

РЕЦЕНЗІЯ

кандидатки екопомічних наук,
доцентки кафедри фінансових технологій і підприємництва

ДЕХТЯР НАДІЇ АНАТОЛІЇВНИ

на дисертацію здобувачки ступеня доктора філософії в галузі знань
07 Управління та адміністрування за спеціальністю 072 – Фінанси, банківська
справа та страхування

Дзюби Вікторії Віталіївни на тему

**«ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ В
УМОВАХ РОЗБАЛАНСОВАНOSTІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ»**

1. Актуальність теми дисертаційної роботи.

Одним із найбільш складних завдань у сучасному фінансовому менеджменті корпоративних підприємств є формування оптимальної структури капіталу, оскільки прийняття рішень у цій площині залежить не лише від внутрішніх чинників, що склалася в самій компанії, а й напряду залежать від стану зовнішніх факторів несприятливого економічного середовища, в тому числі і подій, що зумовлені військовими діями на території України та наслідками пандемії COVID-19.

Формування капіталу корпоративного підприємства є основою для розробки його фінансової політики в якій перетинаються інтереси головних стейкхолдерів – акціонерів, менеджменту, інвесторів, кредиторів. Також для підприємств корпоративного типу господарювання вкрай важливим є формування оптимальної структура їхнього капіталу, в порівнянні з іншими господарськими суб'єктами, оскільки вони мають значний обсяг та диверсифіковану структуру капіталу.

За умови суттєвого скорочення банківського кредитування в реальний сектор економіки, неможливості залучення довгострокових кредитів, наявності значної частки прострочених кредитів, монополізації ринку державними цінними паперами, обмеження операцій з корпоративними цінними паперами та недосконалістю функціонування фондового й інвестиційного ринків України, в частині залучення додаткових джерел фінансування, це призводить до необхідності розробки системи заходів направленої на покращення управління наявною структурою капіталу корпоративних підприємств.

Зважаючи на зазначені вище положення, тема дисертаційного дослідження Дзюби В.В. є достатньо актуальною, а основні положення та висновки дослідження, сформовані здобувачем можуть бути використані для вирішення завдань, пов'язаних із формуванням оптимальної структури капіталу вітчизняними корпоративними підприємствами.

2. Мета і завдання дослідження. На підставі сформованої актуальності теми дослідження було визначено мету та завдання наукової роботи. Авторкою опрацьовані численні праці вітчизняних та зарубіжних фахівців у сфері формування та управління структури капіталу суб'єктів господарювання, функціонування банківського та фондового ринків та їх

вплив на формування капіталу НФК, інформаційні джерела Державної служби статистики України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що дозволило окреслити коло проблемних питань та сформувані і розробити теоретико-методологічні положення і методико-прикладні рекомендації.

Мета дисертаційного дослідження полягає у розвитку теоретичних засад та практичних рекомендацій, що спрямовані на формування оптимальної структури капіталу НФК в умовах розбалансованості фінансового ринку України.

Зазначена мета обумовила постановку наступних завдань дослідження:

провести концепт-аналіз сучасних досліджень формування капіталу підприємств для обґрунтування методології дослідження;

– обґрунтувати теоретичні засади формування капіталу, як базису розробки фінансової політики ПФК;

– поглибити концептуальні засади управління структурою капіталу НФК;

– дослідити сучасний стан фондового ринку України в контексті його впливу на формування капіталу НФК;

– проаналізувати стан банківського кредитування НФК та визначити рівень його розбалансованості;

– оцінити стан формування структури капіталу з урахуванням видів економічної діяльності НФК;

– розробити науково-методичний підхід щодо оцінювання прозорості НФК, як одного із головних чинників, що визначає умови залучення зовнішніх джерел фінансування;

– вдосконалити науково-методичний підхід щодо визначення оптимальної структури капіталу НФК.

3. Зв'язок теми дисертаційної роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертація Дзюби В.В. виконана в рамках тематичного плану науково-дослідних робіт Сумського державного університету. Зокрема, у звіті за темою «Трансформація фінансової системи та стратегічні пріоритети її розвитку» (номер державної реєстрації: 0121U114477) враховано пропозиції авторки щодо удосконалення концептуальних засад оптимізації структури капіталу НФК; у звіті за темою «Цифровізація та прозорість публічних, корпоративних та особистих фінансів: вплив на інноваційний розвиток та національну безпеку» (номер державної реєстрації: 0122U000774) використано методику визначення інтегрального індексу прозорості фінансової діяльності НФК.

