

**ВІДГУК**

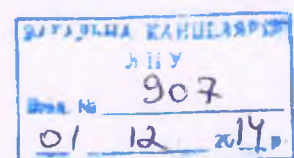
**офіційного опонента на дисертаційну роботу**

**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**

**Актуальність теми дослідження.** Пошук джерел і методів фінансування розвитку суб'єктів господарювання належить до одних із самих важливих завдань в їх діяльності. Акціонерні товариства вирізняються від інших підприємств можливістю збільшення власного капіталу шляхом емісії акцій, їх розміщення на ринку цінних паперів та відповідному залученні додаткових коштів, не знижуючи при цьому фінансової стійкості. Фінансова стійкість і ефективність акціонерних товариств визначається фінансовими ресурсами, які є в їх розпорядженні, при цьому власний капітал, зокрема акціонерний, є основним джерелом їх фінансування.

Акціонерні товариства мають можливість залучати ресурси на внутрішньому і зовнішньому ринку капіталу. За відсутності достатніх ресурсів всередині країни, підприємства прагнуть залучити їх на міжнародних фінансових ринках. На сьогодні вихід на міжнародні ринки капіталу компанії здійснюють за допомогою первинного публічного розміщення акцій (IPO – initial public offering). З кожним роком зростає обсяг та кількість IPO в світі. Важливість IPO зумовлена динамічними змінами філософії бізнесу, появою нових компаній, пошуками довготермінових та ефективних джерел фінансування. Розміщуючи акції на біржі, компанії



переслідують одну мету – отримати якомога швидший доступ до переваг, які дає відкритий ринок. Якщо розглядати ситуацію докладно, то таких переваг є досить велика кількість, але всі вони виражаються в полегшенні доступу до інвестицій. Публічне розміщення акцій дозволяє здійснювати фінансування розвитку та поточної діяльності компанії за допомогою відносно дешевих ресурсів фінансового ринку.

Слід зазначити, що кількість акціонерних товариств зменшується щороку і на сьогодні складає близько 26 тис., питома вага АТ в структурі інших організаційно-правових має таку ж тенденцію. Проте, українські компанії мають успішні проекти первинного публічного розміщення акцій на провідних торгових майданчиках світу незважаючи на досить жорсткі вимоги до цієї процедури.

З огляду на події останніх двох десятиліть, а це і фінансово-інвестиційний бум 2003-2007 р., і фінансово-економічна криза, яка розгорнулася в 2008-2009 р., обмеженість внутрішніх фінансових ресурсів, нерозвиненість фондового ринку, в частині його інфраструктури, низької ліквідності і прозорості, необхідним є вдосконалення способів залучення капіталу. Тому дослідження проблем формування капіталу акціонерних товариств набуває особливої актуальності.

**Новизна положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.** Наукова новизна, теоретична і практична значущість дослідження полягають у системному вирішенні важливої наукової проблеми, пов'язаної з розробленням теоретичних та практичних засад вдосконалення процесу формування акціонерного капіталу.

Найбільш суттєвим внеском у розвиток фінансової науки та у загальний науковий доробок проблематики, означеної в темі дисертаційного дослідження, можна вважати наступне:



- розроблено модель раціонального управлінського рішення підприємств щодо проведення первинного публічного чи приватного розміщення акцій на українських чи міжнародних фондових біржах з врахуванням впливу основних чинників, які його визначають в коротко- та довгострокові періоди (п.3.3), яка базується на застосуванні теорія нечіткої логіки, м'яких обчислень. Внеском автора можна вважати обґрунтування чинників, які впливають на процес прийняття рішень, щодо проведення IPO(с.148).

- розширено понятійний апарат, якій використовується в практиці проведення первинного публічного розміщення акцій. Так автором на основі ґрунтовного аналізу трьох груп економічних теорій, зарубіжних вчених (вибору моменту виходу на біржу, життєвого циклу і ціноутворення на акції) (п.1.2) доводиться необхідність вживати такі поняття як «вікно можливостей», «інвестори настрою», «інформаційні каскади». Згідно гіпотези «вікна можливостей», більшість підприємств сприятливим моментом часу для проведення IPO вважають період завищеної вартості підприємства. Дисертантом проведено тестування гіпотези «вікна можливостей» на основі дослідження показника чистого прибутку (net income) аграрних підприємств за наступні роки після проведення первинних публічних розміщень акцій, яке не підтвердило гіпотезу «вікна можливостей» (с. 89), оскільки переважна більшість українських агропідприємств мала тенденцію до зростання чистого прибутку. Введення нових понять дасть можливість глибше розуміти процеси, які відбуваються під час IPO.

