

РЕЦЕНЗІЯ

кандидатки економічних наук, доцентки кафедри фінансових технологій і підприємництва

Пігуль Наталії Георгіївни

на дисертаційну роботу

Дзюби Вікторії Віталіївни

**«Формування капіталу корпоративних підприємств
в умовах розбалансованості фінансового ринку»**

виконану на здобуття наукового ступеня доктора філософії

за спеціальністю **072 – Фінанси, банківська справа та страхування
(07 Управління та адміністрування)**

1. Актуальність теми дисертаційної роботи.

В сучасних економічних умовах питання формування капіталу суб'єктів господарювання набуває все більшого значення, враховуючи вплив як внутрішніх так і зовнішніх факторів, особливо тих, що зумовлені військовими діями на території України, а також наслідками пандемії COVID-19. Корпоративні підприємства стикаються з викликами, які пов'язані з можливістю формування необхідного та достатнього обсягу капіталу для забезпечення ефективності їх діяльності, а також збереження рівня інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності.

Висока вартість та низька частка власних джерел фінансування діяльності корпоративних підприємств змушує суб'єктів господарювання залучати фінансові ресурси на фінансовому ринку. При цьому, слід зазначити, що наразі вітчизняний фінансовий ринок знаходиться в стані суттєвого структурного розбалансування як в частині банківського кредитування, так і в частині фондового ринку. Так, на сьогоднішній день, спостерігається значне переважання короткострокового кредитування над довгостроковим, суттєва частка непогашених кредитів, недотримання валютної структури кредитів, переважаюча питома вага державних цінних паперів на фондовому ринку, відсутність на ринку інвестиційно привабливих корпоративних цінних паперів і т.п., що негативно впливає на можливість залучати корпоративними підприємствами капіталу.

Таким чином, розвиток теоретичних засад і практичних рекомендацій щодо формування оптимальної структури капіталу корпоративними підприємствами є ключовими в умовах розбалансованості фінансового ринку України.

Враховуючи вище зазначене, тема дисертаційної роботи Дзюби В. В., присвячена удосконаленню теоретико-методичних та практичних засад формування структури капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку, є актуальною.

2. Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Тематика дисертаційної роботи відповідає Стратегії розвитку фінансового сектору України, яку розробили та затвердили Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Міністерство

фінансів України та Фонд гарантування вкладів фізичних осіб розробили (рішення Правління Національного банку України від 29 серпня 2023 року № 299-рш).

Дисертаційна робота Дзюби В. В. відповідає напрямкам наукових досліджень Сумського державного університету. Під час підготовки звіту за науково-дослідницькою темою «Трансформація фінансової системи та стратегічні пріоритети її розвитку» (номер державної реєстрації: 0121U114477) увійшли пропозиції авторки щодо удосконалення концептуальних засад оптимізації структури капіталу НФК; до звіту за темою «Цифровізація та прозорість публічних, корпоративних та особистих фінансів: вплив на інноваційний розвиток та національну безпеку» (номер державної реєстрації: 0122U000774) включено методичку визначення інтегрального індексу прозорості фінансової діяльності НФК.

3. Ступінь обґрунтованості положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.

Провівши аналіз анотації та тексту дисертаційної роботи, змісту наукових публікацій Дзюби Вікторії Віталіївни, можна зробити висновок, що результати отримані під час наукового дослідження характеризуються високим рівнем наукової обґрунтованості. Представлені положення наукової новизни, висновки та розроблені рекомендації в повній мірі обґрунтовані та відповідають поставленій меті та завданням дисертаційного дослідження, базуючись на використанні сукупності загальнонаукових та спеціальних методів дослідження.

4. Оцінка змісту дисертації та її завершеності в цілому.

Дисертація Дзюби Вікторії Віталіївни представлена на 255 сторінках, з них основний текст складає 166 сторінок.

Наукові положення, що викладені в дисертації в повній мірі, про що свідчить структурна побудова та зміст роботи. Дисертаційна робота включає анотацію, вступ, три розділи, які об'єднують вісім підрозділів, висновки, список використаних джерел та додатки. У роботі узагальненого та систематизовано наукові праці зарубіжних та вітчизняних вчених, використано велику статистичну базу дослідження, яка сформована з перевірених джерел інформації, а також наукові методи дослідження для вирішення поставлених завдань. Сфера дослідження окреслена правильно, мета і завдання визначені коректно. Кожний етап дисертаційної роботи закінчується висновками, в яких містяться всі важливі аспекти дослідження, які були досягнуті на даному етапі.

