

**ВІДГУК  
ОФІЦІЙНОГО ОПОНЕНТА  
на дисертацію Дзюби Вікторії Віталіївни  
на тему: «Формування капіталу корпоративних підприємств в  
умовах розбалансованості фінансового ринку»,  
подану на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю  
072 «Фінанси, банківська справа та страхування»**

**Актуальність теми дослідження**

Проблема формування капіталу корпоративних підприємств в сучасних умовах набуває все більш гострого характеру. В умовах сталої тенденції зменшення частки фінансових активів у структурі ВВП України в останні роки пошук капіталу за прийнятною ціною та в достатньому обсязі для вітчизняних підприємств стає вкрай актуальним.

З одного боку, є проблема зниження ділової активності і як результат кредитоспроможності та інвестиційної привабливості підприємств, враховуючи вплив цілого ряду чинників як фінансового, так, і особливо в останні роки, нефінансового характеру (пандемія Covid-19, воєнна агресія російської федерації). З іншого боку – нерозвиненість фондового ринку України та високі вимоги до позичальників з боку банків, що не сприяє зростанню обсягів залучення капіталу підприємствами ззовні. Розробка макроекономічної політики щодо кредитування корпоративних підприємств носить фрагментарний характер, на відміну від країн Європейського Союзу, які вже тривалий час аналізують стан кредитування корпоративних підприємств, накопичують відповідні статистичні дані та коригують макроекономічну політику з урахуванням розвитку підприємств реального сектору економіки.

Виходячи з вище викладеного, теоретичне узагальнення, обґрунтування та удосконалення науково-методичних підходів щодо формування структури капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованого фінансового ринку України є актуальною науково-

практичною проблемою сьогодення, а тема дисертаційної роботи Дзюби В.В. відповідає потребам сучасності та є актуальною.

### **Зв'язок теми дисертаційної роботи з державними та галузевими програмами і темами**

Тематика дисертації відповідає державним науковим програмам і темам, а також вектору досліджень світової наукової та експертної спільноти. Дисертаційну роботу виконано у відповідності до науково-дослідної тематики Сумського державного університету. Результати наукового дослідження використані при виконанні науково-дослідних робіт: «Трансформація фінансової системи та стратегічні пріоритети її розвитку» (номер держ. реєстрації: 0121U114477), до якої включені пропозиції щодо удосконалення концептуальних засад оптимізації структури капіталу нефінансових корпорацій; «Цифровізація та транспарентність публічних, корпоративних та особистих фінансів: вплив на інноваційний розвиток та національну безпеку» (номер держ. реєстрації: 0122U000774) до якої включено методику визначення інтегрального індексу транспарентності фінансової діяльності нефінансових корпорацій.

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

Наукові результати, висновки та рекомендації, що викладені в дисертаційній роботі Дзюби В.В. є достатньо аргументованими та мають необхідний рівень обґрунтованості. Структура та зміст дисертації повною мірою розкривають досліджені наукові положення. Мета дослідження чітко визначена, завдання узгоджені та спрямовані на її вирішення, а предмет і об'єкт дослідження повністю відповідають темі роботи. Робота є цілісною працею і складається із логічно пов'язаних розділів, що підтверджує комплексність дослідження визначеної проблеми. У висновках дисертаційної роботи представлені основні результати дослідження та їх практичне

значення.

Повноту та комплексність дослідження підтверджує широкий перелік узагальнених, систематизованих та кваліфіковано опрацьованих здобувачем результатів досліджень як вітчизняних, так і зарубіжних науковців, а також законодавчих та нормативно-правових актів, що регламентують функціонування корпоративних підприємств. Проведені аналітичні дослідження опираються на офіційні статистичні дані, оприлюднені Державною службою статистики України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України, Національним банком України, Світовим банком, Світовою Федерацією фондових бірж, Європейським комітетом центральних офісів балансових даних. В роботі використані дані фінансової звітності корпоративних підприємств України та проаналізовано їх офіційні вебсайти.

Достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації, підтверджується відповідними публікаціями у фахових наукових виданнях і оприлюдненням на науково-практичних конференціях.

Методологічну основу дисертаційної роботи склали загальнонаукові і спеціальні методи: наукова абстракція, індукція та дедукція, аналіз та синтез, логічне узагальнення – при уточненні основного категоріального апарату – при обґрунтуванні авторського визначення поняття «фінансова політика підприємства», систематизації та поглибленні видів структури капіталу підприємств, удосконаленні ієрархії стейкгоल्дерів, упорядкуванні факторів впливу на формування оптимальної структури капіталу підприємства; порівняльний, кореляційно-регресійний аналіз, прогнозування тенденцій часового ряду – при дослідженні стану розвитку фондового ринку та банківського сектору щодо їх ролі в формуванні капіталу корпоративних

підприємств; індексний метод – для визначення рівня прозорості фінансової діяльності підприємств, метод групування – для побудови рейтингу прозорості фінансової діяльності; метод нормалізації даних – в процесі визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу; інтегральний метод, на основі використання функції бажаності Харрінгтона для визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу підприємств.

