

Спеціалізованій вченій раді Д 35.051.01
Львівського національного університету
імені Івана Франка

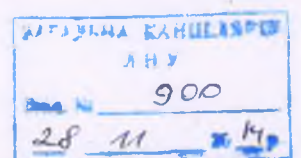
ВІДГУК

**офіційного опонента доктора економічних наук, професора Лисяк Л.В.
на дисертацію Стефанишин Мар'яни Володимирівни
“Формування акціонерного капіталу у фінансовій системі України”,
подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Детальне ознайомлення з дисертацією, змістом автореферату та фаховими публікаціями Стефанишин М.В. дає змогу сформулювати наступні висновки щодо актуальності, структури, наукової новизни, практичного значення, а також загальної оцінки дисертаційної роботи, головні результати якої подані до захисту.

1. Актуальність теми дослідження.

Реалізація довгострокової стратегії соціально-економічного поступу України можлива лише на основі розвитку конкурентоспроможної національної економіки. З огляду на це особливої ваги набуває формування нових та удосконалення існуючих механізмів ефективного фінансового забезпечення стійкого розвитку підприємств, які є стрижнем вітчизняного господарства. Акціонерний капітал як основний чинник і джерело розвитку корпоративного сектору вітчизняної економіки є сучасною формою інтеграції та концентрації капіталу, що дає можливість розширювати виробничі можливості підприємств та модернізувати їх. Досконала робота ринку акціонерного капіталу як сегмента економіки країни сприяє залученню та нагромадженню і перерозподілу активів від неприбуткових до прибуткових галузей і підприємств.



Актуальність обраної теми визначається необхідністю проведення глибинних структурних реформ в ринковій економіці України, яка розвивається, тим більше, що рецесійні процеси, що спостерігаються тут, відкривають нові можливості для їх проведення. Тому нині актуальним є дослідження теоретико-методичних аспектів функціонування системи первинного публічного розміщення акцій на українському і міжнародному фондових ринках, а також розроблення пропозицій щодо його вдосконалення з врахуванням досягнень зарубіжної фінансової теорії ринку цінних паперів.

Теоретичною і методологічною основою дослідження є фундаментальні положення сучасної економічної, передусім, фінансової теорії, наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених з проблем ринку цінних паперів, фінансового менеджменту. У процесі дослідження використано такі загальнонаукові методи: логічного узагальнення; аналізу і синтезу, порівняльний, систематизації і періодизації, графічний та табличний, економіко-математичного моделювання (методи трендових моделей і нечіткої логіки тощо).

Дисертація Стефанишин Мар'яни Володимирівни є системним дослідженням актуального науково-господарського завдання з формування акціонерного капіталу у фінансовій системі України, оскільки логічно розкриває механізм його формування.

Дисертаційна робота логічно висвітлює поставлені завдання, що засвідчує досягнення дослідження та завершеність в опрацюванні проблеми теоретичного та науково-практичного обґрунтування необхідності ефективної організації первинного публічного розміщення акцій компаній в економіці країни.

Дисертаційна робота Стефанишин Мар'яни Володимирівни є актуальною як за задумом, так і за переліком поставлених завдань, у якій автор розкриває мету науково-теоретичного обґрунтування, оцінки та удосконалення організації залучення акціонерного капіталу підприємств у фінансовій системі, спрямованого на розвиток корпоративного сектору національної економіки.

2. Рівень обґрунтованості наукових положень, висновків та рекомендацій.

Зміст дисертації є належно обґрунтованим і достовірним за своїми науковими положеннями, висновками та рекомендаціями, котрі ґрунтуються на досягненнях фінансової теорії та її методології; узагальненні й глибокому системному аналізу явищ і процесів, які існують впродовж порівняно тривалого періоду часу в національній економіці та на вітчизняних підприємствах; сучасних методах наукового дослідження та обґрунтування нових раціональних управлінських рішень; власних науково-аналітичних напрацюваннях з використанням значних обсягів фактичної інформації.

