

До спеціалізованої вченої ради Д.35.051.01

Львівського національного університету

імені Івана Франка

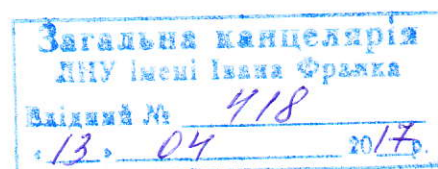
ВІДГУК

**офіційного опонента на дисертаційну роботу Семенюка Віталія
Олександровича «Фінансова реструктуризація енергопостачальних
корпорацій України як спосіб підвищення їх ефективності»,
подану до захисту на здобуття наукового ступеня кандидата економічних
наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Актуальність теми дослідження

Динамічність умов функціонування енергопостачальних корпорацій України спонукає їх до пошуку інноваційних механізмів управління змінами у площині фінансів. Кризові процеси у фінансах корпорацій засвідчили необхідність розробки цілісної наукової парадигми фінансової реструктуризації корпорацій. Фінансова реструктуризація належить до числа інноваційних інструментів, які дозволяють підприємствам досягти підвищення ефективності фінансово-господарської діяльності корпорацій як у поточному так і довгостроковому періоді.

Технології фінансової реструктуризації постійно змінюються та удосконалюються, що зумовлено динамікою змін в умовах функціонування бізнесу. Це потребує постійного розвитку і актуалізації теоретико-методичного та нормативно-правового забезпечення процесів реструктуризації. Особливе значення для України має розробка адекватного механізму фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій. Необхідність такої реструктуризації на сьогоднішній день не викликає сумніву. Заходи з реструктуризації мають урахувати принципи сталого розвитку корпорації та сприяти підвищенню ефективності їх функціонування з позиції усіх стейкхолдерів. Вирішенню окреслених питань присвячена дисертація В. О. Семенюка, що й зумовлює її актуальність та науково-практичну цінність. В



роботі обґрунтовані нові підходи до вирішення наукових та прикладних завдань, що полягають у розробленні теоретико-методичних, інституційно-організаційних та прикладних засад проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України.

Зв'язок теми дисертаційної роботи з державними та галузевими науковими програмами і темами. Проведене дослідження узгоджується з пріоритетними напрямками наукових розробок в країні. Дисертаційна робота виконана у рамках науково-дослідних робіт, які виконуються кафедрою фінансів і кредиту Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича на тему: «Теорія і практика фінансового забезпечення економічного зростання в Україні». У межах даних робіт поглиблено теоретико-методичні засади фінансової реструктуризації і тим самим здійснено певний внесок у розвиток інноваційної трансформаційної парадигми сучасних корпоративних фінансів.

Ступінь обґрунтованості і достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації. Наукові положення, висновки та рекомендації, що виносяться на захист, мають достатній ступінь обґрунтованості, автором чітко сформульовані мета і завдання, простежується їх узгодженість з предметом та об'єктом дослідження. Структурна декомпозиція дисертаційної роботи є логічною, її побудова визначена метою і є комплексом послідовних розробок теоретичних положень, методичних і організаційних підходів та практичних рекомендацій щодо проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України з метою підвищення їх ефективності, що створює цілісну картину системного дослідження складних процесів фінансової реструктуризації корпорацій.

Обґрунтованість та достовірність наукових положень, висновків та рекомендацій підтверджується використанням значної інформаційної бази за темою дисертації, в т.ч. законодавчих та нормативних актів України, що регламентують діяльність енергопостачальних корпорацій, даних річної

фінансової звітності енергопостачальних корпорацій України за 2006-2015 рр, офіційних матеріалів Державної служби статистики, аналітичних матеріалів та експертних оцінок вітчизняних і міжнародних інформаційно-аналітичних агенств, численних наукових публікацій, монографій вітчизняних та зарубіжних науковців, фахових літературних джерел.

Отримані у роботі наукові результати, висновки та рекомендації базуються на положеннях корпоративних фінансів, застосуванні методів економіко-математичного моделювання, системно-структурного та системно-функціонального підходів до дослідження економічних явищ і процесів.

Новизна наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації. До основних результатів дослідження, які характеризуються науковою новизною, на погляд опонента, можна віднести наступні положення:

- удосконалено дефініцію «фінансова реструктуризація». Цілком слушно, під цим поняттям автор пропонує розуміти процес перебудови фінансової структури корпорацій, який здійснюється з метою максимізації добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді. Новим у цьому визначенні є вказівка на причинно-наслідкові зв'язки між фінансовою структурою підприємства та збалансуванням інтересів стейкхолдерів;

- у дисертації запропоновано ряд рішень щодо визначення об'єкта фінансової реструктуризації як структури джерел фінансування та центрів фінансової відповідальності, що в сукупності формують фінансову структуру корпорацій. Такий підхід дає можливість використовувати фінансову реструктуризацію як оперативно-тактичний та стратегічний інструмент корпоративного фінансового менеджменту, а також врахувати інтереси ключових стейкхолдерів.

