

У спеціалізовану вчену раду Д 64.055.02  
у Харківському національному  
економічному університеті імені Семена  
Кузнеця  
61166, м. Харків, пров. Інженерний, 1-А

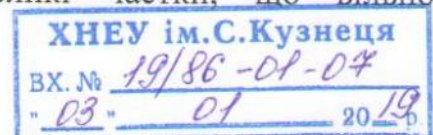
### ВІДГУК

офіційного опонента на дисертаційну роботу Алеїнікової Наталії  
Миколаївни «Формування механізму оцінки вартості акціонерних  
товариств», подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних  
наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

#### 1. Актуальність теми дослідження

Основою фінансового потенціалу є достатня капіталізація підприємства, раціональна структура капіталу, яка забезпечує фінансову стійкість і зростання вартості підприємства. У кожній країні світу корпоративний сектор економіки має свої закономірності розвитку. В умовах України поштовх становленню акціонерної форми власності дали приватизаційні процеси, роздержавлення і корпоратизація підприємств. Характерними рисами розвитку українського корпоративного сектора є: тривалий процес перерозподілу власності; концентрація акціонерного капіталу і управління в руках вузької групи людей; неефективна поведінка багатьох топ-менеджерів і акціонерів; слабкість дії ринку цінних паперів як зовнішнього середовища корпоративних відносин тощо. Формування ефективного фондового ринку неможливо без глибинного розуміння сутності і особливостей корпоративного управління відповідно національних інституціональних умов.

Фінансовий стан, фінансові результати і вартість капіталу є визначальними індикаторами ефективності функціонування підприємства. Акціонерне товариство є найбільш розвиненою формою об'єднання розрізнених внесків в один загальний асоційований капітал завдяки розподілу акціонерного капіталу на рівновеликі частки, що вільно



обертаються у формі акцій. Для успішного вирішення розподілу фінансових ресурсів та зміцнення фінансового становища акціонерного товариства необхідно розробити механізми об'єктивної оцінки вартості його капіталу в цілому, а також окремих пакетів акцій тощо.

Незважаючи на наявність численних досліджень із методичного забезпечення та інструментарію оцінки капіталу акціонерних товариств, потребують вирішення певні проблеми в частині використання методів, цільового призначення, визначення виду вартості - ринкова, інвестиційна, ліквідаційна. За окреслених вище обставин дисертація Алеїнікової Наталії Миколаївни є актуальною та відповідає основним завданням та заходам Стратегії сталого розвитку «Україна – 2020».

Актуальність теми дисертації визначається її зв'язком із науковими дослідженнями Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця в межах науково-дослідних робіт за темами: «Оцінка нематеріальних активів і об'єктів корпоративних прав в процесі інноваційної діяльності підприємства», «Інфраструктурне забезпечення фінансового стану корпоративних підприємств в умовах ризику втрати платоспроможності».

## **2. Ступінь обґрунтованості та достовірності наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації**

Наукові положення, висновки та рекомендації, що містяться у дисертації, в достатній мірі обґрунтовані. Виконане дослідження, свідчить про широку і глибоку обізнаність дисертанта з науковими працями вітчизняних і зарубіжних вчених, в яких досліджуються проблеми формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств. Автор використав широкий арсенал сучасних методів дослідження: методи аналізу і синтезу, дедукції та індукції, розгалуженого поділу, логічного узагальнення, множинної регресії, графічного, інтегрального показника, PEST-аналізу, експертних оцінок, нечітких множин, сценарного, теорії ігор, математичного та ін. Кваліфіковане їх використання дозволило дисертанту зробити

особистий внесок у розвиток теоретичних засад та методичного підходу до формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств, довести рекомендації та пропозиції до рівня їх практичного використання на промислових акціонерних товариствах регіону.

Результати дослідження доповідались та обговорювались на 7 науково-практичних конференціях різних рівнів, а також опубліковані в наукових фахових виданнях. У роботі використані законодавчі, нормативно-правові документи України, звітна документація акціонерних товариств, статистичні дані, що забезпечує належний рівень обґрунтованості і достовірності отриманих результатів.