Практичні розрахунки в дисертаційній роботі здійснено з використанням пакету прикладних програм MS Excel, контент-аналіз – з використанням інструментарію VOSviewer v.1.6.16, а також з використанням аналітичних графіків, сформованих в міжнародній наукометричній базі Scopus та з використанням інструменту Google Books Ngram Viewer.

### **Новизна наукових положень, висновків і рекомендацій**

Ознайомлення зі змістом дисертаційної роботи, матеріалами опублікованих наукових праць дає підстави стверджувати, що основні положення, висновки та рекомендації, сформульовані здобувачем характеризуються науковою новизною і показують його особистий внесок.

Важливе практичне значення має вперше запропонований науково-методичний підхід який дозволяє визначити індикатор прозорості фінансової діяльності нефінансових корпорацій на основі дотримання принципів корпоративного управління за обраною групою критеріїв (загальна інформація про НФК; звіт виконавчого органу щодо розгляду та аналізу фінансового стану компанії і результатів її діяльності; основні показники операційної та фінансової діяльності; фінансові звіти; аудиторський звіт та висновок аудиторів) (стор. 154-164). Це дозволило побудувати рейтинг прозорості підприємств.

Важливим науковим результатом є удосконалений науково-методичний підхід (стор. 168-178). щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу корпоративних підприємств, що заснований на використанні функції бажаності Харрінгтона та передбачає використання запропонованих автором таких груп показників як: структурні показники балансу; показники процентного навантаження; показники рентабельності діяльності; показники обслуговування та ефективності використання капіталу, які формуються під впливом як зовнішніх так і внутрішніх чинників.

Заслуговує на увагу запропонована автором удосконалена ієрархія критеріїв градації стейкгоल्дерів корпоративного підприємства з врахуванням їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру, яка представлена як п'ятирівнева з уточненим переліком стейкгоल्дерів (стор. 45-49).

Дисертантом розвинуто сутність економічної категорії «фінансова політика нефінансової корпорації» (стор. 50-59), яка потрактовується як визначена власниками та узгоджена з менеджментом мета фінансового менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм та методів її досягнення як в короткостроковому, так і в довгостроковому періоді з дотриманням ключових принципів справедливості, узгодженості із чинним законодавством, реалістичності, досяжності, ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії. Продовженням запропонованого автором визначення стало удосконалення концептуального розуміння процесу формування фінансової політики нефінансових корпорацій, яке дає системне розуміння процесу та враховує принципи реалізації фінансової політики, розмежовує її стратегічний та оперативно-тактичний рівні. В залежності від останніх виділені: рівні стейкгоल्дерів, мета політики, різновид структури капіталу, ключові таргети та інструменти реалізації (стор. 64-69).

Важливе теоретичне значення має систематизація видів структури капіталу при формуванні фінансової політики та в залежності від її рівнів (стратегічного чи оперативно-тактичного) виокремлення та уточнення змістовного наповнення категорій: фактична структура, цільова структура та оптимальна структура капіталу (стор. 62-64).

Дисертантом структуровано науковий доробок щодо визначення матриці факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу, який дозволяє узгодити середовище формування (зовнішнє та внутрішнє) та рівень реалізації фінансової політики корпоративного підприємства (стратегічний та оперативно-тактичний) (стор. 79-85). Врахування отриманих результатів в практичній діяльності дозволяє максимально узгоджувати позиції власників та топ-менеджерів НФК при формуванні фінансової політики та контролювати досягнення визначених ключових таргетів.

### **Повнота викладення основних результатів в опублікованих наукових працях**

Основні положення та висновки дисертації опубліковані у наукових працях загальним обсягом 4,83 друк. арк., з яких особисто автору належить 2,1 друк. арк., у тому числі: 1 стаття у виданні, що індексується міжнародною наукометричною базою Scopus (3 квартал), 4 статті у фахових виданнях України категорії Б, 6 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій.

Список зазначених праць представлено в дисертації у повному обсязі. Публікації відповідають вимогам до оприлюднення результатів наукових досліджень на здобуття наукового ступеня доктора філософії.

### **Значення результатів дослідження для науки та практики, перспективи використання його результатів**

Наукове значення отриманих результатів обумовлене можливістю широкого застосування розроблених в дисертації науково-методичних підходів як у проведенні подальших досліджень, так і у практичній

діяльності. У своєму узагальненому вигляді результати дисертаційної роботи спрямовані на розв'язання важливої наукової проблеми, що виявляється у розвитку теоретико-методичних засад та практичного інструментарію забезпечення формування капіталу корпоративними підприємствами в умовах розбалансованості фінансового ринку України.

Основні наукові положення дисертації доведено до рівня методичних розробок, які можуть бути використані корпоративними підприємствами у своїй діяльності, а також банками та іншими учасниками фінансового ринку при прийнятті власних рішень щодо кредитування чи інвестування коштів в діяльність нефінансових корпорацій.

