

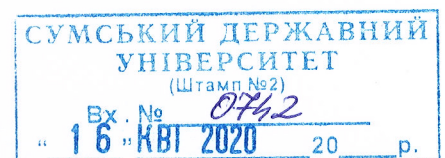
**ВІДГУК**  
**офіційного опонента на дисертаційну роботу**  
**Душак Майї Іванівни на тему:**  
**«Науково-методичні засади формування**  
**фінансової архітектури підприємств»,**  
**подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук**  
**за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

**Актуальність теми дослідження**

Рецензована дисертація якісно збагачує наукові погляди на роль і значення фінансової архітектури підприємства, рівень сформованості і розвитку якої значною мірою забезпечує можливості підприємства залучати та використовувати як власні, так і залучені фінансові ресурси. Водночас, маємо визнати: країни з перехідною економікою, як Україна, зазвичай, мають досить обмежені можливості використання зовнішніх фінансових ресурсів, що й зумовлює особливе значення формування фінансової архітектури підприємства, як важливої складової збільшення ринкової вартості бізнесу та зростання доходів власників підприємства. На відміну від орієнтації на суто фінансові показники діяльності підприємства, серед яких структура капіталу та фінансова модель підприємства, у контексті формування успішної фінансової стратегії розвитку підприємства важливим є оцінка інтегрального взаємозв'язку фінансових індикаторів з показниками якості корпоративного управління, структури власності та механізмів забезпечення контролю на підприємстві. У цьому аспекті особливої актуальності набувають теоретичні та науково-методичні підходи до розбудови якісної фінансової архітектури як складової ефективного управління підприємством з урахуванням впливу внутрішніх та зовнішніх факторів, а також існуючої економічної ситуації в Україні.

**Зв'язок теми з державними та галузевими науковими програмами,**  
**пріоритетними напрямками розвитку науки**

Тематика дисертаційної роботи відповідає державним, галузевим та наднаціональним науковим програмам і темам.



Наукові положення автора використовувались під час виконання науково-дослідних тем Сумського державного університету, зокрема «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782), «Управління фінансово-економічною безпекою суб'єктів господарювання» (номер державної реєстрації 0116U000931). Крім того, дисертаційна робота написана у відповідності до «Стратегії сталого розвитку «Україна – 2020» (Указ Президента України від 12.01.2015 № 5/2015).

При підготовці звітів за цими темами використані конкретні розробки дисертанта, що стосуються: оцінювання впливу стану розвитку фондового ринку та банківського сектору вітчизняної економіки на формування фінансової архітектури підприємства; науково-методичного підходу щодо визначення траєкторії зміни фінансової архітектури підприємства та інтегрального оцінювання її стану.

### **Ступінь обґрунтованості та достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій**

Наукові положення, викладені в дисертації, у повній мірі 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 економічної теорії, теорії фінансів, грошей і кредиту та проблем дослідження питань формування фінансової архітектури підприємства. Поряд із науковою літературою, автор опрацював законодавчі, нормативно-правові акти, типові методики, статистичну інформацію.

Висновки є логічно обґрунтованими, повністю відображають основні положення проведеного дослідження, а також можливі напрями їхнього використання у процесі формування фінансової архітектури підприємств в Україні.



## **Новизна наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації**

У дисертаційній роботі сформульовано та обґрунтовано сукупність положень, які характеризуються суттєвою науковою новизною і свідчать про особистий внесок її автора в розвиток економічної науки, який полягає у вирішенні науково-прикладної задачі щодо удосконалення науково-методичних засад формування фінансової архітектури підприємств України.

У роботі досліджені теоретико-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств, що передбачало (с. 23-83): 1) структурно-декомпозиційний аналіз поняття «фінансова архітектура підприємства». Так, автор розглядає фінансову архітектуру підприємства як інтегровану динамічну систему, що включає фінансові (структура капіталу, фінансова модель підприємства) та квазіфінансові (структура власності, корпоративне управління та контроль) елементи, взаємозв'язки та взаємодія між якими визначають фінансову стратегію підприємства, що на відміну від існуючих враховує вплив на формування реальної вартості бізнесу не лише фінансової стратегії підприємства, але і фінансової архітектури підприємства як елементу бізнес-моделі (с. 41); 2) розроблено концептуальні засади формування фінансової архітектури підприємств, які на відміну від існуючих враховують не лише наявність основних компонентів, а і узгоджуються із фінансовою стратегією розвитку підприємства (с. 64-83); 3) здійснення типологізації значень фінансового левериджу, як індикатора стану структури капіталу підприємства, яка окрім фактичного та оптимального, доповнена ще цільовим та стратегічним значеннями, що дозволяє формувати фінансово гнучку архітектуру підприємства та застосовувати адаптивну фінансову стратегію (с. 69-71).