4. Наукові положення та їх новизна.

Дисертанткою було вперше запропоновано 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 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).

У роботі Дзюби В.В. набули подальшого розвитку дослідження трактування економічної категорії «фінансова політика НФК», яка 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. Також доведено, що фінансова політика корпоративного підприємства повинна базуватися на принципах: справедливості; узгодження із чинним законодавством; реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що відповідає рівню апетиту до ризику як власників так і менеджменту компанії.

Крім цього у подальшому розвитку набула систематизація видів структури капіталу при формуванні фінансової політики в залежності від її рівнів (стратегічного чи оперативно-тактичного). У роботі визначені та охарактеризовані такі види структури капіталу як: фактична структура капіталу; цільова структура капіталу; оптимальна структура. Також авторкою було побудовано матрицю факторів, які впливають на формування оптимальної структури капіталу корпоративного підприємства, які на відміну від існуючих підходів узгоджують середовище формування (зовнішнє; внутрішнє) та рівень реалізації фінансової політики (стратегічний; оперативно-тактичний), що дозволяє узгоджувати позиції всіх зацікавлених осіб при формуванні фінансової політики НФК.

У дисертаційному дослідженні удосконалено методичні засади: 1) науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК; 2) ієрархії критеріїв градації стейкхолдерів корпоративного підприємства з врахуванням їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру. Так, у роботі визначено п'ять рівнів критеріїв й уточнено перелік стейкхолдерів (реальні та потенційні стейкхолдери; зацікавлені у функціонуванні НФК або мають нейтральне ставлення; з формалізованими відносинами між основними стейкхолдерами; стейкхолдери з якими сформовані фінансові відносини; внутрішні топ-стейкхолдери корпорації). Удосконаленню підлягло концептуальне розуміння процесу формування фінансової політики НФК, яке дає системне розуміння процесу та враховує принципи й рівні реалізації фінансової політики, та включає наступні блоки: рівні стейкхолдерів, мету політики, різновид структури капіталу, ключові таргети та інструменти реалізації.

5. Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.

Детальне ознайомлення із змістом дисертації Дзюби В.В. дає підстави стверджувати, що проведене дослідження є достатньо аргументованим, має належний рівень обґрунтованості, а отримані результати є достовірними.

Здобувачем опрацьовано значна кількість інформаційних джерел (226 джерел), які включають: чинні законодавчі та нормативно правові акти, що регламентують функціонування НФК; статистичні та аналітичні дані Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Державної служби статистики України; звітність фондових бірж України, фінансова звітність НФК, статистичні та дослідницькі матеріали Світового банку, статистичні дані Світової Федерації фондових бірж, статистичні дані Європейського комітету центральних офісів балансових даних; наукові публікації зарубіжних і вітчизняних фахівців з питань формування та оптимізації структури капіталу НФК.

Необхідно відзначити, що за допомогою бібліометричного та діалектичних методів аналізу здійснено контент-аналіз теоретичних засад формування структури капіталу корпоративних підприємств.

Використання та оброблення та узагальнення значної кількості статистичної, аналітично-інформаційної бази даних та застосування різноманітних наукових методів їх дослідження, зокрема: порівняльного аналізу, формалізації, кореляційно-регресійний аналізу, прогнозування тенденцій часового ряду дозволило проаналізувати та оцінити сучасний стан та показники розвитку фондового ринку, банківського кредитування, формування структури капіталу НФК; індексний метод та метод групування – застосовувалися для побудови рейтингу транспарентності фінансової діяльності НФК; метод нормалізації даних дозволив провести розрахунок інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК; інтегральний метод, що базується на використанні функції бажаності Харрінгтона використовувався при визначенні інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК, засвідчують достовірність та обґрунтованість результатів роботи.

На підставі аналізу змісту дисертаційної роботи можна зробити висновок, що її наукові положення, висновки та пропозиції ґрунтуються на основі широкої методологічної та інформаційної бази дослідження.

6. Оцінка змісту дисертації та її завершеність в цілому.

Дисертаційна робота Дзюби Вікторії Віталіївни включає анотацію, вступ, три розділи, які висвітлюють вісім пунктів дослідження, висновки, список використаних джерел та додатки, що містять додаткову інформацію та вхідні дані наукового дослідження й довідки про впровадження. Повний обсяг дисертації складає 255 сторінок, у тому числі основний текст викладено на 166 сторінках.

