

**ВІДГУК**  
**офіційного опонента на дисертацію**  
**Дюби Вікторії Віталіївни**  
**на тему:**  
**«Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах**  
**розбалансованості фінансового ринку»,**  
**подану на здобуття наукового ступеня доктора філософії за**  
**спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»**

**1. Актуальність теми дослідження**

В сучасних умовах ефективно функціонуючий фінансовий ринок є суттєвим ресурсом зростання ВВП та джерелом фінансування діяльності корпоративних підприємств. Можливість залучити необхідні обсяги прийнятної за ціною капіталу може стати суттєвим поштовхом до економічного зростання в реальному секторі економіки.

В Україні корпоративні підприємства зіштовхуються з проблемою залучення капіталу внаслідок того, що фінансовий ринок є структурно та інструментально розбалансованим. З одного боку функціонування фондового ринку зосереджено на обслуговуванні державних цінних паперів, а саме ОВДП, їх частка в операціях є переважною, наближається до 99 %, частка ж корпоративних цінних паперів є критично незначимою, а отже корпоративні підприємства не розглядають вітчизняний фондовий ринок як джерело поповнення свого капіталу.

Вітчизняні корпорації, як правило, залучають необхідний капітал на міжнародних фондових майданчиках. З іншого боку, враховуючи, що головну роль у фінансуванні відіграють банки, питання забезпечення корпоративних підприємств доступним капіталом могло би вирішити банківське кредитування, але натепер структура кредитних ресурсів, якими забезпечуються нефінансові корпорації тяжіє в значній мірі до короткострокового кредитування в кращому випадку терміном до одного року і є розбалансованою за видами економічної діяльності. Ця проблема є тривалою в часі, і, такою, що не може бути вирішена у відриві від структурних змін в економіці. Все це змушує підприємства шукати такі джерела отримання капіталу і на таких умовах, які б забезпечили формування оптимальної структури капіталу (у пропорціях власного і залученого капіталу) та дозволили б досягти завдань своєї фінансової політики.

Незважаючи на наявний науковий доробок в сфері формування капіталу корпоративних підприємств, сучасний стан розвитку української економіки та

фінансової системи держави, руйнівний вплив на неї війни, розв'язаної росією, виникає потреба в удосконаленні існуючих підходів щодо оптимізації структури капіталу в умовах розбалансованості фінансового ринку України.

Враховуючи зазначене вище, актуальність обраної Дзюбою Вікторією Віталіївною теми дослідження є безсумнівною і очікуваною серед дослідників та практиків, має важливе теоретичне та практичне значення.

## 2. Ступінь наукової розробленості проблеми

Дисертація містить нові, удосконалені та розвинені наукові положення, що сприяють розв'язанню актуальної проблеми формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості вітчизняного фінансового ринку. Теоретична значимість дослідження полягає у розвитку теоретико-методичних засад формування капіталу як базису розробки фінансової політики корпоративних підприємств;

Практичне значення роботи полягає в оцінюванні сучасного стану фінансового ринку України в розрізі двох його базових секторів – фондового ринку та банківського сектору та обґрунтуванні не лише внутрішньої розбалансованості, але і в розрізі їх взаємодії з корпоративними підприємствами за видами економічної діяльності.

З точки зору практичної значимості звертає на себе увагу розроблений автором науково-методичний підхід щодо оцінювання прозорості нефінансових корпорацій, як важливої складової, що має суттєвий вплив на умови залучення капіталу саме у вигляді банківських кредитів, і має виключно важливе значення для ефективного розміщення власних цінних паперів на фондовому ринку. Здобувач запропонував вдосконалений науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу, що базується на використанні функції бажаності Харрінгтона.

Результати проведеного дослідження знайшли своє відображення у науково-дослідній тематиці Сумського державного університету, а саме:

– у темі «Трансформація фінансової системи та стратегічні пріоритети її розвитку» (номер державної реєстрації: 0121U114477), де використані пропозиції автора щодо удосконалення концептуальних засад оптимізації структури капіталу корпоративних підприємств;

– у темі «Цифровізація та прозорість публічних, корпоративних та особистих фінансів: вплив на інноваційний розвиток та національну безпеку» (номер державної реєстрації: 0122U000774), де використані авторські пропозиції щодо методики визначення інтегрального індексу прозорості фінансової діяльності корпоративних підприємств.

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

Грунтовний аналіз тексту дисертації Дзюби В.В. дозволяє дійти висновку про логічність викладу основних положень дисертації.

