

## **В І Д Г У К**

офіційного опонента доктора економічних наук, професора

**ЧЕБАНОВОЇ НАТАЛІЇ ВОЛОДИМИРІВНИ**

на дисертаційну роботу

**ЧУДОПАЛ АННИ ІВАНІВНИ**

**«ОЦІНКА РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ  
БУДІВЕЛЬНОЇ ГАЛУЗІ ІЗ ВИКОРИСТАННЯМ ІНСТРУМЕНТІВ  
ПОРІВНЯЛЬНОГО ПІДХОДУ»**,

подану на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук  
за спеціальністю 08.00.04 – Економіка та управління підприємствами  
(за видами економічної діяльності)

На відгук надані дисертація, автореферат, копії опублікованих праць. Обсяг основного тексту дисертації складає 185 сторінок комп'ютерного тексту, містить 39 рисунків, 14 таблиць. Список використаних джерел з 255 найменувань на 30 сторінках, 7 додатків на 71 сторінці.

Автореферат представлений на 18 сторінках (без врахування анотацій) і містить 2 таблиці і 5 рисунків (по тексту автореферату), список опублікованих автором праць за темою дисертації із 13 найменувань.

Вивчення дисертаційної роботи, автореферату та опублікованих праць Чудопал А.І. дозволяє сформулювати наступні узагальнені висновки щодо актуальності обраної теми, ступеня обґрунтованості наукових положень, наданих рекомендацій, їх достовірності, новизни та повноти викладення в публікаціях.

### **1. Актуальність обраної теми та її зв'язок із науковими програмами**

На сучасному етапі економічного розвитку дедалі ефективнішим стає використання вартісно-орієнтованого підходу до управління бізнесом. Цей підхід пов'язаний із розробленням стратегічних і тактичних управлінських рішень, спрямованих на максимізацію ринкової вартості підприємства. Дослідження провідних фахівців в галузі оцінки та корпоративного управління доводять, що



традиційні підходи, які спрямовані на максимізацію прибутку, при сучасних умовах є малоефективними. Такий висновок обумовлюється певною межею, до якої підприємство має можливість збільшити доходи та скоротити витрати. Стосовно збільшення ринкової вартості підприємства таких обмежень немає, що вказує на перспективність вартісно-орієнтованого підходу. Актуальність управління вартістю підприємства постійно зростає у зв'язку з посиленням конкурентної боротьби підприємств за інвестиційний капітал. Не менш важливим фактором впливу є сучасні вимоги до корпоративного управління. Головною метою діяльності підприємства є зростання його вартості не тільки у короткостроковій перспективі, але й в довгостроковій.

Зарубіжний досвід свідчить про складність і трудомісткість процедури розробки і узгодження понятійної та нормативно-правової бази вартісно-орієнтованого управління та оцінки ринкової акцій, так як ця діяльність зачіпає безліч суміжних областей діяльності – бухгалтерський облік, аудит, іпотечне кредитування, страхування, оподаткування.

Отже, в умовах, що склалися, особливої актуальності набуває оцінка ринкової вартості бізнесу та використання інструментів порівняльного підходу в умовах інтеграції української фінансової системи.

Комплексність, системність, послідовність та логіка наведених аргументів свідчить про актуальність теми дисертаційного дослідження.

Актуальність теми дисертаційної роботи підтверджується і тим, що обраний напрямок дослідження має тісний зв'язок із комплексною науково-дослідною роботою, яка виконувались Харківському національному університеті міського господарства імені О.М. Бекетова за темою «Теоретико-методичні засади впровадження вартісно-орієнтованого корпоративного управління акціонерним товариством будівельної галузі: управління результативністю та розробка інвестиційної стратегії» (договір № 2568/12), в межах якої автором здійснено оцінку мультиплікаторів балансової вартості капіталу акціонерних товариств будівельної галузі в процесі вартісно-орієнтованого корпоративного управління.