У першому розділі дисертації, який становить 39 % від основного тексту, досліджено теоретико-методологічних засади формування структури капіталу корпоративних підприємств. У першому підпункті роботи проведено поглиблений контент-аналіз сучасних досліджень формування структури капіталу підприємств, що дозволило виокремити три базові блоки, яким присвячені дослідження: блок теоретико-методологічного характеру; блок, що характеризує залежність структури капіталу та вартості його компонентів; блок, що характеризує дослідження, зосереджені навколо значення

фінансового левериджу. У другому підрозділі дисертації авторкою були досліджені теоретичні засади формування капіталу, як базису розробки фінансової політики НФК, що дозволило сформулювати авторське визначення економічної категорії «фінансова політика НФК» та побудувати ієрархію критеріїв градації стейкхолдерів корпоративного підприємства з врахуванням їх впливу на прийняття стратегічних рішень фінансового характеру. У третьому підрозділі дисертації було досліджено концептуальні засади управління структурою капіталу корпоративних підприємств, що дозволило систематизувати концептуальні засади побудови фінансової політики корпоративних підприємств у контексті управління структурою капіталу та систематизувати види структури капіталу при формуванні фінансової політики в залежності від її рівнів (стратегічного чи оперативно-тактичного) на фактичну, цільову та оптимальну, а також побудувати матрицю факторів, що впливають на формування оптимальної структури капіталу, в залежності від середовища формування (зовнішнє та внутрішнє) та рівнів реалізації фінансової політики НФК.

Другий розділ дисертаційного дослідження становить 35% основного тексту роботи, і присвячений оцінці економічного середовища, яке визначає умови формування капіталу корпоративних підприємств. Так, у першому підрозділі здійснено ґрунтовний аналіз функціонування фондового ринку України за період 2015–2022 роки, досліджено його вплив на формування капіталу корпоративних підприємств, що дозволило автору зробити висновок про неефективність фондового ринку в системі залучення та формування капіталу для підприємств реального сектору економіки. Другий підрозділ роботи, який розкриває стан банківського кредитування як джерела фінансування діяльності НФК та нарощення їхнього капіталу. Третій підрозділі присвячений оцінюванню сучасного стану формування структури капіталу корпоративних підприємств з урахуванням галузевої специфіки та видів економічної діяльності.

У третьому розділі дисертації, матеріал якого складає 21% від основного змісту роботи, досліджуються питання щодо удосконалення науково-методичних підходів при оцінюванні структури капіталу корпоративних підприємств. При цьому у першому підрозділі роботи авторкою запропоновано застосування науково-методичного підходу щодо визначення індикатора транспарентності фінансової діяльності НФК та формування рейтингу транспарентності, з врахуванням принципів корпоративного управління європейської спільноти, та конкретизовано групи критеріїв в частині транспарентності фінансової діяльності корпоративних підприємств. У другому підрозділі удосконалено науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відповідності критеріям оптимальності структури капіталу НФК, який базується на використанні функції бажаності Харрінгтона та обґрунтовано перелік оціночних індикаторів, які враховуються при визначенні даного інтегрального показника.

Отримані авторкою висновки в дисертаційній роботі є логічно обґрунтованими й аргументованими та повністю розкривають мету і завдання

дослідження.

7. Повнота викладення матеріалів дисертації в опублікованих працях, особистий внесок здобувача.

Основні положення дисертаційного дослідження опубліковані у 11 наукових працях загальним обсягом 4,83 друк. арк., із яких особисто автору належить 2,1 друк. арк., зокрема: 5 статей у фахових виданнях, із них: 1 стаття у виданні, що індексується міжнародною наукометричною базою Scopus та 6 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

8. Практична цінність результатів дослідження.

Результати даного наукового дослідження знайшли практичне застосування в діяльності банків, корпоративних підприємств та ЗВО. Так, запропонований авторкою науково-методичний підхід щодо оцінювання транспарентності фінансової діяльності НФК, що впливає на формування структури капіталу запроваджено в Регіональному відділенні АТ «Креді Агріколь Банк». Упроваджуються у практичну діяльність ДП «Запорізьке машинобудівне конструкторське бюро «Прогрес» імені академіка О. Г. Івченка» методичні положення щодо відповідності сформованої структури капіталу підприємства критеріям оптимальності, що базується на використанні узагальненої функції бажаності Харрінгтона у процесі формування фінансової стратегії розвитку підприємства.

