

## ВІДГУК

офіційного опонента

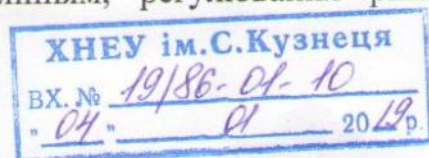
на дисертаційну роботу Алеїнікової Наталії Миколаївни  
«Формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств», подану на  
здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю  
08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

### *Актуальність теми дослідження*

Ефективність управління акціонерним товариством в сучасних умовах визначається через зростання ринкової вартості компанії. Ринкову вартість відповідно до стандартів американської школи менеджменту називають «подвійним гіпотетичним тестом» ефективності діяльності акціонерного товариства, оскільки її зростання ілюструє збільшення доходу на інвестований акціонерами капітал шляхом росту ринкової вартості акцій на фондовому ринку при зростанні дивідендних виплат. Такий саме підхід задекларовано у Принципах корпоративного управління Україні, тому проведення політики ефективного управління і забезпечення інвестиційної привабливості вимагає точної, обґрунтованої та об'єктивної оцінки вартості акціонерних товариств, що б враховувала специфіку вітчизняних реалій. У зв'язку з цим, концепції, способи і методи оцінки вартості акціонерних товариств потребують адаптації відповідно до національного законодавства, макро- та мікроекономічних умов, стану фондового ринку та інше. Тому на сьогоднішній день існує потреба у формуванні механізму оцінки вартості акціонерних товариств, що і обумовлює актуальність теми дослідження.

Існування значної кількості досліджень з теоретико-методичного апарату механізму оцінки вартості, не знижує актуальності дисертаційної роботи. Оскільки значна кількість робіт має суто теоретичний характер, інша - однобічно та недостатньо структуровано аналізує матеріал з використанням концепцій і термінології прикладних теорій, що лежать в основі суміжних сфер дослідження.

Значний інтерес до даної проблеми пояснюється тим, що механізм оцінки вартості акціонерних товариств потребує врахування взаємодії як між суб'єктами оцінки (акціонерним товариством, державою, оцінювачем), так і з іншими механізмами (корпоративним управлінням, регулювання ринку



цінних паперів, правовим тощо). З метою уникнення однобічності і неповноти при формуванні механізму оцінки вартості виникає необхідність глибинного розгляду цієї проблеми, аналізу специфічних ознак акціонерної форми господарювання, їх джерел і сутності.

З урахуванням зазначеного можна стверджувати, що дисертаційне дослідження Н.М. Алейнікової є актуальним, своєчасним, відповідає вимогам і запитам сучасного стану української економіки, оскільки спрямоване на розвиток і удосконалення процесу формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств.

***Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації, їх достовірність і новизна***

Дисертація Н.М. Алейнікової за змістом, сутністю, структурою та оформленням повністю відповідає вимогам МОН України, містить анотацію двома мовами, три розділи, висновки, додатки та список використаних джерел. Логічна структура побудови змісту дисертаційної роботи засвідчує високий рівень опрацювання матеріалу за темою дисертації. Матеріал викладено послідовно і відповідно до завдань та структури дисертації. Поставлена мета відповідає темі дисертаційної роботи. Досягнення окресленої мети розкривається через комплекс завдань, причому головна увага дисертантом зосереджується на дослідженні питань, пов'язаних із теоретичним узагальненням основ формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства та структуризацією факторів впливу на вартість; визначенні системи показників для оцінки вартості та формуванні практичних рекомендацій з розробки процедури інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану та удосконалення інструментарію оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства. Висновки є узагальненням досліджень та основою формулювання практичних рекомендацій. Пропоновані методичні підходи є коректними та такими, що дозволяють проводити конкретні розрахунки.