У дисертаційній роботі автор провів аналіз взаємозалежності між станом фінансової архітектури підприємства та показниками розвитку фондового і кредитного ринків з використанням методу моделювання структурними рівняннями. В результаті проведеного аналізу була виявлена

обернена залежність між рівнем розвитку фондового ринку та фінансовою архітектурою підприємств та пряма залежність між рівнем розвитку фондового ринку та рівнем розвитку кредитного ринку. Крім того автор отримав підтвердження того, що кредитування не лише виконує функцію забезпечення необхідними фінансовими ресурсами підприємства, а і неявно стимулює розвиток фондового ринку (с. 132-145).

Автором розроблено науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств(с. 149-166), а саме обґрунтування науково-методичного підходу щодо визначення якості сформованої фінансової архітектури підприємства та її впливу на ринкову позицію. До суттєвих здобутків автора слід віднести запропонований науково-методичний підхід щодо інтегрального оцінювання стану фінансової архітектури підприємства (с. 167-180).

Істотне місце у дисертаційній роботі відводиться трактуванню сутності політики управління капіталом як розробленої та узгодженої власниками та менеджерами підприємства системи заходів, спрямованої на формування цільової структури капіталу, яка здатна забезпечити стратегічний розвиток, зростання рентабельності власного капіталу із дотриманням необхідного рівня фінансової незалежності та фінансового ризику підприємства. На відміну від існуючих при формуванні структури капіталу головним завданням визначено досягнення цільових параметрів, що враховують інтереси всіх стейкхолдерів та формують ефективну фінансової архітектури підприємства(с. 85); розробленню концептуальних засад формування політики управління структурою капіталу підприємства, що на відміну від існуючих враховують: вплив не лише податкового, а і неподаткового коректора на фінансовий леверидж; детермінанти формування цільової структури капіталу; наявність комплаєнс ризику. Це дозволило системно узгодити емісійну, дивідендну, амортизаційну політику та політику розподілу прибутку в рамках формування фінансової стратегії підприємства (с. 75-83).



Наведені положення суттєво розвивають теорію і практику загального механізму формування фінансової архітектури підприємств, що проявлятиметься під час формування та реалізації їх фінансової політики.

### **Повнота відображення результатів дослідження в опублікованих працях і авторефераті**

Вивчення матеріалів дослідження та автореферату здобувача свідчать про відповідність змісту автореферату основним положенням дисертаційної роботи. Дослідження має концептуальний та прикладний аспекти, що є характерним для наукової роботи. В авторефераті в повній мірі розкрито всі основні наукові результати, які отримано в процесі дослідження, ступінь новизни розробок, висновки та рекомендації роботи. Дисертація та автореферат відповідають вимогам МОН України, що пред'являються до кандидатських дисертацій за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси та кредит.

Наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано у наукових працях загальним обсягом 4,49 друк. арк., з яких особисто автору належить 4,19 друк. арк., у тому числі: 6 статей у наукових фахових виданнях України (з них 6 – у виданнях, що включені до міжнародних наукометричних баз), 6 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій. У публікаціях, виконаних у співавторстві, особистий внесок дисертанта відображено повною мірою.

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.

## **Значення дослідження для науки та практики, шляхи використання його 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. У своєму інтегрованому вигляді результати дисертаційної роботи спрямовані на вирішення важливої науково-практичної задачі, що виявляється в удосконаленні науково-методичних засад формування фінансової архітектури підприємств.

Практичне значення наукових результатів, одержаних в дисертаційній роботі, визначається конкретною спрямованістю висновків, рекомендацій та пропозицій автора, а також обґрунтуванням методичних засад формування фінансової архітектури підприємств.