- цікавим у теоретичному плані є обґрунтування дисертантом власного бачення визначення поняття «системи первинного публічного розміщення акцій», в основі якого покладена організаційна складова процесу IPO. Під зазначеним поняттям в роботі запропоновано розуміти складну систему, пов'язану з багатьма учасниками, яка містить інфраструктурні елементи, головними з яких є: Національна комісія з

цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), емітент, андеррайтер (інвестиційний банк), інвестор, фондова біржа, розрахунково-кліринговий депозитарій, консультанти, саморегулювні організації (с. 29). Такій підхід дав автору змогу детально проаналізувати роль кожного інфраструктурного учасника в процесі первинного розміщення акцій. Для комплексного уявлення щодо поняття IPO, автор чітко окреслив мету проведення первинного публічного розміщення акцій, яка полягає в залученні довгострокових фінансових ресурсів на національному і міжнародному фондових ринках та визначив базові теорії, які пояснюють причини проведення IPO і зміни цін на акції після його проведення.

– з метою об'єктивного і обґрунтованого визначення ціни на акції в перший день торгів на торгів біржі автором розроблено методичні підходи дослідження заниження початкової вартості акцій, які базуються на дослідженні теорій теорії, які ставлять за мету пояснити причини заниження вартості (underpricing) акцій підприємств (асиметрії інформації, інституційної теорії, теорії управління підприємством та теорії аналізу поведінки інвесторів) (п.1.3). Запропонований метод передбачає аналіз динаміки дохідності акцій (темپ приросту ціни акції) в коротко- та довгостроковому періодах за різні відрізки часу від початку торгів (3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці) (с. 24). Це дало автору можливість зробити висновок, що переважна більшість українських підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій на міжнародних біржах, показали негативні показники динаміки ціни своїх акцій в довгостроковому періоді порівняно з першим днем торгів, тобто інвестору було вигідніше продати акції українських підприємств в короткостроковому періоді, ніж в середньо- чи довгостроковому періодах (с. 113).

- досить цікавою з практичної точки зору є пропозиція автора, щодо застосування трендових моделей розвитку (ст.83 ) для визначення результативності IPO. Автором проведено аналіз чистого прибутку підприємств після проведення IPO (с.85-94), для чого було зібрано



значний масив статистичної інформації, щодо значень чистого прибутку українських підприємств до та після здійснення IPO (додаток Ж). Проведений аналіз дав можливість перевірити виявлену науковцями М. Пагано, Ф Панетта, Л. Зінгалес тенденцію щодо аномального зменшення рентабельності ( ст. 44) і встановити, що більшість українських компаній не зазнали падіння цін акцій після проведення IPO.

**Ступінь обґрунтованості і достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій.** Теоретичні положення, висновки та рекомендації, сформульовані в дисертаційній роботі Стефанишин М. В. на тему: «Формування акціонерного капіталу у фінансовій системі України» є науково обґрунтованими, достовірними та розробленими особисто здобувачем.

Ознайомлення із основними положеннями дисертаційної роботи дозволяє зробити висновок про те, що дисертанту в процесі дослідження вдалося досягти поставленої мети ат розв'язати поставлені завдання.

Мета, завдання, об'єкт, предмет дослідження (с.6) визначені коректно, що зумовило можливість дійсно реалізувати системний підхід. Висновки за дисертацією в цілому (с. 160-167) сформульовані згідно з визначеною метою та основним завданням дослідження. Автором продемонстровано достатній рівень вмінь та навичок, необхідних для науково-пошукових досліджень.