Висновки та наукові положення автора мають високий рівень теоретичного обґрунтування, про що свідчить опрацювання значної кількості вітчизняних та зарубіжних наукових джерел (понад 220 найменувань), інформаційно-аналітичних баз даних, зокрема офіційних матеріалів та звітів Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Національного банку України, фінансової звітності корпоративних підприємств, інформаційно-статистичних та дослідницьких матеріалів Світового банку, статистичних даних Світової Федерації фондових бірж, Європейського комітету центральних офісів балансових даних.

Актуальність проблеми конкретизовано автором у меті, об'єкті, предметі і завданнях дослідження. Поставлені автором завдання вирішені, мета дослідження загалом досягнута. Зміст дисертації свідчить про глибоке розуміння здобувачем теоретико-методологічних засад формування капіталу корпоративних підприємств, володіння економіко-статистичним та економіко-математичним апаратом оцінювання стану сегментів фінансового ринку та оптимальності структури капіталу підприємств.

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

Основні положення дисертації відображено в 5 статтях у наукових виданнях, з них 1 стаття у виданні, що індексується міжнародною наукометричною базою Scopus, 4 статті у наукових фахових виданнях, віднесених до категорії Б та 6 публікацій у матеріалах міжнародних конференцій. В цілому основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 11 наукових працях загальним обсягом 4,83 друк. арк., з яких особисто автору належить 2,1 друк. арк. Список праць наведено в дисертації. Висвітлення наукових результатів дисертації відповідає вимогам п.п.8 та 9 Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44.

## 5. Новизна наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації

Найбільш вагомими результатами дослідження, які мають наукову новизну, є такі.

Автором удосконалено ієрархію критеріїв градації стейкхолдерів корпоративного підприємства уточнено їх перелік за визначеними п'ятьма рівнями, враховуючи рівень їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру від мінімального до максимального: 1) реальні та потенційні стейкхолдери, що мають вплив на економіко-фінансовий стан НФК; 2) зацікавлені у функціонуванні НФК або мають нейтральне ставлення; 3) з формалізованими відносинами між основними стейкхолдерами; 4) стейкхолдери з якими сформовані фінансові відносини; 5) внутрішні топ-стейкхолдери корпорації; (стор. 46-49).

В дисертації розвинуто зміст економічної категорії «фінансова політика нефінансової корпорації», яка трактується автором 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 та базується на принципах: справедливості; узгодження із чинним законодавством; реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії (стор. 50-59).

Здобувачем поглиблено систематизацію видів структури капіталу, які визначаються в рамках формування фінансової політики в залежності від стратегічного та оперативно-тактичного рівнів, а саме виокремлено фактичну структуру капіталу, цільова та оптимальну та аргументовано відмінність між ними і доцільність використання у фінансовому менеджменті (с.62-64).

На основі проведеного структурно-декомпозиційного аналізу розвинуто концептуальне розуміння процесу формування фінансової політики корпоративних підприємств, яке дає системне розуміння процесу та враховує принципи реалізації фінансової політики, враховує її стратегічний та оперативно-тактичний рівні в залежності від яких виокремлюються: рівні стейкхолдерів, мета політики, різновид структури капіталу, ключові таргети та інструменти реалізації (с. 64-69).

З метою узгодження позиції власників та топ-менеджерів підприємств при формуванні фінансової політики та контролю за досягненнями визначених ключових таргетів в роботі запропонована матриця факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу, що на відміну від існуючих

підходів узгоджує зовнішнє і внутрішнє середовище та стратегічний і оперативно-тактичний рівні реалізації фінансової політики корпоративного підприємства (с.79-85).

В роботі вперше запропоновано науково-методичний підхід щодо визначення індикатора транспарентності фінансової діяльності корпоративних підприємств та формування рейтингу транспарентності, який базується на принципах корпоративного управління щодо транспарентності фінансової діяльності за такими критеріями як: загальна інформація про підприємство; 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 (с.154-164);

Здобувачем запропоновано удосконалений науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу корпоративного підприємства, що побудований на використанні функції бажаності Харрінгтона та враховує чотири групи показників: 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 (с.168-178).

## **6. Практичне значення результатів проведеного дослідження**

Практичне значення одержаних результатів дисертації полягає в тому, що її основні наукові положення доведені до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій щодо формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованого вітчизняного фінансового ринку. Так науково-методичний підхід щодо оцінювання транспарентності фінансової діяльності підприємств, як одного з основних чинників, що впливають на формування структури капіталу 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, використані ДП «Запорізьке машинобудівне конструкторське бюро «Прогрес» імені академіка О.Г. Івченка» при обґрунтуванні фінансової стратегії розвитку підприємства (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.). Відповідні довідки подані в додатках до дисертації.

### **7. Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності.**

За результатами перевірки дисертації Дзюби В.В. на наявність ознак академічного плагіату встановлено коректність посилань на першоджерела для текстових та ілюстративних запозичень.