Сформульовані в роботі наукові положення, висновки та рекомендації в достатній мірі обґрунтовані, їх узгодженість базується на критичному аналізі наукової літератури за темою дисертації та використанням в процесі дослідження фундаментальних положень загальної

економічної теорії, економіки підприємства, фінансового та інвестиційного аналізу, а також таких методів наукових досліджень: розгалуженого поділу, логічного узагальнення, множинної регресії, графічного, інтегрального показника, PEST-аналізу, експертних оцінок, нечітких множин, сценарного, теорії ігор, математичного та ін.

В роботі використані законодавчі, нормативно-правові документи України, звітна документація акціонерних товариств, статистичні дані, що забезпечує належний рівень обґрунтованості і достовірності отриманих результатів.

Результати дослідження доповідались та обговорювались на Міжнародних науково-практичних конференціях, а також опубліковані в наукових фахових виданнях.

Висновки і рекомендації обґрунтовано впливають із виконаних досліджень і 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.

Вивчення тексту автореферату дозволяє стверджувати про його відповідність основному змісту дисертації, яка виноситься на захист.

Наукова новизна результатів дисертаційної роботи визначається сукупністю розроблених теоретико-методичних підходів, а саме:

У першому розділі роботи крізь призму конструктивного аналізу існуючих підходів дисертант пропонує власний підхід до теоретико-методичних засад дослідження сутності поняття «механізм» (с. 42-45) на основі узагальнення його сутнісних ознак. Враховуючи виділені сутнісні ознаки автором уточнено дефініцію «механізму оцінки вартості акціонерних товариств» як організованої складної системи процесу оцінки, кінцевим результатом якої є визначення альтернативної вартості акціонерного товариства з урахуванням факторів впливу на вартість та рівня фінансово-корпоративного управління акціонерного товариства в умовах фондового ринку (С. 45). Важливим є формування авторського визначення «альтернативної вартості» під якою визначено можливу вартість акціонерного товариства (його акцій) з врахуванням поправок на рівень

характерних ознак (властивостей) бізнесу (коригуючих коефіцієнтів факторів впливу), що зводить до мінімуму недо- або переоцінку вартості акціонерного товариства (С. 47).

У роботі надано ґрунтовний аналіз принципів та функцій оцінки вартості, доведено відсутність єдиного наукового підходу до їх складу (с. 48-50, С. 52). Наукову новизну містять обґрунтуванні принципи та функції механізму оцінки вартості акціонерних товариств (с. 51-53), які визначають методичну та функціональну компоненти механізму оцінки вартості.

Істотне місце у роботі відводиться дослідженню факторів впливу на вартість, які на підставі застосування системного аналізу згруповані на фактори часу, ризику та вартості (с. 66-70). Важливою є класифікація факторів вартості з поділом на чотири групи (с. 71-72) з метою підвищення практичної спрямованості розробок. Перевагою запропонованого поділу факторів вартості за додатковою ознакою («за спрямованістю впливу на вартість») є поділ на гальмуючі та рушійні (С. 72), що дозволяє визначити комплексне підґрунтя для реалізації механізму такої оцінки.

Другий розділ присвячено визначенню системи показників та розвитку підходу до формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства.

Заслуговує уваги обґрунтування системно-елементного підходу до формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства з виділенням етапів та їх деталізацією за суб'єктами, об'єктами, методичною, функціональною організаційною та процесною компонентами (с.110-114). Обґрунтування теоретичних засад розвитку підходу до формування механізму оцінки вартості, виконане дисертантом, можна кваліфікувати як суттєвий здобуток.

Для впровадження запропонованого механізму оцінки вартості акціонерних товариств автором розроблено відповідне фінансове та інституційне забезпечення (с. 117-119), як на рівні самого товариства, так і ззовні. Суттєву увагу приділено розробці структури взаємодії між суб'єктами оцінки (с. 120-121) та загальних положень процесу оцінки вартості акціонерного товариства (с. 125-126).

У третьому розділі роботи розкрито механізм оцінки вартості акціонерних товариств через запропоновані і обґрунтовані методичні підходи та інструментарій оцінки вартості.