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

Наукові положення, висновки та рекомендації, що містяться у дисертації та виносяться на захист, є цілком теоретично обґрунтованими й містять результати їх практичного використання. Їх виклад супроводжується критичним оглядом та посиланням дисертанта на результати наукових робіт вітчизняних та закордонних науковців за обраною темою, вдалим застосуванням загальнонаукових принципів проведення досліджень, використанням сучасного методичного інструментарію та засобів обробки вихідної інформації.

У роботі чітко визначено мету, сформульовано завдання, об'єкт та предмет дослідження. Для вирішення поставлених у дисертаційній роботі завдань дисертант кваліфіковано використовує широке коло методів дослідження, серед яких як спеціальні, так і загальнонаукові, ґрунтуючись на яких зроблені відповідні висновки та пропозиції наукового та практичного характеру.

Автор достатньо повноту та достовірно характеризує мету та завдання дисертаційного дослідження, яка полягає в обґрунтуванні теоретико-методичного забезпечення та розробки практичних рекомендацій щодо оцінювання ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу. Структура побудови дисертаційної роботи є послідовною, достатньо логічно висвітлені одержані результати.

Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, загальних висновків, списку використаних джерел, додатків.

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертації, визначено мету, завдання, об'єкт і предмет дослідження, відображено наукову новизну та практичне значення одержаних результатів, подано відомості щодо апробації та публікації результатів дослідження.

У першому розділі *«Теоретико-методичні засади оцінки ринкової вартості корпоративних підприємств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу»* здійснено структурно-змістовний аналіз понятійної бази оціночної діяльності акціонерних товариств будівельної галузі (стор. 28-29),

систематизовано методичні підходи до оцінки ринкової вартості корпоративних підприємств будівельної галузі (стор. 30-34), надано характеристику порівняльного підходу для акціонерних товариств будівельної галузі із визначенням методів, переваг та недоліків застосування (стор. 30-34), обґрунтовано доцільність застосування моделей порівняльного підходу до оцінки вартості бізнесу акціонерних товариств будівельної галузі, розроблено алгоритм реалізації порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості (стор. 38-39).

У другому розділі *«Оцінка стану та перспектив функціонування акціонерних підприємств будівельної галузі в Україні»* досліджено оцінку стану та перспективи функціонування акціонерних товариств будівельної галузі в Україні, здійснено аналіз фінансово-економічних показників діяльності акціонерних товариств будівельної галузі на базі систематизації офіційних методик оцінки фінансового стану підприємств, сформовано базу даних для проведення аналізу динаміки цінових і нецінових мультиплікаторів акціонерних товариств будівельної галузі України, розраховано мультиплікатори вартості та проведено кореляційно-регресійний аналіз факторів, що впливають на ринкову вартість акцій акціонерних товариств будівельної галузі.

В роботі здійснено аналіз основних тенденцій та перспектив розвитку будівельної галузі України (стор. 53-59), розраховано мультиплікатори вартості та проведено кореляційно-регресійний аналіз факторів, що впливають на ринкову вартість акцій акціонерних товариств будівельної галузі (стор. 75, додаток Е). За результатами аналізу для побудови трьохфакторної економетричної моделі експрес-оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі відібрано такі мультиплікатори, як: «чистий дохід на акцію», «рентабельність активів», «збудовані метри квадратні житла на одного працюючого» (стор. 79-80).

У третьому розділі – *«Удосконалення інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу»* удосконалено систему інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного

підходу (стор. 110-112), розроблено методичний підхід до інтегрального оцінювання ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу (стор. 101-104), побудовано економетричну трьохфакторну нелінійну динамічну модель залежності ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі від обраних мультиплікаторів (стор. 110-112), здійснено апробацію методичного запропонованого підходу до оцінки ринкової вартості акцій обраних для дослідження акціонерних товариств будівельної галузі. Також здійснено порівняльну оцінку ринкової капіталізації акціонерних товариств будівельної галузі станом на початок 2015 р. (стор. 113-114). В роботі обґрунтовано необхідність оцінки ринкової вартості підприємств із використанням інструментів порівняльного підходу.