Дисертаційна робота Н. М. Алеїнікової характеризується логічною послідовністю викладення, завершеною структурою, повною мірою висвітлює зміст визначених розділів, а за змістом, сутністю, структурою та оформленням повністю відповідає вимогам МОН України.

Висновки і рекомендації підтверджуються довідками про впровадження результатів дисертаційного дослідження в практику роботи акціонерних товариств та в навчально-педагогічний процес.

Усе зазначене дає підстави стверджувати, що висновки, пропозиції та рекомендації, сформульовані в дисертації, є достатньо обґрунтованими та достовірними.

### **3. Основні наукові результати, що одержані автором, та їх новизна**

Наукова новизна результатів дисертаційної роботи полягає у вдосконаленні та розвитку теоретичних, методичних та прикладних положень з формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

Автором проведено глибокий аналіз вітчизняних та зарубіжних джерел із визначення дефініцій економічних категорій: «фінансові ресурси», «вартість», «оцінка», «механізм» (стор. 28-49). Це дозволило дисертанту отримати такі наукові результати: по-перше, визначити поняття механізму оцінки вартості акціонерних товариств як організованої складної системи

процесу оцінки, кінцевим результатом якої є визначення альтернативної вартості акціонерного товариства з урахуванням рівня фінансово-корпоративного управління в умовах розвитку фондового ринку; по-друге, уточнити поняття «альтернативної вартості» як можливої вартості акціонерного товариства (його акцій) з врахуванням поправок на рівень властивостей бізнесу, що дозволяє знизити ризики недооцінки або переоцінки вартості капіталу (стор. 50-52; 59-64).

За допомогою контент-аналізу автор аргументовано доводить необхідність формування теоретичного базису механізму оцінки вартості акціонерних товариств в частині його принципів та функцій (стор. 53-58). Отримані результати вдало формалізовано такими рисунками: 1.2 - контент-аналіз принципів оцінки вартості; 1.3 - аналіз функцій оцінки вартості; 1.4 - складові теоретичного базису механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

Дисертантом узагальнено особливості підходів до оцінки вартості акціонерного товариства. З огляду на різновекторність та різноманітність впливаючих факторів у роботі обґрунтовано необхідність їх структурування, а основними характеристиками визначено уніфікованість та універсальність. Здобувачем формалізовано методичні підходи до визначення впливу на вартість акціонерного товариства таких факторів: економічні – час, ризик; інституціональні - політичні, економічні, соціальні та технологічні. Поділ факторів вартості на гальмуючі та рушійні дозволить управляти капіталом акціонерного товариства відповідно до обраної фінансової стратегії (стор. 65-79).

Заслуговує позитивної оцінки аналітичне дослідження торгів акціями на ринку цінних паперів за даними національних регуляторів, а також на основі власного узагальнення діяльності акціонерних товариств Харківської області, зокрема шляхом проведення їх класифікації та кластерного аналізу (стор. 81-103). Отримані результати використовуються у подальшому для визначення системи показників для оцінки вартості акціонерних товариств, а

також для характеристики їх методів та показників-індикаторів (стор. 104-115).

Суттєвим внеском у розвиток фінансової науки є удосконалення підходу до формування механізму оцінки вартості. Дисертантом запропоновано його етапи в процесі покрокової взаємодії між окремими суб'єктами - учасниками оцінки. У дисертації розроблено структуру і алгоритм механізму визначення вартості акціонерних товариств, за якими взаємодіють об'єкти і суб'єкти оцінки. Безумовно важливими є розробки відповідного фінансового та інституційного забезпечення. Особливої уваги заслуговує використання загальних положень процесу оцінки вартості акціонерного товариства (стор. 116-133).

У дисертації удосконалено процедури інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерного товариства. Автор справедливо наголошує, що акціонерним товариствам притаманні специфічні ознаки діяльності, які повинні бути враховані при оцінці їх вартості, а саме: рівень акціонерної прибутковості та ліквідності корпоративних прав, ринкової цінності акцій, що визначають рівень корпоративного стану товариств. Подальшим розвитком зазначеного результату є удосконалення процедур оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств з використанням бального підходу до визначення інтегрального показника, кінцевим результатом якої є встановлення його рівня та коригуючих коефіцієнтів для розрахунку альтернативної вартості (стор. 135-150).