Наукову і практичну цінність мають розробка та обґрунтування процедури інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств (с. 137-141), відмінною ознакою якої є формування складу показників корпоративного стану з врахуванням специфіки діяльності акціонерних товариств. Обґрунтовано, що кожна компонента фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств характеризується різною динамікою з врахуванням фактору часу. Використання розробленої процедури дозволяє утворити контури перерозподілу фінансових ресурсів товариства та застосовується для корегування його альтернативної вартості.

Безумовно важливим є формування методичного підходу до оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств (с. 146-154) з використанням методів аналізу: Pest-аналізу, експертних оцінок, нечітких множин та сценаріїв, що враховує зв'язки між факторами та дає змогу визначити кількісно дію їх впливу на альтернативну вартість товариства через коригуючі коефіцієнти. Застосування запропонованого підходу підвищує обґрунтованість використання методів аналізу складних проблем для визначення впливу факторів вартості та ризику на систему оцінки вартості.

Викликає інтерес обґрунтування доцільності вибору підходу та методу оцінки вартості акціонерних товариств з використанням теорії ігор (правила максиміна) (с. 166-168), результатом якого визначено найкращім та дієвим ринковий підхід, метод мультиплікаторів.

Слід зазначити також наукову новизну, що міститься у визначенні інструментарію оцінки альтернативної вартості акціонерного товариства (с. 173-175). З цією метою удосконалено формулу її розрахунку, встановлено порядок визначення коригуючих коефіцієнтів зміни факторів впливу на вартість та рівня фінансово-корпоративного стану. Перевага запропонованого інструментарію оцінки альтернативної вартості за ринковим підходом полягає у врахуванні кількісної дії впливу факторів і визначає фінансову спроможність акціонерного товариства.

В методичному плані дослідження проведено правильно. Поставлена в роботі мета – розроблення теоретичних положень, методичних підходів та практичних рекомендацій щодо формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств – здобувачем досягнута, а задекларовані завдання – виконано. Цьому сприяв правильний вибір предмету та об'єкту

дослідження, використання великого обсягу бібліографічних джерел, достатнього масиву статистичної інформації, їх якісне застосування і критичний аналіз з конкретними висновками та пропозиціями.

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

Наведені здобувачем теоретичні положення, методичні засади та отримані науково-прикладні результати дають змогу підвищити рівень оцінки вартості акціонерних товариств через визначення її механізму.

Запропоновані визначення понять «механізму оцінки вартості акціонерних товариств» та «альтернативної вартості», сформований теоретичний базис механізму, який розглядається, дозволяють знизити ступінь невизначеності трактувань та найбільш повно розкрити закономірності процесу оцінки вартості.

Сформований автором теоретичний підхід щодо формування механізму оцінки вартості акціонерного товариства, методичні підходи та запропонований інструментарій оцінки дають можливість вдосконалити процес оцінки вартості через визначення альтернативної вартості з урахування впливу факторів на вартість та рівня фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств.

Отримані положення, результати та висновки дисертаційної роботи можуть бути використані для формування ефективної системи оцінки вартості акціонерних товариств через створення відповідного механізму.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що представлені у роботі положення доведені до рівня методичних розробок, заходів та рекомендацій, які пройшли апробацію на акціонерних товариствах. Підтвердженням практичної значущості дисертаційної роботи є те, що представлені у ній науково-методичні і практичні розробки та заходи використані у діяльності наступних 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».

### *Повнота викладання результатів дисертації в опублікованих здобувачем працях*

Основні положення та наукові результати дисертації досить повно висвітлено у відкритих публікаціях. Матеріали досліджень опубліковані у 18 наукових працях, у тому числі: один розділ опубліковано у колективній монографії, 3 статті у наукових фахових виданнях (1 - у науковому не фаховому виданні), 7 статей опубліковано у науково-періодичних виданнях, включених до міжнародних наукометричних баз, 7 тез доповідей на науково-практичних конференціях.