- автором удосконалено методику оцінки ефективності фінансової реструктуризації корпорацій, зокрема обґрунтовано вартісно-орієнтований показник оцінки динаміки добробуту акціонерів, в основі якого покладено рух

грошових потоків між акціонерами й корпорацією за визначений період, ринкову вартість акцій та витрати на власний капітал. Визначено, що важелями впливу на динаміку добробуту акціонерів є фінансові рішення, які призводять до змін зазначених складових вартісно-орієнтованого показника. Завдяки цьому можна оцінити вплив фінансової реструктуризації на добробут акціонерів;

- в роботі поглиблено аналітичні підходи щодо визначення цільової структури капіталу за двома критеріями: мінімізації середньозваженої ставки витрат на капітал (WACC) та волатильності операційного прибутку. Обґрунтовано методику моделювання WACC з урахуванням різних варіантів структури капіталу та методичний підхід щодо визначення критичної величини виплат за борговими зобов'язаннями з урахуванням заданої ймовірності дефолту корпорації і критерію волатильності операційного прибутку;

- в дисертації обґрунтовано новітнє визначення поняття «корпорація» у якому на відміну від наявних підходів основний акцент зроблено на корпоративні права. Запропоноване визначення передбачає, що під корпорацією необхідно розуміти юридичну особу, створену у вигляді господарського товариства, статутний капітал якого поділений на визначену кількість корпоративних прав (акцій), розміщених серед власників (акціонерів), та дають їм право на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства. Зазначений варіант визначення найбільш вдало вирішує проблематику неоднозначних підходів до інтерпретації корпорацій у вітчизняній науці та практиці;

- в роботі отримали подальших розвиток науково-практичні засади щодо визначення економічної доданої вартості (EVA) в частині порядку розрахунку окремих компонентів, розробки схеми взаємозв'язків ключових факторів, які впливають на економічну додану вартість, що дає можливість здійснити її декомпозицію та використовувати в якості критерію створення (поглинання) вартості за період;

- до наукових здобутків автора слід віднести також виявлення взаємозв'язку між рентабельністю власного капіталу та визначеними

факторами по кожній із досліджуваних корпорацій. В роботі побудовані регресійні моделі, коефіцієнти регресії яких показують, що частина факторів позитивно впливають на рентабельність власного капіталу, інші ж здійснюють негативний вплив. На основі кореляційно-регресійного аналізу побудовано динамічну модель рентабельності власного капіталу корпорацій, яка дозволяє визначити, як зміниться рентабельність власного капіталу з урахуванням зміни факторів моделі.

Теоретичне та практичне значення дисертаційної роботи. Наукові положення, висновки та рекомендації, отримані дисертантом, можна вважати внеском у поглиблення існуючих теоретичних засад фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України. Авторські розробки впроваджено в діяльність державних органів влади, у корпоративному секторі економіки, у навчальному процесі, що підтверджується відповідними актами та довідками. Зокрема, наукові результати дослідження знайшли практичне застосування в діяльності Департаменту економіки Чернівецької обласної державної адміністрації та ПАТ «Рівнеобленерго». Пропозиції щодо фінансової реструктуризації регіональної енергопостачальної корпорації були впроваджені у «Стратегії розвитку Чернівецької області на період до 2020 року», пропозиції щодо застосування методики визначення оптимальної структури капіталу за критерієм мінімізації витрат на капітал та рекомендації щодо визначення економічної доданої вартості (EVA) використовуються у діяльності ПАТ «Рівнеобленерго». Крім того, основні положення та результати дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича.

Повнота викладення наукових результатів дисертації в опублікованих працях та авторефераті. Ознайомлення зі змістом дисертації та опублікованими роботами здобувача дозволяє зробити висновок, що ключові наукові положення, висновки та рекомендації, сформульовані в дисертації, достатньо повно висвітлено у 22 наукових працях, у тому числі двох колективних монографіях, 8 статтях у наукових фахових виданнях, з яких 5

статтей опубліковані у збірниках, що включені до міжнародних наукометричних баз. Основні методичні засади, наукові розробки і результати дослідження були предметом обговорення й отримали позитивну оцінку на десяти міжнародних та двох Всеукраїнських науково-практичних конференціях.