Навмисних спотворень, ознак фальсифікації та фабрикації у тексті дисертації не виявлено. Можна зробити висновок про відсутність порушень академічної та дослідницької доброчесності.

### **8. Дискусійні положення та недоліки дисертації**

Позитивно оцінюючи наукове та практичне значення одержаних автором результатів, зупинимося на деяких дискусійних положеннях дисертаційної роботи:

1. У підпункті 1.1 здобувач досить ґрунтовно провів аналіз методологічних засад формування структури капіталу корпоративних підприємств, за результатами якого запропоновано структурування сучасних теорій формування структури капіталу (с. 39), та зазначено, що дослідження базується на динамічній компромісній теорії. На наш погляд потребує пояснення такий вибір, оскільки не менш значимою є також і теорія асиметрії інформації, зокрема сигнальна теорія, в якій зазначено, що структура капіталу визначається менеджерами підприємства та є сигналом для інвесторів в умовах, коли існує значна асиметрія інформації та спостерігається низький рівень прозорості фінансової діяльності підприємства, що є типовим для України і що доведено автором в третьому розділі роботи.

2. Дискусійним є запропоноване автором визначення поняття «Фінансова політика НФК», зокрема в частині того, що фінансова політика розглядається як мета фінансового менеджменту (С. 68).

3. В матриці факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу НФК, до факторів, які формуються в межах підприємства та мають стратегічне значення віднесено частку корпоративного підприємства на ринку, що на нашу думку є фактором зовнішнього характеру, тому потребує додаткового обґрунтування позиція автора (С. 83).

4. Автор в роботі зазначає, що фондовий ринок України не є джерелом капіталу для вітчизняних підприємств, але при цьому наводяться приклади на стор. 97 – 99 роботи, які продемонстрували вдалі розміщення цінних паперів,

зокрема акцій та облігацій підприємств. Тому в цій частині висновок автора потребує додаткової аргументації.

5. В п. 2.2 автором зазначено, що для ефективного використання кредитів нефінансові корпорації повинні мати рівень рентабельності операційної діяльності вище ніж ціна кредитів. В роботі окремо проаналізовано динаміку процентних ставок за кредитами. В т.ч. в розрізі видів економічної діяльності, а також динаміка показників рентабельності діяльності підприємств. При цьому не проведено порівняльного аналізу цих показників, що дозволило б зробити більш ґрунтовні та об'єктивні висновки.

6. В п. 2.3 зазначено, що з точки зору макроекономічної політики доцільно враховувати формування структури капіталу підприємств і запропоновано акумулювати статистичні дані щодо структури капіталу нефінансових корпорацій, але не зазначено яких саме.

7. Автором запропоновано новий науково-методичний підхід щодо оцінювання транспарентності фінансової звітності корпоративних підприємств та обґрунтовано, що транспарентність має вплив на формування структури капіталу, водночас не запропоновано в який спосіб можна її посилити.

8. Враховуючи отримані результати щодо оцінювання транспарентності та отриманого інтегрального коефіцієнта оптимальності структури капіталу підприємств доцільним було б оцінити наявність кореляції між транспарентністю та сформованою структурою капіталу підприємств.

Водночас висловлені зауваження і побажання не є принциповими і не впливають на загальний високий рівень дисертації.

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

Дисертація «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку» є самостійним, цілісним, структурно завершеним дослідженням, яке містить нові та удосконалені науково обґрунтовані результати, що в сукупності мають важливе значення для фінансової теорії і практичної діяльності корпоративних підприємств. Наукові положення, висновки і рекомендації, що винесено на захист, одержані автором самостійно. У дисертації вирішено важливе наукове завдання, що полягає в удосконаленні теоретико-методичних та практичних засад формування структури капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку.

Опубліковані здобувачем наукові праці повною мірою відображають зміст дисертації, головні результати дослідження, його наукову новизну, практичну значущість і особистий внесок здобувача в науку. В роботі відсутні ознаки порушення норм академічної доброчесності.

Дисертація на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку» відповідає Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44., та Вимогам до оформлення дисертації, затвердженим Наказом МОН України від 12 січня 2017 р. № 40.

Дзюба Вікторія Віталіївна заслуговує на присудження наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 Фінанси, банківська справа та страхування галузі знань 07 Управління та адміністрування.

**Офіційний опонент:**

Доктор економічних наук, професор,  
декан факультету фінансів  
та цифрових технологій  
Державного податкового університету



*[Handwritten signature]* В. В. Корнєєв

Державний податковий університет
Підпис <i>[Handwritten signature]</i> засвідчую:
Учений секретар <i>[Handwritten signature]</i>
«    »    20    р.