Зроблені у дисертації висновки та рекомендації логічні і є результатом всебічного та об'єктивного аналізу досліджуваного явища за допомогою сучасного наукового інструментарію. У процесі дослідження застосовано загальнонаукові та спеціальні методи пізнання, використання яких дозволило дисертанту поглибити теоретичні засади формування акціонерного капіталу та розробити практичні рекомендації проведення первинного публічного розміщення акцій на вітчизняних та міжнародних біржах. Робота є цілісною, окремі підрозділи логічно взаємопов'язані між собою, що забезпечує комплексний підхід для досягнення мети.

Достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій ґрунтується на вивченні та аналізі аналітичних та інформаційних матеріалів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, НБУ, інших державних міністерств та відомств, офіційної звітності фінансових установ, наукових публікаціях вітчизняних та зарубіжних фахівців, аналітиці міжнародних фінансових організацій та періодичних виданнях різних країн світу, електронних ресурсах Інтернет, розрахунках автора. Автором опрацьовано 159 літературних джерел, більшість з яких іноземного походження. Коректність посилань на літературні джерела дозволяє виокремити наукові здобутки автора від наукових напрацювань інших вчених.

Виклад теоретичного матеріалу підкріплений аналізом фактичних даних, графічним матеріалом, власними розрахунками, посиланнями на положення чинного законодавства.

Про достовірність сформульованих наукових положень, висновків та пропозицій свідчить по-перше, їх використання автором при апробації на 7 науково-практичних конференціях, як в Україні так і за її межами, по-друге, основні положення знайшли своє відображення у 17 наукових працях, по – третє, наукові результати були впроваджені у практику і навчальний процес.

Таким чином, основні наукові положення, висновки та рекомендації, що містяться в дисертації, достатньою мірою обґрунтовані та достовірні, а дисертантка виявила здатність до структурованого, логічного та обґрунтованого викладення матеріалу, що характеризує її як зрілого науковця.

**Значущість результатів дисертаційного дослідження для науки і практики, рекомендації щодо їх подальшого використання.** Отримані в процесі виконання дисертаційної роботи результати мають наукове та практичне значення і були використані у діяльності:

- в навчальному процесі Львівського національного університету імені Івана Франка Міністерства освіти і науки України під час викладання навчальних дисциплін: «Стратегічне управління фінансами», «Фінансовий менеджмент» (довідка № 33 від 10.09.2014 р.);

- ТЗОВ «КУА «Актив», яке управляє інститутами спільного інвестування, в частині використання методика проведення первинного публічного розміщення акцій на вітчизняних фондових біржах (довідка №937/0-17 від 4 червня 2014 р.);

- ПАТ «ОКСІ БАНК», в частині використання Пропозиції автора щодо прийняття раціонального управлінського рішення про первинне публічне розміщення акцій з врахуванням домінантних чинників економічного середовища (на мікро-, макро-, мегарівнях) (довідка №37 від 5 червня 2014 р.).

**Повнота викладення наукових положень, висновків та рекомендацій дисертаційного дослідження в опублікованих працях та авторефераті.** Основні положення дисертаційного дослідження Стефанишин М.В., отримані результати, висновки та рекомендації відображено в 17-ти наукових працях загальним обсягом 5,51 д.а., з яких 9 статей у фахових виданнях, один підрозділ у монографії. Всі публікації особисто належать автору. Одна наукова стаття надрукована у виданні України, яке включене до міжнародних наукометричних баз, загальним обсягом 0,66 д.а.

В авторефераті знайшли своє ідентичне відображення основні положення дисертації, отримані наукові результати, сформульовані висновки та рекомендації.

**Дискусійні положення і зауваження.** Поряд з позитивними сторонами дослідження, в дисертаційній роботі мають місце певні недоліки, стосовно яких необхідно висловити такі зауваження:



1. Оскільки дисертаційне дослідження присвячене питанням формування акціонерного капіталу, на нашу думку, в теоретичному розділі роботи (п.1.1) недостатня увага приділена вивченню теоретичних підвалин природи такої категорії як «капітал» загалом, щоб дало можливість більш логічно перейти до вивчення акціонерного капіталу зокрема. В п.1.1 наводиться досить багато різних визначень поняття «акціонерний капітал», однак не відбулось їх критичного аналізу, систематизації і групування за різними підходами. Це б дало змогу наглядно описати його основні характеристики, які виділяють акціонерний капітал з поміж інших видів капіталу і обумовлюють особливості його формування. На нашу думку, акцент мав би припадати на економічне розуміння акціонерного капіталу, з точки зору ресурсного підходу забезпечення діяльності підприємства і збагачення власників.