Досягнення поставленої мети автором проведене на основі ретельного вивчення, аналізу та узагальнення значного обсягу вітчизняних та зарубіжних монографічних джерел з проблематики пайового фінансування підприємств. Це сприяло визначенню Стефанишин М.В. дискусійних та недостатньо опрацьованих питань з обраної теми і знаходженню нового напрямку для власного дослідження, чіткому формулюванню мети, завдання, предмета та об'єкта дисертаційної роботи.

Висновки за розділами дисертації логічно пов'язують концептуальні положення підходів до оцінки та удосконалення механізмів формування акціонерного капіталу шляхом первинного публічного розміщення акцій.

Основні результати наукових досліджень, висновки та рекомендації дисертаційної роботи є складовою науково-дослідної роботи кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка за темою: «Фінансові стратегії розвитку економіки України» (державний реєстраційний номер № 0112U004029), в межах якої автором подано пропозиції щодо удосконалення ціноутворення на акції підприємств та обґрунтовано домінантні чинники економічного середовища, які впливають на параметри IPO і розроблено модель прийняття раціонального управлінського

рішення підприємствами з проведення первинного публічного розміщення акцій.

Отже, наукові положення, висновки і рекомендації, запропоновані в дисертаційній роботі, мають високий ступінь наукової обґрунтованості. Дослідження складається із вступу, трьох розділів, висновків до розділів, загальних висновків, додатків та списку використаних джерел. Основні результати дослідження логічно розкриті у розділах дисертації, що дало змогу послідовно висвітлити дану проблему.

У першому розділі *«Теоретико-методологічні основи формування акціонерного капіталу у фінансовій системі країни»* автор дослідив основні зарубіжні фінансові теорії ринку цінних паперів з первинного публічного розміщення акцій та їх систематизував, визначив економічний зміст і елементи системи первинного публічного розміщення акцій підприємствами, розкрив переваги та недоліки такого способу залучення акціонерного капіталу підприємствами і фактори ціноутворення на акції(с.10 -54).

В роботі дисертант дослідив зміст сучасних зарубіжних теорій, які прагнуть пояснити причини проведення первинного публічного розміщення акцій: вибору моменту виходу на біржу та життєвого циклу , систематизував економічні наслідки первинного публічного розміщення акцій, в тім числі чинники, що впливають на рішення щодо проведення IPO (с.10-30).

Стефанишин М.В. висвітлила також теоретичні основи ціноутворення на акції та фактори, що його визначають. Це дало можливість виявити причини заниження ціни на акції підприємств. Дисертант удосконалив понятійний апарат з первинного публічного розміщення акцій, відмінністю якого є врахування нових понять: «вікно можливостей»; інвестори «настрою»; інформаційні «каскади»(с.32-33; 45-46; 48-49). Таке дозволить всесторонньо розкрити сутність чинників IPO та врахувати ризики, пов'язані з його проведенням (час виходу на IPO, заниження цін на акції у перший день торгів, асиметрію інформації тощо і можливу втрату прибутків).

Заслужує на особливу увагу розширення складу переваг підприємств від IPO, які дисертант виокремив на підставі аналізу залучення акціонерного капіталу порівняно з іншими інвестиційними ресурсами. Дисертант доповнив перелік існуючих класифікаційних ознак та груп класифікації, зокрема такими: а) підвищення можливості АТ в отриманні кредиту під нижчі проценти; б) відбувається посилення фінансової стійкості компанії порівняно з іншими в цій же галузі, а також отримання вигідніших умов у постачальників, зниження адміністративного та регуляторного тиску; в) кращі умови для збереження контролю за підприємством; г) відбувається посилення економічної безпеки власників компанії (с.15).

Важливою з наукової точки зору є розроблена і обґрунтована дисертантом система первинного публічного розміщення акцій українських компаній як сукупність урегульованих фінансово-правовими нормами окремих підсистем фінансових відносин і економічних суб'єктів, за допомогою яких вони залучають довгострокові фінансові ресурси на національному і міжнародному фондових ринках (с.28).