В дисертаційній роботі автором запропоновано алгоритм реалізації порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості. Запропоновано комплекс заходів щодо методичного підходу до оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі для прийняття корпоративних рішень.

В роботі обґрунтовано необхідність теоретико-методичних положень вартісно-орієнтованого управління на основі удосконалення процесу оцінки акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу.

За такою логічною схемою здобувачем розкрито наукове завдання дисертаційного дослідження.

Наукові положення, висновки, пропозиції та рекомендації дисертаційного дослідження є достатньо обґрунтованими, що підтверджується використанням як вітчизняних, так і зарубіжних наукових праць, застосуванням таких підходів, методів і прийомів дослідження, як системного та структурного аналізу, кореляційного аналізу, багатофакторного регресійного аналізу, метод зіставлення мультиплікаторів та графічний. В роботі широко використані вітчизняні статистичні дані, інформація щодо діяльності акціонерних товариств будівельної галузі. Достовірність положень і методичних розробок дисертаційної роботи підтверджується їхньою апробацією на науково-практичних конференціях,

публікацією у фахових виданнях та впровадженням результатів дисертаційного дослідження в діяльність підприємств будівельної галузі.

Наукова новизна представлених у дисертації результатів визначається розвитком теоретико-методичних положень вартісно-орієнтованого управління на основі удосконалення процесу оцінки акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу.

Наукова новизна дисертаційного дослідження полягає, зокрема, у наступних конкретних результатах, отриманих особисто дисертантом (у порядку викладу матеріалу):

- здійснено структурно-змістовний аналіз понятійної бази та нормативно-правового забезпечення оціночної діяльності, обґрунтованою ринковою вартістю об'єкта оцінки, систематизовано основні підходи до оцінки вартості бізнесу й обґрунтовано необхідність застосування порівняльного підходу;

- удосконалено методичне забезпечення інтегрального оцінювання ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі на основі економетричної трьох факторної моделі залежності ринкової вартості акцій від обраних цінових і нецінового мультиплікатора, що дозволяє підвищити оперативність визначення вартості бізнесу акціонерних товариств будівельної галузі;

- здійснено аналіз основних тенденції розвитку підприємств будівельної галузі України та сформовано базу даних для проведення аналізу динаміки цінових мультиплікаторів акціонерних товариств будівельної галузі України на основі пріоритетних критеріїв порівняння, виходячи з конкретних умов, цілей оцінки та якості інформації;

- удосконалено алгоритм оцінки ринкової вартості акціонерних товариств із застосуванням інструментів порівняльного підходу, здійснено регресійно-кореляційний аналіз для здійснення корегувань у процесі обробки ринкової і фінансової інформації підприємств-аналогів та наведення їх ціноутворюючих характеристик до характеристик об'єкта оцінки;

- розроблено економетричну трьох факторну нелінійну динамічну модель експрес-оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі

на основі ключових цінових та нецінових мультиплікаторів, що формалізує залежність ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі від урахованих факторів внутрішнього впливу;

– інтегральну модель інформаційно-аналітичного забезпечення оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу шляхом здійснення послідовності дій з визначення типу та обсягів інформації, необхідної для здійснення оціночної діяльності; розробки ефективної системи збору, обробки, використання та зберігання інформації; забезпечення заходів для запобігання негативного ефекту використання недостовірної інформації; визначення взаємозв'язку між результуючим показником та функціональними складовими; побудови економетричної моделі з оцінкою її адекватності, створення умов для ефективного використання необхідної інформації для прийняття стратегічних рішень;

*набули подальшого розвитку:*

– економічний зміст поняття «інформаційно-аналітичне забезпечення оцінки ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із застосуванням інструментів порівняльного підходу», що розглядається як комплексна система формування, збору, аналітико-синтетичної обробки, накопичення й передачі обґрунтованої та релевантної ринкової та фінансової інформації, сформованої з використанням інструментів порівняльного підходу, які сприяють прийняттю стратегічно важливих корпоративних рішень (стор. 83);

– економічний зміст поняття «інструменти порівняльного підходу до оцінки бізнесу» як засобів конвертації вихідної ринкової інформації та інформації про фінансово-господарський стан акціонерного товариства шляхом застосування оціночних процедур із використанням сформованої системи мультиплікаторів у інтегральний показник ринкової капіталізації (стор. 114).