2. З огляду на те, що основним суб'єктом дослідження є акціонерні товариства, які приймають рішення щодо формування чи збільшення акціонерного капіталу, доцільно було б в роботі провести аналіз загальних тенденцій діяльності акціонерних товариств в Україні. Для системного сприйняття досліджуваної проблеми логічно мати узагальнену інформацію, яка характеризує обраний сегмент дослідження, наприклад, щодо кількості акціонерних товариств, галузевого розподілу, питомої ваги в загальній структурі організаційно-правових форм створення підприємств, динаміки їх активів, акціонерного капіталу, співвідношення акціонерного і запозиченого капіталу тощо.

3. З нашої точки зору, дискусійним є питання щодо звуження автором розгляду питань формування акціонерного капіталу в фінансовій системі, до розкриття лише теоретичних і практичних аспектів проведення первинного публічного розміщення акцій на фондових ринках. Це відповідає задекларованій меті, предмету і відповідно завданням дослідження, однак лишає поза увагою розгляд питання в межах всієї фінансової системи, як зазначено в темі роботи.



4. У роботі присутні моменти, коли автором наводиться матеріал без його критичного переосмислення, і належного обґрунтування власної позиції. Це стосується визначення поняття «акція» на с.15 – доцільно було акцентувати увагу на різності економічного і правового тлумачення цього фінансового інструменту; переліку переваг IPO на думку українських та зарубіжних вчених на с.16 – варто було надати порівняльну характеристику, виділити спільне бачення переваг та виокремити найбільш важливі.

5. Більш точного опису вимагає другий етап процесу підготовки IPO «Стандартизація» (с.20), оскільки із викладеного не зовсім зрозуміло його зміст, чому тільки інвестиційні банки розглядаються в якості консультантів, чи є їх діяльність за своїм змістом андеррайтингом.

6. Робота могла б бути посилена дослідженням питання вартості для підприємства такого ресурсу як акціонерний капітал, як відомо при оцінці вартості капіталу підприємства, власні ресурси (статутний, пайовий капітал) визнаються найдорожчими, оскільки це кошти власників бізнесу, які вимагають максимальної віддачі від них, і плата за такі ресурси прирівнюється до рентабельності активів. Також варто було в розрізі теорії асиметрії інформації, розглянути різні форми інформаційної ефективності ринку.

7. Також можна відмітити переобтяженість роботи посиланнями на нормативно-правові акти, та інші джерела, наявність диспропорцій в структурі роботи, оформлення рисунків без позначення назв осі, одиниць виміру та періоду часу та інші стилістично-редакційні неточності.

Відмічені зауваження, дискусійні моменти та побажання носять дискусійний характер та мають сприйматись як порада дисертанту щодо поглиблення досліджень у цій сфері в майбутньому. В цілому дисертаційна робота М. В. Стефанишин виконана на достатньому науковому рівні і вирішує важливу науково-прикладну проблему, пов'язану із поглибленням теоретико-методичних засад формування акціонерного капіталу в Україні.

## ЗАГАЛЬНИЙ ВИСНОВОК

Дисертаційна робота М. В. Стефанишин є самостійною, завершеною працею, в якій отримані нові науково-обґрунтовані теоретичні та практичні результати, що в сукупності дозволяють вирішити важливу науково-практичну проблему, пов'язану з поглибленням теоретико-методичних засад реалізації системи первинного розміщення акцій на українському та міжнародних фондових ринках та обґрунтуванням на цій основі практичних рекомендацій, спрямованих на підвищення ефективності управлінських рішень у формуванні акціонерного капіталу. Зміст роботи відповідає паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. У публікаціях здобувача та авторефераті відображені основні положення дисертації. За актуальністю предмету дослідження, його обсягом, науковим рівнем і практичною цінністю отриманих результатів дисертаційна робота "Формування акціонерного капіталу в фінансовій системі України" відповідає вимогам пунктів 9, 10 та 12 «Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника», 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,  
кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри банківських інвестицій  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»**

**О. М. Юркевич**