Вважаємо, вказані теоретичні напрацювання автора є науково обґрунтованими і певною мірою розвивають теорію аналізу економічної природи пайового фінансування і особливостей первинного публічного розміщення акцій, а також збагачують науку новими сучасними уявленнями щодо ролі і значення акціонерного капіталу у забезпеченні процесу ринкового господарювання.

Важливими з наукової точки зору є обґрунтована і розроблена дисертантом система формування акціонерного капіталу підприємств, складовими якої є новітні зарубіжні фінансові теорії, що визначають причини первинного публічного розміщення акцій: вибір моменту виходу на біржу, життєвий цикл, а також фактори ціноутворення на акції; організаційна структура системи IPO; економічний зміст первинного публічного розміщення акцій; його переваги і недоліки та економічні наслідки.

Таким чином, теоретична частина роботи подана автором у дисертації науково коректно, логічно, з внесенням відповідних доповнень у понятійний апарат вітчизняної теорії акціонерного капіталу.

У другому розділі «Аналіз первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами на фондових ринках» автор провів оцінювання динаміки капіталу, залученого шляхом первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами; дослідив його ефективність; а також проаналізував зміни цін на акції компаній, що провели IPO (с.30-110).

Особлива увага в дисертаційній роботі присвячена аналізу тенденцій обсягів акціонерного капіталу, залученого українськими підприємствами на Лондонській, Варшавській та Франкфуртській фондових біржах. Автор зробив порівняння умов їх лістингу на основних і альтернативних майданчиках і відзначив, що саме на Лондонській фондовій біржі українськими компаніями було залучено найбільше капіталу за допомогою IPO в таких галузях як: аграрна, сектор нерухомості та металургійна(с.30-72).

Проаналізувавши S&P GSCI Сільськогосподарського Індексу (вимірювання динаміки цін на сільськогосподарські товари в світовій економіці) та S&P Глобального Індексу Агробізнесу (розвиток вартості агропідприємств на світовому фондовому ринку) дисертант довів, що українські агропідприємства виходили на міжнародні фондові біржі для розміщення акцій за найсприятливішої ситуації на ринку (с. 72-75).

Оцінювання динаміки показника чистого прибутку для аграрної галузі засвідчило, що гіпотеза «вікна можливостей» для агрокомпаній не підтвердилась та розвиток підприємств після проведення IPO був різнонаправленим залежно від приналежності компанії до галузі національної економіки, ситуації на ринку та внутрішніх чинників функціонування підприємства (с.77-93).

Дисертант протестував теорії життєвого циклу, зміст яких розкриває час здійснення IPO підприємствами на фондовій біржі і підтверджує їх правильність: вітчизняні підприємства виходили на ринок, коли мали досвід

господарської діяльності понад 10 років, незалежно від того, до якої галузі вони належали (с.93).

Проведений автором аналіз фінансових балансів показав, що залучені кошти підприємства використали не на погашення вже існуючої заборгованості, а вклали в купівлю нових підприємств та інші інвестиційні проекти з розширення бізнесу. Більшість з них були з агропромислового сектору.

Варте уваги проведення перевірки на українських підприємствах достовірності теорій, які досліджують заниження вартості акцій компаній. Дослідження підтвердило, що інвестиційний банк у більшості випадків зумів правильно визначити вартість акцій підприємств в перший день торгів, так як в 10-ти компаніях простежувалася невисока недооцінка вартості (underpricing), в п'яти – без змін, а в решти (п'яти) – вартість акцій була завищена (overpriced).

В дисертації належна роль відведена аналізу зміни цін на акції в довгостроковому періоді часу (3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після IPO) 17-ти українських компаній, з яких була наявна офіційна фінансова звітність. Проведений аналіз підтвердив, що переважна більшість українських підприємств показали негативні показники розвитку цін своїх акцій в довгостроковому періоді в порівнянні з першим днем торгів, тобто інвестору було вигідніше продати акції українських підприємств в короткостроковому періоді, ніж в середньо- чи довгостроковому періодах (с.94-106).