Наукову цінність має запропонований методичний підхід до оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств з використанням методології нечітких множин. Перевагою зазначеного підходу є визначення кількісної оцінки впливу факторів на альтернативну вартість товариства через коригуючі коефіцієнти. Запропонований підхід пройшов вдалу апробацію, яка довела можливість його широкого використання (стор. 151-169).

Заслуговує на увагу використана автором теорія ігор (правила максиміна) з метою визначення доцільного вибору підходу та методу оцінки вартості акціонерних товариств, а також вирішення процедури узгодження рішень щодо альтернативних варіантів. Особливої уваги заслуговує розроблений і теоретично обґрунтований інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства. Запропонований інструментарій оцінки альтернативної вартості акціонерних товариств за ринковим підходом методом мультиплікаторів є альтернативним інструментом оцінки вартості з врахування коригуючих коефіцієнтів впливу на вартість акціонерних товариств з метою надання об'єктивної та достовірної оцінки вартості (стор. 170-185).

Отримані автором наукові результати мають високий ступінь обґрунтованості, що підтверджується узагальненням значної кількості фундаментальних праць вітчизняних та закордонних вчених-економістів, використанням великого обсягу статистичної інформації, достатньою апробацією та впровадженням у діяльність товариств.

#### **4. Теоретична цінність і практична значущість наукових результатів**

Наукове значення результатів дисертаційного дослідження полягає у розробці теоретичних положень і висновків, які збагачують економічну науку з питань формування ефективного механізму оцінки вартості акціонерних товариств. Мають науковий інтерес запропоновані дефініції «механізму оцінки вартості акціонерних товариств» та «альтернативної вартості», орієнтовані на уточнення змісту елементів понятійно-категорійного апарату дослідження та дозволяє знизити ступінь невизначеності трактувань. Сформований теоретичний базис механізму оцінки вартості акціонерних товариств та вдосконалена класифікація їх факторів дозволить найбільш повно розкрити закономірності процесу оцінки та визначити зміни у вартості.

Розвинута автором процедура інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств, яка враховує специфіку діяльності акціонерних товариств, дає можливість вдосконалити процес оцінки вартості, встановити синергетичні потенційні можливості акціонерного товариства для зростання їх вартості та визначити слабкі позиції товариства, які потрібно усунути. Використавши системно-елементний підхід, здобувач запропонував загальну концепцію оцінки вартості акціонерного товариства, її складові, елементи і причинно-наслідкові зв'язки між ними. Ієрархічний підхід до оцінки впливу факторів на вартість акціонерного товариства дозволив встановити найбільш значущі фактори та їх підпорядкованість. Запропонований інструментарій оцінки альтернативної вартості за ринковим підходом враховує кількісну оцінку впливу факторів, як загальних, так і специфічних для акціонерних товариств, та дозволяє визначити їх інвестиційну привабливість.

Практична цінність результатів дослідження полягає у розробці науково-методичних положень та конкретних практичних рекомендацій щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств, які пройшли апробацію на акціонерних товариствах. Практична цінність результатів дослідження підтверджується їх впровадженням у господарську діяльність акціонерних товариств: ПАТ «Харківський завод металевих конструкцій» та ПАТ «Електромашина».

Результати дисертаційної роботи використано у навчальному процесі Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця при викладанні дисципліни «Економіка підприємства» при підготовці студентів освітнього ступеня «бакалавр».

## **5. Повнота викладання результатів дисертації в опублікованих працях**

За результатами дослідження опубліковано 18 наукових праць; у тому числі один розділ у монографії, 9 - статті у наукових фахових виданнях та

виданнях, включених до міжнародних наукометричних баз, 7 - публікації за матеріалами конференцій. З огляду на це апробацію результатів дисертаційної роботи слід вважати достатньою.

#### **6. Відповідність дисертації встановленим вимогам**

Дисертація має традиційну структуру: вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел, додатки. Роботу виконано в науковому стилі, її зміст викладено в чіткій логічній послідовності. Автореферат забезпечує ідентичність основних положень, висновків та пропозицій роботи.