Практичне значення отриманих результатів підтверджується тим, що запропонований науково-методичний підхід щодо оцінювання транспарентності фінансової діяльності нефінансових корпорацій взято до розгляду в Регіональному відділенні АТ «Креді Агріколь Банк» м. Суми (довідка від 07.09.2023 р. № 1732); науково-методичний підхід щодо відповідності сформованої структури капіталу підприємства критеріям оптимальності, розглянуто при обґрунтуванні фінансової стратегії розвитку підприємства ДП «Запорізьке машинобудівне конструкторське бюро «Прогрес» імені академіка О.Г. Івченка» (довідка від 03.10.2023 р. № 195-3).

Результати дисертації також використані в освітньому процесі Сумського державного університету при викладанні дисципліни: «Фінансовий менеджмент» освітньо-професійної програми «Фінанси» освітнього ступеня Магістр (акт про впровадження від 25 серпня 2023 р.).

### **Дискусійні положення та недоліки дисертаційної роботи**

Відзначаючи високий рівень теоретичних, науково-методичних та практичних положень дисертаційної роботи Дзюби В.В., слід виокремити положення, що мають дискусійний характер.

У роботі (С. 46–49) автор обґрунтовує ієрархію критеріїв визначення стейкхолдерів, що знайшло своє відображення в пункті наукової новизни

удосконалено та згідно з яким склад стейкголдерів для п'ятого рівня – внутрішні головні стейкголдери – визначений як акціонери, інвестори та топ-менеджмент підприємства. В цілому погоджуючись із запропонованою градацією, водночас на наш погляд дискусійним є віднесення до внутрішніх головних стейкголдерів інвесторів, які можуть мати значний вплив на формування капіталу підприємства, але не є внутрішніми стейкголдерами.

Автором виокремлено три види структури капіталу, а саме фактичну, цільову та оптимальну та запропоновано авторське визначення цих категорій (С. 62–65). Дискусійним на наш погляд є визначення цільової структури капіталу, як прогнозованого коридору певних значень, оскільки структура передбачає співвідношення між різними елементами.

Дискусійним є висновок, який робить автор в п. 2.1 що «фондовий ринок повноцінно не виконує своїх функцій і не є джерелом для формування капіталу для підприємств реального сектору економіки», оскільки як свідчить зміст самого розділу, на фондовому ринку створені умови, які необхідні підприємствам для здійснення відповідних операцій.

Автором в п. 2.2 зазначено, що рівень кредитної глибини в Україні є досить низьким, при цьому не зазначається, який саме оптимальний рівень може мати цей показник.

На рисунку 2.5 продемонстровано динаміку розрахованого показника фінансового левериджу, але потребує уточнення в який спосіб відбувся розрахунок, оскільки в першому розділі роботи автор зазначав, що існує декілька способів його розрахунку.

Не достатньо обґрунтованим є звуження для оцінювання транспарентності фінансової діяльності вимог Кодексу корпоративного управління до фінансової звітності, а також потребує обґрунтування певна вибірковість при визначенні критеріїв транспарентності, по відібраним в таблиці 3.1 показникам.

В роботі зазначено, що при формуванні показників, що характеризують ефективність формування структури капіталу нефінансових корпорацій,



розглядалися та аналізувалися показники, які обраховуються робочою групою ВАСН, доцільно уточнити які саме показники були враховані, а які ні і чому.

Однак, висловлені зауваження та побажання мають рекомендаційний характер та не применшують високий науково-теоретичний рівень проведеного дисертантом дослідження.

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

Дисертаційна робота Дзюби Вікторії Віталіївни на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку», подана на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 Фінанси, банківська справа та страхування галузі знань 07 Управління та адміністрування є завершеною науковою працею, яка виконана у межах поставлених завдань самостійно.

Представлені в роботі наукові положення та результати є авторським розв'язанням наукової проблеми, що виявляється у розвитку теоретико-методичних засад та практичного інструментарію забезпечення формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованих процесів, що відбуваються на фінансовому ринку.

Всі наукові положення, які представлені на захист мають наукову новизну, є достатньо обґрунтованими та достовірними, виконаними на актуальну тему. Структура та обсяг дисертаційної роботи відповідають встановленим вимогам.

В роботі відсутні порушення академічної доброчесності: посилання на першоджерела для текстових та ілюстративних запозичень є коректними, відсутні навмисні спотворення чи то ознаки фальсифікації та фабрикації. В додатках до роботи представлені як вихідні, так і проміжні розрахунки отриманих здобувачем результатів.

Дисертація Дзюби Вікторії Віталіївни на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку» відповідає вимогам, що встановлені наказом МОН України № 40 від 12.07.2017 р. «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації», постановою КМУ № 44 від 12.01.2022 р. «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 авторка, Дзюба Вікторія Віталіївна, заслуговує на присудження наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 Фінанси, банківська справа та страхування галузі знань 07 Управління та адміністрування.

**Офіційна опонентка:**

**кандидатка економічних наук, доцентка,  
доцентка кафедри фінансового менеджменту  
та фондового ринку Одеського національного  
економічного університету**

**Міністерства освіти і науки України**

**Марія ІОРГАЧОВА**