Дисертантом підтверджено і систематизовано наступні причини падіння котирувань акцій українських компаній на міжнародних фондових біржах: зовнішні (мала кількість інвесторів, що зважилися на купівлю цінних паперів нового для ринку підприємства; політичні події в Україні, суттєві зміни у законодавстві; негативна кон'юнктура на ринках збуту продукції підприємства, яке здійснило IPO; інтерес інвесторів до інших підприємств тієї ж країни або того ж сектора економіки), внутрішні (зміна статусу підприємства з приватного на публічне та невміння менеджменту слідувати всім канонам публічності підприємства; негативні фінансові показники підприємства після проведення

IPO; переоціненість акцій, оскільки, як правило, будь-яке публічне підприємство стає заручником надто оптимістичних прогнозів аналітиків, опублікованих незадовго до їх розміщення (с. 105-106).

В третьому розділі – «Напрями вдосконалення системи первинного публічного розміщення акцій (IPO) українських підприємств» дисертант дослідив та систематизував причини, які стримували більшість вітчизняних компаній від проведення первинного публічного розміщення акцій на українських фондових біржах, проаналізував, що було зроблено для покращення ефективності діяльності фондового ринку України та розробив модель прийняття раціонального управлінського рішення підприємствами щодо IPO з врахуванням впливу основних чинників, які його визначають (с.110 -153).

У дисертації автор встановив, що вітчизняні фондові біржі не мали можливості стимулювати ліквідність за рахунок впровадження в обіг акцій навіть тих (досить умовно) іноземних емітентів, які володіють активами в Україні, хоча у 2012 р. НКЦПФР запровадила вимоги до першого та другого рівнів лістингу цінних паперів іноземних емітентів і необхідність визначення та оприлюднення фондовою біржею кожного торговельного дня біржового фондового індексу.

Покращення законодавства щодо регулювання фондового ринку, на думку дисертанта, в контексті IPO поступово відбувається (впровадження єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), створення єдиного в державі Центрального депозитарію). Структурним нововведенням Закону України «Про депозитарну систему України» у 2012р. є виокремлення Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках.

Наголошено, що розвиток вітчизняного фондового ринку відбувається відповідно до розробленої «Програми розвитку фондового ринку на 2011-2015 роки», схваленої рішенням Комісії від 21.09.2010 року №1478, однак порівняльний аналіз запланованих новацій та їх практичне здійснення, свідчить про нерівномірний характер їх запровадження в реальну українську економіку.

Крім того, у 2014р. розроблено проект «Програми розвитку фондового ринку України на 2015 - 2017 рр.», метою якого є стимулювання притоку інвестицій в економіку України через інтеграцію фондового ринку у світові ринки капіталу (с.127-137).

У роботі дисертантом, на основі проведеного тестування зарубіжних фінансових теорій фондового ринку, оцінювання динаміки капіталу, залученого шляхом первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами, аналізу зміни цін на акції компаній, що провели IPO та дослідження його ефективності, обгрунтовано систему основних чинників, які визначають раціональне управлінське рішення з первинного публічного чи приватного розміщення акцій на фондових біржах країни та за кордоном.

На особливу увагу заслуговує запропонована автором модель з використанням методу нечіткої логіки, яка фактично містить у собі три складові: а) модель, яка враховує вплив *чинників мікрорівня*; б) модель впливу *чинників макрорівня*; в) модель впливу чинників *глобального рівня*.(с139-144).

Враховуючи зазначене вище, можна стверджувати що робота виконана на високому науковому рівні, що дало змогу дисертанту отримати відповідні наукові висновки і рекомендації.

3. Достовірність результатів дослідження, новизна основних наукових положень.