#### **7. Дискусійні положення та зауваження щодо змісту дисертації**

Оцінюючи в цілому достатній рівень розробки теоретико-методологічних і методичних положень, практичних рекомендацій, обґрунтованість наукових висновків та пропозицій, необхідно відмітити, що деякі положення є дискусійними.

1. Визначення поділу на три групи факторів: часу, ризику та вартості (стор. 71-74) вважаємо скоріш авторським баченням, яке в дослідженні доцільно було би конкретизувати. Наведені питання залишаються відкритими для їх дослідження і розкриття.

2. У запропонованому механізмі оцінки вартості акціонерних товариств (рис. 2.12 на стор. 118-119) для його повного розкриття доцільно було би визначити фінансові важелі та засоби досягнення мети. Потребують додаткового обґрунтування шляхи створення механізму оцінки вартості акціонерного товариства у контексті стабілізації ринку цінних паперів.

3. У розроблених загальних положеннях процесу оцінки вартості акціонерних товариств (рис. 2.17, стор. 129-130) є блок розробка стратегії управління вартістю. Для підкреслення важливості такого етапу корисно було би, принаймні у оглядовому форматі, навести основні принципово-важливі її напрями.



4. Здобувач досить повно розкриває процедуру оцінювання фінансово-корпоративного стану та доводить доцільність використання його показників з огляду на специфіку діяльності акціонерних товариств (стор. 139-142). Проте, доцільно було би докладніше розкрити роль корпоративного управління для оцінювання фінансово-корпоративного стану і визначити показники, які характеризують його рівень.

5. Наводячи результати інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств, шляхом бального підходу (стор. 142-146), автору бажано було би чіткіше прописати процедуру оцінювання показників за таким підходом та вказати критерії, які висуваються до відбору медіаторів.

6. Дискусійним є визначення ймовірних сценаріїв зміни вартості акціонерних товариств (С. 167-170). Не доведено достатніх аргументів на користь їх вибору, не зрозумілими лишаються шляхи їх реалізації на практиці.

7. У запропонованій формулі (3.20) розрахунку альтернативної вартості акціонерних товариств (стор. 179) доцільно було би встановити понижувальний коефіцієнт для позалістингових цінних паперів, оскільки відсутність котирування акцій знижує їх вартість.

Висловлені зауваження і зазначені недоліки несуттєво знижують позитивну оцінку теоретичного рівня та практичного значення результатів дисертаційної роботи Н. М. Алейнікової. Отримані нові наукові положення та висновки є достовірними та достатньо обґрунтованими.

## **8. Загальний висновок**

Дисертаційна робота Н. М. Алейнікової є завершеною науково-дослідною роботою, яка вирішує актуальне науково-практичне завдання – розвиває теоретичні та науково-методичні засади формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

Дисертація Алейнікової Наталії Миколаївни має важливе наукове і практичне значення. За змістом й якістю теоретичних та методичних розробок вона відповідає рівню дисертацій на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук. Обрану тему дисертаційної роботи необхідним чином розкрито; поставлену мету досягнуто; завдання дисертаційної роботи в цілому виконано. Тема дисертації відповідає паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Автореферат дисертації необхідним чином розкриває основні її положення та висновки, є ідентичним дисертації за структурою та змістом та не містить інформації, що є відсутньою у дисертаційній роботі.

Дисертаційна робота «Формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств» відповідає вимогам пп. 9, 11, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого постановою Кабінету міністрів України від 24.07.2013 р. № 567, що висуваються до дисертаційних робіт на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук, а її автор - Алейнікова Наталія Миколаївна – заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент:

доктор економічних наук, професор,  
професор кафедри фінансів, банківської  
справи та підприємництва

Донбаської державної машинобудівної академії

Міністерства освіти і науки України

(м. Краматорськ)

Т.Д. Косова

Підпис Косової Т.Д., д.е.н., професора, професора кафедри фінансів,  
банківської справи та підприємництва засвідчую:

Проректор з наукової роботи,  
управління розвитком та міжнародних зв'язків



М.А. Турчанін