Розділ 1 дисертації представлено на 64 сторінках, що складають 39 % від основного тексту. Даний розділ присвячений дослідженню теоретико-методологічних засад формування структури капіталу корпоративних підприємств. У першому підрозділі дисертаційної роботи проведено детальний контент-аналіз сучасних досліджень, результати яких оприлюднені в міжнародній наукометричній базі Scopus, щодо формування структури капіталу підприємства. У другому підрозділі авторкою було побудовано ієрархію критеріїв градації стейкхолдерів корпоративного підприємства з врахуванням їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру. Також

дисертанткою було розвинено сутність економічної категорії «фінансова політика НФК», яка на думку авторки, має розглядатись 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; було здійснено систематизацію видів структури капіталу при формуванні фінансової політики в залежності від її рівнів (стратегічного чи оперативно-тактичного). У третьому підрозділі досліджені концептуальні засади управління структурою капіталу корпоративних підприємств, що дозволило авторці удосконалити концептуальне розуміння процесу формування фінансової політики корпоративних підприємств, яке на відміну від існуючих дає системне розуміння процесу та враховує принципи реалізації фінансової політики, розмежовує її стратегічний та оперативно-тактичний рівні в залежності від яких виокремлюються рівні стейкхолдерів, мета політики, різновид структури капіталу, ключові таргети та інструменти реалізації, а також побудувати матрицю факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу, що на відміну від існуючих підходів узгоджує середовище формування (зовнішнє та внутрішнє) та рівень реалізації фінансової політики корпоративного підприємства (стратегічний та оперативно-тактичний).

Другий розділ дисертаційного дослідження викладено на 58 сторінках, що склало 35% основного тексту. Даний розділ присвячений оцінюванню економічного середовища, що визначає умови формування капіталу корпоративних підприємств. У першому підрозділі автором проведено аналіз сучасного стану фондового ринку України, а також визначено його вплив на формування капіталу корпоративних підприємств, а саме те, що фондовий ринок повноцінно не виконує своїх функцій і не є джерелом для формування капіталу для підприємств реального сектору економіки. У другому підрозділі автором детально проаналізовано банківське кредитування як джерела нарощення капіталу корпоративних підприємств. У третьому підрозділі дисертантка оцінила стан формування структури капіталу з урахуванням видів економічної діяльності корпоративних підприємств.

Третій розділ викладено на 35 сторінках, що складає 21% від основного змісту дисертаційної роботи. Даний розділ присвячений удосконаленню науково-методичних підходів щодо оцінювання стану структури капіталу корпоративних підприємств. У першому підрозділі авторкою розроблено науково-методичний підхід щодо визначення індикатора прозорості фінансової діяльності НФК та формування рейтингу прозорості, в якому закладено дотримання принципів корпоративного управління в частині прозорості фінансової діяльності за групою окреслених критеріїв. У другому підрозділі авторкою удосконалено науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК, який на відміну від існуючих базується на використанні функції бажаності Харрінгтона та враховує чотири групи показників.

Отримані висновки дисертаційної роботи є цілісними, логічними, повністю розкривають мету і завдання дослідження.

5. Повизна дослідження та одержаних результатів.

Аналізуючи найбільш суттєві наукові результати, які були отримані дисертанткою, можна дійти висновку, що в результаті наукового дослідження було вперше запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення індикатора транспарентності фінансової діяльності НФК та формування рейтингу транспарентності, в якому закладено дотримання принципів корпоративного управління в частині транспарентності фінансової діяльності за визначеною групою критеріїв.

Також авторкою удосконалено: 1) науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК; 2) ієрархію критеріїв градації стейкгоल्дерів корпоративного підприємства з врахуванням їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру; 3) концептуальне розуміння процесу формування фінансової політики НФК, яке дає системне розуміння процесу та враховує принципи реалізації фінансової політики, розмежовує її стратегічний та оперативно-тактичний рівні.

У роботі набули подальшого розвитку наступні положення: теоретичні засади економічної категорії «фінансова політика не фінансових корпорацій»; систематизація видів структури капіталу при формуванні фінансової політики та в залежності від її рівнів (стратегічного чи оперативно-тактичного); побудова матриці факторів, які впливають на формування оптимальної структури капіталу, що узгоджує середовище формування та рівень реалізації фінансової політики корпоративного підприємства.

6. Повнота викладення матеріалів дисертації в опублікованих працях, персональний внесок здобувача.

Основні положення дисертаційної роботи опубліковані у 11 наукових працях загальним обсягом 4,83 друк. арк., із яких особисто автору належить 2,1 друк. арк., зокрема, 1 стаття у виданні, що індексується міжнародною наукометричною базою Scopus (3 кварталі), 4 статті у фахових виданнях України категорії Б, 6 публікацій у збірниках тез доповідей конференцій.

7. Апробація одержаних результатів.

Основні напрацювання дисертантки пройшли апробацію на науково-практичних конференціях серед яких: «Проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи» (м. Суми, 2021, 2022); «Інноваційний розвиток економіки: інфраструктурний та інвестиційний аспекти» (м. Запоріжжя, 2021); «Актуальні питання розвитку науки та освіти» (м. Львів, 2021); Проблеми планування в ринкових умовах (м. Хмельницький, 2021); «Modern research in world science» (м. Львів, 2022).

8. Теоретичне і практичне значення результатів дисертаційної роботи.

Теоретичне значення отриманих положень, висновків та пропозицій, отриманих під час дисертаційного дослідження, полягає в тому, що вони є суттєвим внеском в теорію фінансів, розвивають теоретико-методологічні

засади формування структури капіталу корпоративних підприємств і можуть стати основою для подальших наукових досліджень в даній сфері.