Кількість і якість друкованих праць надають здобувачеві право публічного захисту дисертації.

### *Зауваження до дисертації та дискусійні положення*

Визначаючи загальний належний науковий рівень і практичне значення дисертаційної роботи, не можна залишити поза увагою наявні в ній деякі неточності та дискусійні питання, що обумовлює необхідність висловити з цього приводу наступні зауваження та побажання:

1. Проблему переосмислення змісту поняття «альтернативна вартість» автор вирішує у площині врахування коригуючих коефіцієнтів факторів впливу та зменшення недо- або переоцінки вартості акціонерного товариства (С. 47). Проте, у роботі не визначено, що є критерієм або критеріями достатньої оцінки вартості.

2. Формулюючи умови, необхідні для стабільного розвитку ринку цінних паперів (С. 88), автор зазначає необхідність лібералізації валютного регулювання, не враховуючи, що з введенням у дію Закону України «Про валюту і валютні операції» це питання автоматично вирішуються через реалізацію принципу «дозволено те, що не заборонено».

3. У сукупності ознак, за якими автор наводить структуру механізму оцінки вартості акціонерних товариств (С. 115), дисертантом не виділені компоненти реалізації фінансової складової цього механізму. Крім того, у цій структурі не враховано законодавче забезпечення реалізації механізму оцінки вартості

4. Здобувач достатньо повно описує процедуру інтегрального оцінювання фінансово-корпоративного стану акціонерних товариств (с. 138-141), але не конкретизує які саме методи та процедури встановлені до вибору кожного показника у розрізі компонент стану.

5. Розроблений у розділі 3 методичний підхід (с. 146-154) до оцінки факторів впливу на вартість акціонерних товариств формує системне оцінювання впливу факторів ризику та вартості. Водночас результати оцінки впливу факторів на вартість з використанням сценарного підходу не достатньо обґрунтовані.

Проте, наведені зауваження у більшості носять дискусійний характер та не знижують загальної позитивної оцінки теоретичної і практичної цінності опонованої дисертаційної роботи. Дисертант продемонстрував гарне розуміння та відчуття актуальності проблеми. Дисертаційна робота є кваліфікованою науковою працею, виконаною автором особисто, характеризується єдністю і логікою викладення, містить науково обґрунтовані теоретичні результати і методичні положення, які мають безперечно корисну практичну значущість в специфічній науковій сфері і українській економіці в цілому.

### ***Висновок***

Дисертаційна робота Алейнікової Наталії Миколаївни «Формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств» за своїм змістом відповідає паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. Дисертація є самостійно виконаним завершеним науковим дослідженням актуальної проблеми, містить оригінальні підходи до розв'язання теоретичних і практичних питань, пов'язаних із формування механізму оцінки вартості акціонерних товариств. У дисертації отримано нові науково обґрунтовані теоретичні й практичні результати, що в сукупності сприяють удосконаленню механізму оцінки вартості акціонерного товариства.

Зміст дисертації відповідає визначеній меті, поставлені здобувачем наукові завдання вирішені повною мірою. Основні положення дисертації, що задекларовані здобувачем містять елементи наукової новизни, рівень яких визначено коректно. Структура й обсяг роботи відповідають встановленим вимогам. Автореферат є ідентичним за змістом з основними положеннями дисертації і дає повну уяву про виконану роботу.



Наукові положення, висновки та рекомендації обґрунтовані, аргументовані, містять наукову новизну та пройшли необхідну апробацію. У публікаціях знайшли відображення основні положення дисертації.

Дисертаційна робота відповідає вимогам пп. 9, 11, 12, 13, 14 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 24.07.2013 № 567, що висуваються до дисертаційних робіт на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук, а її автор Алейнікова Н. М. – 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 економіки та менеджменту  
Харківського національного  
університету імені В. Н. Каразіна  
МОН України

Г.О. Дорошенко

НАЧАЛЬНИК СЛУЖБИ УПРАВЛІННЯ  
ПЕРСОНАЛОМ