Основні положення дисертації, висновки та пропозиції, що наводяться як логічний підсумок проведеної автором роботи, є достатньо повними та обґрунтованими з високим ступенем наукової аргументації.

### **3. Практичне значення результатів дослідження**

Теоретико-прикладні положення результатів дисертаційного дослідження Чудопал А.І. використані у практичній діяльності акціонерних товариств будівельної галузі. Зокрема, підтвердженням можливостей практичного використання результатів дослідження у практичній діяльності є наявність довідок про впровадження. Результати дослідження впроваджені й використані в практиці АТ «Трест Житлобуд – 1» (м. Харків) (довідка № 57/2 від 14.04.2016 р.), ПАТ «Південспецатоменергомонтаж» (м. Харків, довідка № 134 від 22.03.2016 р.). Результати досліджень застосовуються також у навчальному процесі кафедри фінансово-економічної безпеки, обліку і аудиту Харківського національного університету міського господарства імені О.М. Бекетова при викладанні курсів «Біржова діяльність», «Оцінка бізнесу та об'єктів нерухомості», «Фінансовий менеджмент», «Фінансовий аналіз», «Фінансова діяльність підприємств» (довідка від 02.06.2016 р.).

### **4. Повнота викладення результатів дисертації в опублікованих працях**

Результати дисертаційного дослідження пройшли достатню апробацію на науково-практичних конференціях різного рівня. У цих публікаціях у повній мірі викладені усі наукові результати, отримані дисертантом.

В опублікованих автором роботах знайшли відображення положення, висновки та рекомендації сформульовані в дисертації (13 наукових праць, з них 2 розділи – у колективних монографіях, 5 статей у наукових фахових виданнях, у тому числі 2 статті у збірниках, внесених у міжнародні науково-метричні бази, 7 тез доповідей у матеріалах науково-практичних конференцій). Загальний обсяг публікацій складає 3,61 авт. арк., з яких особисто авторові належить 2,91 авт. арк.

Автореферат дисертації Чудопал А.І. у повній мірі відображає зміст, структуру, основні положення, висновки і рекомендації, які виносяться на захист, і є ідентичними результатам дисертаційної роботи.

Ознайомлення з друкованими працями здобувача підтверджує достатній



рівень відображення результатів дисертаційної роботи у фахових виданнях та авторефераті. Кількість, обсяг і якість друкованих праць надають авторові право публічного захисту дисертації.

## **5. Відповідність дисертації встановленим вимогам**

Дисертація викладена українською мовою, оформлена у повній відповідності з нормами і правилами МОН України, є завершеною науковою роботою. Рівень проведених досліджень, викладених у дисертації відповідає сучасним вимогам до науково-дослідних робіт, що виконуються в національних університетах України. Автореферат за структурою і технічним оформленням відповідає визначеним МОН України стандартам. Зміст автореферату відповідає змісту дисертаційної роботи.

## **6. Дискусійні положення та зауваження до дисертації**

Загальне враження від роботи позитивне. Проте, необхідно звернути увагу на ряд положень дисертаційного дослідження, що є дискусійними та можуть стати предметом конструктивних обговорень під час захисту:

1. У п. 1.1 дисертаційного дослідження «Структурно-змістовний аналіз понятійної бази оціночної діяльності: загальні засади оцінки та нормативно правове забезпечення» (стор. 12-29 дисертаційної роботи), автор наводить лише власне визначення такої категорії як вартісно-орієнтоване управління (стор. 21); не приділяючи належної уваги таким поняттям як, «ринкова вартість», «акціонерне товариство» та «порівняльний підхід до визначення вартості», які, як випливає з назви роботи, є ключовими для дисертаційного дослідження що розглядається.