Результати дослідження Дзюби В. В. впроваджуються у діяльність окремих суб'єктів господарювання. Так, науково-методичний підхід щодо оцінювання прозорості фінансової діяльності НФК, як одного з основних чинників, що впливають на формування структури капіталу взято до розгляду в Регіональному відділенні АТ «Креді Аґріколь Банк» м. Суми (довідка від 07.09.2023 р. № 1732); науково-методичний підхід щодо відповідності сформованої структури капіталу підприємства критеріям оптимальності, що базується на використанні узагальненої функції бажаності Харрінгтона взяті до використання 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 використані в навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисципліни: «Фінансовий менеджмент» освітньо-професійної програми «Фінанси» освітнього ступеня Магістр (акт про впровадження від 25 серпня 2023 р.).

9. Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності.

За результатами перевірки дисертаційної роботи Дзюби В. В. на ознаки наявності академічного плагіату встановлено коректність посилань на першоджерела для текстових та ілюстративних запозичень; навмисних спотворень не виявлено. Виходячи з цього можна зробити висновок про відсутність порушення принципів академічної доброчесності.

10. Зауваження щодо оформлення та змісту дисертації.

В цілому, незважаючи на наукову обґрунтованість та практичну значимість, дисертаційна робота має ряд недоліків.

В пункті 1.3 роботи автором проведена систематизація видів структури капіталу корпоративних підприємств при формуванні фінансової політики в залежності від її рівнів (стратегічного чи оперативно-тактичного). Водночас недостатньо уваги приділено критеріям розмежування між цільовою та оптимальною структурою капіталу корпоративних підприємств.

В третьому розділі дисертації авторка обґрунтовує можливість збільшення обсягів залученого капіталу із зовнішніх джерел за рахунок підвищення рівня прозорості фінансової діяльності НФК, який можна визначити за допомогою розрахунку індикатора прозорості, розробленого дисертанткою, та формування рейтингу прозорості фінансової діяльності корпоративних підприємств. В той же час, робота б значно виграла, якби були додаткові роз'яснення, чим був обумовлений вибір оціночних значень критеріїв (0; 0,5; 1) при розрахунку індексу прозорості фінансової діяльності корпоративних підприємств.

В дисертаційній роботі авторкою було запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК, що базується на використанні функції бажаності Харрінгтона, який дозволить здійснювати оцінку стану ефективності формування структури капіталу НФК. Потребує

пояснення включення в розрахунок інтегрального показника окремих запропонованих індикаторів, що характеризують стабільність та ефективність сформованої структури капіталу, які притаманні лише акціонерним товариствам, для корпоративних підприємств інших організаційно-правових форм господарювання.

Особливої уваги заслуговує систематизація факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу корпоративних підприємств, які наведені у побудованій матриці. В той же час в роботі доцільно було б більше уваги зосередити на відображенні в матриці факторів, які безпосередньо пов'язані з станом функціонування фінансового ринку і впливають на формування капіталу НФК.

За результатами градації стейкхолдерів корпоративного підприємства була побудована ієрархія критеріїв визначення стейкхолдерів НФК з врахуванням їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру. Дане ранжування мало би помітне підсилення, якби авторка конкретизувала функції та інструментарій стейкхолдерів НФК в системі управління капіталом.

Крім того, під час рецензування дисертаційної роботи, виникли питання, які вимагають від автора деяких пояснень:

1. Чому при визначенні фінансового левериджу для НФК авторка вважає доцільним використання підходу, який враховує співвідношення EPS (прибутку на акцію) та EBIT (прибутку до сплати відсотків та податку)?

2. Як реальний стан фінансового ринку впливає на вибір моделі управління структурою капіталу корпоративних підприємств? Чи впливає на вибір моделі управління капіталом організаційно-правова форма господарювання підприємств?

Зазначені недоліки та зауваження мають дискусійний характер та не зменшують високого науково-теоретичного та методичного рівня проведеного дослідження.

11. Відповідність дисертації встановленим вимогам.

Дисертація Дзюби Вікторії Віталіївни на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку», що виконана в Сумському державному університеті, є самостійним повноцінним науковим дослідженням, яке характеризується науковою новизною у сфері формування капіталу вітчизняних корпоративних підприємств. Зміст роботи повністю відображає основні положення дисертаційного дослідження.

Достовірність отриманих результатів забезпечується фактичними висновками, отриманими на основі застосування сучасних методів дослідження та апарату економіко-математичного моделювання.

Дисертаційна робота Дзюби Вікторії Віталіївни на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку» за актуальністю, змістом, рівнем обґрунтування та відповідності поставленим завданням, обсягом та якістю оформлення відповідає спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» галузі знань 07

«Управління та адміністрування», вимогам наказу Міністерства освіти і науки України «Про затвердження вимог до оформлення дисертацій» від 12 січня 2017 року № 40, Постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії» № 44 від 12 січня 2022 року, а її автор - Дзюба Вікторія Віталіївна, заслуговує на присудження наукового ступеня доктора філософії галузі знань 07 «Управління та адміністрування» за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

РЕЦЕНЗЕНТ:

**Кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансових технологій і
підприємництва
Сумського державного університету**

Наталія ШГУЛЬ