Окремі положення дисертації використовувалися в навчальному процесі Сумського державного університету при викладанні дисципліни: «Фінансовий менеджмент».

9. Дотримання принципів академічної доброчесності.

Авторкою дотримано принципи академічної доброчесності, що підтверджено висновком протоколу перевірки на плагіат. За результатами аналізу матеріалів дисертаційної роботи не було виявлено явних ознак академічного плагіату, самоплагіату, фабрикації, фальсифікації.

10. Зауваження щодо оформлення та змісту дисертації.

Позитивно оцінюючи теоретичні напрацювання та практичні рекомендації дисертаційної роботи можна вказати на певні дискусійні положення:

1. У першому розділі дисертаційної роботи надається авторське трактування дефініції «фінансова політика НФК», яка визначається через мету фінансового менеджменту і передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, що значно звужує сутність даного поняття, так як фінансова політика підприємства в цілому направлена на формування і використання фінансових ресурсів, тобто на дослідження джерел фінансування господарської діяльності та визначення найбільш ефективних напрямів їхнього використання для задоволення різноманітних потреб суб'єкта господарювання.

2. Особливої уваги заслуговує розроблений авторкою науково-методичний підхід щодо визначення індикатора транспарентності фінансової діяльності НФК та формування рейтингу транспарентності, який, на думку авторки, повинен враховувати базові принципи міжнародних стандартів

корпоративного управління. При цьому, потребує уточнення, який був застосований підхід до розподілу вагових коефіцієнтів при визначенні індексу прозорості фінансової діяльності корпоративних підприємств.

3. Автором в роботі були проведені ґрунтовні розрахунки щодо стану структури капіталу вітчизняних корпоративних підприємств за останні п'ять років за різними видами економічної діяльності. Однак, в межах теми дисертаційної роботи, бажано було б оцінити структуру капіталу корпоративних підприємств за організаційно-правовими формами господарювання. Це дозволило б сформувати більш об'єктивну оцінку досліджуваних процесів та оцінити тенденції змін їх значень в умовах розбалансованості фінансового ринку України.

4. В п. 1.3 на сторінці 68 було сформовано концептуальне розуміння процесу формування фінансової політики НФК. Однак оптимальна структура капіталу, як різновид структури капіталу, не має деталізації за такими критеріями, як рівень стейкхолдерів, мета політики, ключові таргети та інструменти реалізації.

5. В пункті 3.2 дисертаційного дослідження авторка запропонувала науково-методичний підхід, який передбачає оцінювання стану ефективності формування структури капіталу НФК. У межах даного підходу було запропоновано використовувати 19 індикаторів, що характеризують стан та ефективність сформованої структури капіталу корпоративних підприємств. Додаткового роз'яснення потребує вибір саме визначених показників, зокрема X7, X10 – X14.

Під час рецензування дисертаційного дослідження виникли питання, які вимагають від авторки додаткових пояснень:

1. Що дисертантка розуміє під категорією НФК? Які розрізняють види НФК з інституціональної точки зору?

2. В умовах обмеженості доступу НФК до банківських кредитів та інструментів фондового ринку, які існують додаткові (альтернативні) джерела формування капіталу корпоративних підприємств в сучасних економічних умовах?

11. Загальний висновок.

Дисертаційна робота Дзюби Вікторії Віталіївни на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку» за своїм змістом і структурою є цілісною, завершеною, самостійно виконаною науковою працею, що має вагоме теоретичне та практичне значення. У дисертації розв'язано конкретне наукове завдання щодо удосконалення теоретико-методичних та практичних засад формування структури капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку.

Дисертаційна робота Дзюби Вікторії Віталіївни на тему «Формування капіталу корпоративних підприємств в умовах розбалансованості фінансового ринку» за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» повністю відповідає вимогам наказу МОН України від 12.01.2017 року № 40 «Про затвердження вимог до оформлення дисертації» та Постанові Кабінету

Міністрів України від 12.01.2022 року №44, «Про затвердження 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 а її авторка – Дзюба Вікторія Віталіївна, заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

РЕЦЕНЗЕНТКА:

**Кандидатка економічних наук,
доцентка кафедри фінансових технологій і
підприємництва
Сумського державного університету**



Надія ДЕХТЯР

