.1) на С. 84 як на багатофакторну, тоді як табл. 2.2. на С. 85 містить результати для здебільшого 2-3-факторних моделей для відповідних груп показників.

5. У дисертації (табл. 2.7) автором віднесено Україну до країн з надзвичайно високим рівнем вразливості до ризиків суверенного дефолту, яка у 2015 р. мала одні з найбільших спредів за котируваннями суверенних свопів на дефолт. Крім того, автор підкреслює важливість врахування динамічного підходу в оцінюванні боргової стійкості держави. У той же час, на нашу думку, автором приділено не достатню увагу вивченню кон'юнктури ринку державних цінних паперів та її значенню в процесах управління борговою стійкістю держави. Фактично в роботі не приділено уваги аналізу поведінки спредів на глобальних ринках, кривим доходності та змінам їх нахилу, технікам управління ринковим боргом в контексті меж ефективності кредитування останньої інстанції в кризові моменти.

6. Незважаючи на те, що методика аналізу боргової стійкості (параграф 3.) заслуговує на увагу, робота би виграла від включення до складу відповідних індикаторів ширшого кола показників, таких як первинний дефіцит, дюрація, частка нерезидентів на ринку внутрішнього боргу, частка резидентів, що володіють зовнішнім боргом тощо. Також в роботі не приділено увагу такому поняттю як фіскальна функція реакцій та її нелінійному характеру.

7. Виглядає сумнівною необхідність виділення «зовнішньої заборгованості НБУ» в окремий клас заборгованості (параграф 2.3.), оскільки вона є складовою зовнішнього державного боргу. Також аналіз боргової стійкості на основі карт Шухарта та критерії Ірвіна має здебільшого ретроспективний характер. Варто було би сконцентруватись на прогностичних можливостях даних підходів.

8. Автор приділяє значну увагу аналізу фіскальних інституцій (параграф 3.1.-3.2.) проводить аналіз та співставлення визначень, функціональних відмінностей та особливостей функціонування превалюючих типів фіскальних установ – незалежних фіскальних інституцій та фіскальних рад. Однак, автор занадто ототожнює функції з управління державним боргом відповідною агенцією та функції з політичного аналізу та рекомендацій щодо боргового виміру здорової макрофіскальної політики. Також, варто було би більше сконцентруватись на інституціональному протиставленні чи доповненні фіскальних правил та незалежних фіскальних інституцій, адже останні, теоретично, покликані компенсувати обмежену дієвість та політичну вразливість фіскальних правил.

Проте вищенаведені зауваження та недоліки не впливають на загальну позитивну оцінку виконаного дисертаційної роботи та не знижують її наукову і практичну цінність.

Загальна оцінка дисертації та її відповідність встановленим вимогам

Дисертаційна робота Антонова М. С. є цілісною, завершеною, самостійно виконаною, кваліфікованою науковою працею, в якій на основі проведених автором досліджень отримані нові обґрунтовані результати щодо вирішення важливої й актуальної науково-прикладної задачі щодо формування методичного інструментарію оцінювання, моніторингу, контролю та інституційного забезпечення управління борговою стійкістю держави.

Зміст дисертації відповідає визначеній меті та поставленим завданням, які повністю вирішені у процесі дослідження. Основні положення роботи, які виносяться на захист, мають елементи наукової новизни. Автореферат є автентичним за змістом і відображає основні положення дисертації. Наукові положення, що виносяться на захист, повністю відображені у публікаціях здобувача, які відповідають вимогам МОН України. Подана до захисту дисертація написана науковим стилем, матеріал викладений у логічній послідовності, висновки науково обґрунтовані та підтверджуються результатами спостережень. Напрямок дисертаційного дослідження відповідає профілю спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси та кредит.

На підставі викладеного можна зробити висновок, що дисертація Антонова М. С. на тему «Управління борговою стійкістю держави» за змістом і оформленням відповідає вимогам п.п. 9, 11, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України № 567 від 24 липня 2013 року (зі змінами), що висуваються до кандидатських дисертацій, а її автор – Антонов Максим Сергійович – заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент:

Завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного
економічного університету,
доктор економічних наук, професор

В. В. Козюк



Підпис *В. В. Козюка*

Завіряю:

Зав. загальним відділом *Григоренко Т. В.*