Зокрема, науково-методичний підхід щодо визначення взаємного впливу показників структури капіталу як складової частини фінансової архітектури підприємства, показників розвитку фондового ринку та показників розвитку кредитування суб'єктів господарювання були використані в діяльності ТОВ «Бінар Енерджі» (довідка № 25/19 від 30.10.2019 р.); пропозиції авторки щодо напрямів зменшення вартості залучення кредитних ресурсів для підприємств реального сектору економіки використовуються в діяльності ТОВ «Сумський машинобудівний завод» (довідка № 11/36-11.19 від 18.11.2019 р.).

Крім того, наукові і методичні положення дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисциплін: «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання», «Корпоративні фінанси», «Управління фінансами акціонерних товариств», «Управління фінансовою безпекою підприємств» «Фінансовий ринок» (акт від 25.10.19).



## Дискусійні положення та недоліки дисертаційної роботи

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

1. На сторінці 68 автором наведена схема концептуальних засад політики управління структурою капіталу підприємства. У якості факторів зовнішнього середовища, що здійснюють вплив на фінансову стратегію підприємства та його фінансову архітектуру наведені: економічний цикл, кон'юнктура фінансового ринку, фіскальне та монетарне регулювання реального сектору. Цікавим є, чи досліджував автор вплив економічного циклу на формування фінансової архітектури підприємства та чи враховував його при розробці науково-методичних засад формування фінансової архітектури підприємств.

2. У підрозділі 1.3 автор запропонував основні детермінанти, що визначають цільову структуру капіталу підприємства класифікувати за ознакою їх впливу на значення фінансового левериджу. До детермінант, що визначають швидкість подолання розбіжності значень левериджу віднесено: перспективи зростання підприємства, його розмір, макроекономічний цикл, існуючу розбіжність між фактичним та цільовим значенням фінансового левериджу (с. 86). Виникає питання, чому при врахуванні макроекономічного циклу країни, де розташоване підприємство, не відбувається врахування рівня розвитку фінансових ринків в даній країні? Оскільки, як було зазначено у розділі 2 дисертаційної роботи, стан розвитку кредитного та фондового ринку відіграють значну роль у формуванні капіталу суб'єктів підприємництва.

3. У підрозділі 2.1 (рис. 2.9, с. 106) наведена структурна динаміка щодо ринкових джерел фінансування підприємств України за 2007-2018 рр. Відповідно до даних рисунку, було визначено, що ключовим джерелом фінансування вітчизняних підприємств є кредитування (у 2018 році 96% від загального обсягу фінансування). На нашу думку доцільно було б здійснити



адаптацію існуючих методичних засад формування фінансової архітектури підприємства (де ключовим ринком для залучення додаткового фінансування є фондовий) до умов України, враховуючи банкоцентричність її фінансового ринку?

4. У підрозділі 3.1 автором було обрано 22 підприємства сфери реального виробництва з переліку ТОП-200 за найбільшим обсягом отриманого доходу від реалізації, тобто обрані були одні із найкращих підприємств України. Потребує обґрунтування обрання саме зазначених підприємств у якості вибірки для проведення розрахунків інтегрального показника фінансової архітектури підприємств.

5. На сторінці 8 автореферату зазначено, що лише 7 % фінансування капітальних інвестицій підприємств здійснюються за рахунок фінансового сектору. Потребує додаткового обґрунтування позиція автора щодо існування реальної можливості у підприємств України здійснювати адекватне управління структурою капіталу за умов нерозвиненості фінансового сектору.

#### **Загальна оцінка дисертації та її відповідність встановленим вимогам**

Дисертаційна робота Душак М. І. являє собою цілісну, завершену, самостійно виконану, кваліфіковану наукову працю, в якій на основі проведених автором досліджень отримані нові науково обґрунтовані результати щодо вирішення важливої й актуальної науково-прикладної задачі, що виявляється в удосконаленні існуючих та обґрунтуванні нових науково-методичних підходів до формування фінансової архітектури підприємств.

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. Тема дисертаційної роботи відповідає паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси та кредит.

На підставі викладеного можна зробити висновок, що дисертаційна робота на тему «Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств» 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 – Душак Майя Іванівна – заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

**Офіційний опонент:**

**заступник директора Навчально-наукового  
інституту фінансів, банківської справи  
Університету державної фіскальної  
служби України  
кандидат економічних наук, доцент**