Автореферат у повній мірі розкриває основні наукові результати, які дисертант отримав у процесі дослідження, а також ступінь новизни розробок і рекомендацій щодо можливостей практичного застосування одержаних наукових результатів та є ідентичним змісту дисертації. Таким чином, повнота викладу основних наукових результатів дисертації відповідає чинним вимогам МОН України.

Дискусійні положення та зауваження до змісту дисертаційної роботи.

Визнаючи важливість і цінність проведеного дослідження, на наш погляд, слід виокремити певні зауваження та зупинитися на дискусійних моментах роботи, зокрема:

- автор стверджує, що ним уперше доведено взаємозв'язок між рентабельністю власного капіталу підприємств та показниками, які характеризують їх фінансову структуру, однак, у численних підручниках уже тривалий час наводяться алгоритми, що характеризують зв'язок між фінансовим важелем, який, по суті характеризує структуру капіталу на рентабельністю власного капіталу. Можливо, автор має на увазі застосування відповідного алгоритму на прикладі вітчизняних підприємств;

- досить спірним є віднесення до наукової новизни позиції щодо удосконалення прикладного інструментарію фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України, зокрема пропозиції щодо реструктуризації заборгованості ЕКУ на основі сек'юритизації заборгованості за електроенергію, методичні підходи до реструктуризації власного капіталу шляхом деномінації та додаткової емісії акцій, конверсії боргу у акції, виплати дивідендів акціями. Очевидно, що наукові здобутки не мають обмежуватися

певною країною чи сектором економіки. Їх наукова цінність визначаються міжнародним значенням;

- окремі пункти новизни сформульовано у вигляді анотації, що не дають змоги оцінити реальний науковий здобуток автора та його внесок у розвиток фінансової науки. Це стосується, зокрема, методичних підходів до оцінки ставки витрат на власний капітал корпорацій на основі модифікації моделі CAPM. З такого трактування не зовсім зрозуміло, у чому ж саме полягає модифікація та у чому наукова цінність внеску автора;

- по ходу дисертації та у висновках (п.4) автор стверджує, що ним «виявлено, що середньозважена ставка витрат на капітал залежить від ставок витрат на власний і позиковий капітал та від питомої ваги кожної зі складових капіталу». Однак, це загальновідомі речі, які наводяться у кожному підручнику з корпоративних фінансів і давно доведені іншими ученими;

- сім із дев'яти висновків до дисертації жорстко прив'язані до енергопостачальних компаній. Наукове ж дослідження є більш цінним, якщо його результати можна спроектувати на різні сектори економіки. Робота мала б більшу науково-практичну цінність, якби автор обґрунтував можливості використання частини її результатів для усього корпоративного сектору економіки;

- спірним є твердження дисертанта, що «структура капіталу являє собою частину фінансової структури, яка репрезентована довгостроковими джерелами фінансування, у той же час фінансова структура також включає і короткострокові джерела фінансування». Як у вітчизняній теорії і практиці, так і у зарубіжній, за розрахунку показників структури капіталу здебільшого приймаються не довгостроковий позичений капітал, так і короткостроковий. Автор дисертації також зазначає, що «короткострокові фінансові зобов'язання враховано в якості короткострокової компоненти капіталу». Якщо так, то чому структура капіталу не включає короткострокову компоненту?

Вказані недоліки і зауваження не носять принципового характеру і не заперечують наукової новизни та загальної позитивної оцінки дисертації.

Відповідність дисертації встановленим вимогам

Загальний висновок

Дисертаційна робота Семенюка В.О. «Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України як спосіб підвищення їх ефективності» є самостійною науковою працею, яка містить обґрунтовані теоретичні та практичні результати, що у сукупності спрямовані на вирішення важливої наукової проблеми – поглиблення теоретико-методичних засад фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України та розроблення рекомендацій щодо підвищення їх ефективності.

Теоретичні і практичні положення наукової новизни, висновки, пропозиції та рекомендації мають достатній рівень обґрунтованості, супроводжуються методичним та практичним матеріалом. Дисертація відповідає вимогам пп. 9, 10, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння звання старшого наукового співробітника», затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України від 24 липня 2013 року № 567 (зі змінами та доповненнями), а її автор – Семенюк Віталій Олександрович заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент:

доктор економічних наук, професор

завідувач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу

ДВНЗ «Київський національний економічний університет

імені Вадима Гетьмана»

О.О. Терещенко



Відгук надіслав до спеціалізованої вченої ради 13. 07. 2017р
Вчений секретар
Майбуєв О.І.