2. П. 1.2. дисертаційної роботи «Загальна характеристика порівняльного підходу: переваги та недоліки» варто було б доповнити співвідношеннями, що традиційно застосовуються для визначення вартості в межах даного підходу. Натомість, автор роботи наводить загальну характеристику трьох загальновідомих підходів до оцінки бізнесу.

3. В процесі аналізу етапів реалізації методів порівняльного підходу до оцінки вартості суб'єктів господарювання (п. 1.3. дисертаційної роботи) автору дисертаційного дослідження краще було б виявити і врахувати галузеву специфіку корпоративних суб'єктів, що належать до будівельного комплексу.

4. Динаміку статистичних показників, що характеризують результати функціонування будівельної галузі України, було б доцільно доповнити обґрунтованими висновками про характер впливу змін таких показників на вартість найбільш значних будівельних акціонерних товариств України.

5. З математичної моделі, що пропонується автором для визначення ринкової вартості акцій акціонерних товариств, випливає, що такий показник як кількість акцій, (що у свою чергу дозволяє визначити дохід у розрахунку на акцію), негативно впливає а вартість компанії. Це твердження, є неоднозначним і дискусійним, бо зростання кількості акцій може бути свідченням залучення власного капіталу і подальшого розвитку підприємства, що, як правило, приводить до зростання довіри потенційних інвесторів та збільшення вартості суб'єктів господарювання.

6. В процесі розробки моделі, для визначення вартості акціонерних товариств будівельного комплексу (рис. 3.1, стор. 98), автору варто було б врахувати такий досить вагомий фактор формування ринкової вартості підприємств, як рівень їх інвестиційної привабливості для потенційних власників акцій.

7. Параграф 3.2 дисертаційної роботи містить забагато відомостей суто теоретичного характеру, що стосуються оцінки бізнесу та побудови регресійних моделей. У цьому пункті роботи дисертанту доцільно було б конкретизувати власні пропозиції щодо інтегральної оцінки акціонерних товариств будівельного комплексу та викласти їх у формалізованому вигляді.

8. Було б доцільно дослідити вплив коливання загальноринкової кон'юнктури, що відображене в системі макроекономічних показників (рівень інфляції, темпи зростання ВВП, зростання доходів населення та ін.) на формування вартості акціонерного капіталу акціонерних товариств будівельної галузі.

Висловлені зауваження і зазначені недоліки суттєво не знижують позитивну

оцінку теоретичного рівня та практичного значення результатів дисертаційної роботи Чудопал А. І.

## 7. Загальний висновок

Дисертаційна робота Чудопал А.І. на тему «Оцінка ринкової вартості акціонерних товариств будівельної галузі із використанням інструментів порівняльного підходу» є закінченою науковою працею, яка містить нове вирішення актуального наукового завдання, що полягає в розробці теоретико-методичного обґрунтування та практичних рекомендацій щодо застосування інструментів порівняльного підходу до оцінки ринкової вартості акцій акціонерних товариств будівельної галузі.

За змістом, актуальністю, науковою новизною та практичною значимістю робота повністю відповідає вимогам п.п. 9, 11, 12, 13, 14 “Порядку присудження наукових ступенів і присвоєння вченого звання старшого наукового співробітника”, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 24.07.2013 р. № 567, а її автор, Чудопал Анна Іванівна, заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності).

Офіційний опонент,  
доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри обліку і аудиту  
Українського державного університету  
залізничного транспорту



Чебанова Н.В.

Чебанова Н.В.



Особистий підпис

Свідчую \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

завідуючий канцелярією

УкрДУЗТ