Основні наукові висновки і пропозиції, викладені в дисертаційній роботі, є належним чином обгрутованими та достовірними. Достовірність результатів дослідження підтверджують високий рівень теоретичного обгрунтування, а також їх впровадження у практику та навчальний процес, апробація на численних науково-практичних конференціях, опубліковані праці у фахових та інших наукових виданнях.

У дисертаційній роботі викладено сукупність теоретико-методологічних положень, висновків і рекомендацій, які мають наукову новизну і свідчать про

особистий внесок автора у розвиток фінансової теорії та практики формування акціонерного капіталу підприємств в Україні.

З-поміж основних наукових результатів, які становлять особистий внесок дисертанта, можна виділити такі:

- розроблено структурну модель прийняття раціонального управлінського рішення з первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами на основі врахування домінантних чинників, визначених шляхом тестування зарубіжних фінансових теорій ринку цінних паперів, а також аналізу динаміки залученого акціонерного капіталу, зміни цін на акції та його ефективності;

- визначено поняття «первинне публічне розміщення акцій», як відкритої систему урегульованих фінансово-правовими нормами окремих підсистем фінансових відносин та економічних суб'єктів, за допомогою яких, на основі прийняття раціонального управлінського рішення, залучається акціонерний капітал на національному і міжнародному фондових ринках

- розширено теоретичну основу дослідження системи первинного публічного розміщення акцій в Україні із застосуванням зарубіжних фінансових теорій фондового ринку(вибору моменту виходу на біржу, життєвого циклу, аналізу ціноутворення на акції (асиметричної інформації, інституційні теорії, теорії управління підприємством, дослідження поведінки інвесторів)), що дозволяє оптимізувати ризики, пов'язані з IPO;

- визначено та обґрунтовано методичні підходи, особливістю яких, є аналіз динаміки прибутку та ціноутворення на акції українських підприємств, що здійснили їх первинне публічне розміщення на міжнародних фондових біржах в коротко- та довгостроковому періодах із застосуванням методів економіко-математичного моделювання;

- доведено необхідність розширення понятійного апарату з первинного публічного розміщення акцій на основі врахування нових понять: «вікно можливостей», інвестори «настрою», інформаційні «каскади» Це дасть можливість всесторонньо розкрити сутність чинників IPO та врахувати ризики,

пов'язані з його проведенням (час виходу на первинне публічне розміщення акцій, заниження цін на акції у перший день торгів, асиметрію інформації тощо і можливу втрату прибутків).

4. Повнота викладу основних положень, поданих у дисертації, в опублікованих працях.

Ознайомлення зі змістом дисертації та опублікованими працями здобувача підтверджує, що наукові положення, висновки та рекомендації, які сформульовані у роботі, відображені у публікаціях автора. За результатами дослідження опубліковано 17 наукових праць, загальним обсягом 5,51 д.а., серед яких – 1 підрозділ монографії (0,5 д.а.), 9 статей у фахових виданнях (4,29 д.а.) та 7 публікацій у збірниках наукових праць за матеріалами конференцій (0,72 д.а.).

Науковий матеріал, що викладений у авторефераті, повністю відображає зміст дисертаційної роботи, одержані наукові результати та висновки. Автореферат у повній мірі розкриває основні наукові результати, отримані дисертантом у процесі дослідження, а також ступінь новизни розробок і рекомендації щодо можливостей практичного застосування одержаних результатів наукового дослідження.

Можна зробити висновок, що повнота викладу основних результатів дисертації відповідає чинним вимогам Міністерства освіти і науки України.

5. Обґрунтованість та достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.

Наукові положення, висновки та рекомендації, отримані дисертантом за результатами дослідження, є вагомим внеском у поглиблення існуючих та розроблення нових теоретичних засад формування фінансового капіталу суб'єктів господарювання в економіці України.

Результати дослідження доповідались і одержали позитивну оцінку на багатьох науково-практичних конференціях у 2008-2014 роках, які проводились

не лише у таких містах України як Київ, Львів, Харків, Херсон, Тернопіль, а також в інших країнах, а саме в місті Мінськ (Республіка Білорусь).

Основні положення та результати дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін «Стратегічне управління фінансами», «Фінансовий менеджмент» (довідка № 33 від 10.09.2014 р.)

Наукові результати дисертаційного дослідження використано в розробленій автором методиці проведення первинного публічного розміщення акцій на вітчизняних фондових біржах інститутами спільного інвестування, що знаходяться під управлінням ТзОВ «КУА«Актив» (довідка №937/0-17 від 4 червня 2014 р.). Пропозиції автора щодо прийняття раціонального управлінського рішення щодо первинного публічного розміщення акцій з врахуванням домінантних чинників економічного середовища (на мікро-, макро-, мегарівнях) мають практичне застосування в діяльності ПАТ «ОКСІ БАНК» (довідка №37 від 5 червня 2014 р.).

6. Дискусійні положення і недоліки роботи.

Оцінюючи роботу в цілому позитивно, треба відзначити наявні в ній дискусійні положення та деякі недоліки.

1. У пункті 1.3. «Ціноутворення на акції підприємств при їх первинному публічному розміщенні» недостатньо уваги приділено організаційно-методичному забезпеченню процесу ціноутворення на акції вітчизняних компаній на національному ринку цінних паперів (с.41-51).

2. У пункті 2.2. другого розділу дисертації «Ефективність первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами» дисертант наводить окремі аналітичні таблиці без належного аналізу цих даних.

3. Зауважимо, що у пункті 3.2 дисертаційної роботи «Удосконалення економічних і регуляторних умов первинного розміщення акцій українських

підприємств» необхідно було б чіткіше визначити роль державного регулювання національного ринку цінних паперів (с.134-147).

4. На наш погляд, робота значно виграла б, якби крім розкриття актуальних зарубіжних фінансових теорій ринку цінних паперів і їх тестування автор проаналізувала б місце саморегулювних організацій в удосконаленні функціонування вітчизняного фондового ринку(с.123-130).

5. У дисертаційній роботі є чимало загальновідомих положень, які не завжди сприяють поглибленому аналізу проблеми, що досліджується.

Однак, вказані недоліки та зауваження не носять принципового характеру і не заперечують позитивної оцінки дисертаційного дослідження. Автор роботи, Стефанишин М.В., засвідчила добре розуміння та відчуття актуальності проблеми, успішно вирішила поставлені завдання.

7. Загальний висновок

У цілому кандидатська дисертація Стефанишин Мар'яни Володимирівни є кваліфікованою науковою працею, виконаною автором особисто, характеризується єдністю і логікою викладення, містить науково обґрунтовані теоретичні результати та методичні положення, які містять наукову новизну і є суттєвими для подальшого практичного розв'язання важливої науково-практичної проблеми – формування акціонерного капіталу підприємствами України. Зміст дисертації відповідає визначеній меті та поставленим завданням, які вирішені у процесі дослідження. Основні положення роботи, які виносяться на захист, мають елементи наукової новизни. Теоретичні і практичні положення наукової новизни, висновки, пропозиції та рекомендації мають достатній рівень обґрунтованості, супроводжуються методичним і статистичним матеріалом. Автореферат є ідентичним за змістом і відображає основні положення дисертації. Наукові положення, що виносяться на захист, повністю відображені у публікаціях здобувача, які відповідають встановленим вимогам.

За змістом дисертаційна робота, її науково-прикладні результати та висновки відповідають паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

На підставі викладеного, дисертація “Формування акціонерного капіталу у фінансовій системі України” відповідає вимогам пп. 9, 11, 12 «Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 24 липня 2013 року № 567, а її автор – Стефанишин Мар’яна Володимирівна – заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент:

**доктор економічних наук, професор,
проректор з наукової роботи,
завідувач кафедри фінансів
Дніпропетровської державної
фінансової академії**



Л.В.Лисяк



Підпис *Лисяк Л.В.*
Засвідчую
Начальник відділу кадрів ДДФА

Л.В.Лисяк
24.11.2014