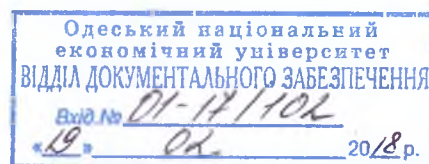


## ВІДГУК

офіційного опонента доктора економічних наук, старшого наукового співробітника Зимовця Владислава Вікторовича на дисертаційну роботу Рогова Георгія Костянтиновича «Система фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та її формування в Україні», представлену до захисту на спеціалізованій вченій раді Д 41.055.01 Одеського національного економічного університету на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**Актуальність теми дослідження.** Реалізація концептуальних принципів сталого розвитку національних економік знаходиться протягом останніх десятиліть в центрі уваги міжнародного співтовариства. Порядком денним у галузі сталого розвитку на період до 2030 року, який було ухвалено державами-членами Організації Об'єднаних Націй, визначено його глобальні цілі і задачі та міжнародну програму дій щодо їх досягнення. Схвалення Стратегії сталого розвитку «Україна – 2020», яка передбачає забезпечення стійкого, екологічно невиснажливого зростання економіки та підвищення соціальних стандартів, підкреслює необхідність і невідкладність трансформації існуючої бізнес-центричної моделі розвитку.

Вирішення цієї проблеми потребує створення відповідних податкових, бюджетних, інвестиційних, кредитних та страхових механізмів і методології їх застосування на корпоративному рівні. Зважаючи на це, особливої актуальності набуває задача наукового перегляду і удосконалення низки теоретичних положень корпоративних фінансів і розробки методів адаптації фінансового менеджменту до суттєвої зміни умов господарювання. Дотепер в економічній науці питання формування і функціонування системно взаємодіючих фінансових механізмів корпоративного розвитку, збалансованого в економічному, екологічному та соціальному вимірах залишаються



малодослідженими. З огляду на це вважаємо, що дисертаційна робота Рогова Георгія Костянтиновича, метою якої є розробка теоретико-методологічних засад і науково-методичного забезпечення формування й функціонування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку в Україні, є актуальним науковим дослідженням.

**Обґрунтованість наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації.** У роботі застосовано фундаментальні положення економічної теорії й теорії фінансів, теорії економічного розвитку і економічних циклів, теорії систем, інституціональної теорії, що викладені в наукових працях вітчизняних і зарубіжних учених. Інформаційною базою дослідження є оприлюднені статистичні дані Національного банку України, Міністерства фінансів України, Міністерства екології та природних ресурсів України, Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Статистичного відділу ООН, Статистичної служби Європейського Союзу, аналітичні та інформаційні матеріали Міжнародної комісії з довкілля і розвитку, Організації з економічного співробітництва та розвитку, Європейської Комісії, Міжнародного інституту досліджень праці та інших міжнародних і національних організацій, звітність суб'єктів господарювання, монографії, фахові періодичні видання та розрахунки автора. Наукові положення, висновки та рекомендації, викладені у дисертації Г.К.Рогова, є обґрунтованими та достовірними.

**Достовірність і новизна наукових положень, висновків і рекомендацій.** Ознайомлення зі змістом дисертації Г.К.Рогова дозволило зробити висновок, що результати дослідження є вагомим внеском у розвиток теорії та практики формування та функціонування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Головним науковим досягненням роботи є поглиблення теоретико-методологічних засад формування та функціонування системи фінансових механізмів корпоративного сталого

розвитку. До найбільш значних результатів дослідження, які мають наукову новизну, можна віднести:

вперше

– розроблено концепцію цілісної динамічної системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку, яка забезпечує гармонізацію економічних інтересів підприємств із суспільними пріоритетами на засадах узгодженості фінансових механізмів і способів їх застосування в економічному, екологічному і соціальному вимірах. Реалізація концепції забезпечить мультиплікативність ефектів функціонування компонентів системи фінансових механізмів сталого розвитку та формування умов, за яких збалансований в економічному, екологічному та соціальному вимірах розвиток стане оптимальним способом досягнення стратегічних фінансових цілей підприємств (с. 91 – 105; 391 – 396);

- обґрунтовано методологію дослідження впливу інституціонального середовища на характер та щільність взаємозв'язку фінансових результатів підприємств із рівнем корпоративних екологічних і соціальних стандартів, а також доведено, що у процесі формування системи фінансових механізмів сталого розвитку змінюються координати корпоративної стійкості. Використання цієї методології дозволить забезпечити узгодження загальнонаціональних і корпоративних інтересів у процесі економічних реформ (с. 73 – 80; 110 – 122);

- визначено фактори вибору виду розміщення акцій і встановлення курсу їх емісії в умовах нерозвинутого фондового ринку та інституціонального середовища корпоративного сектору української економіки. Обґрунтована доцільність врахування зазначених факторів у процесі реформування інституціонального середовища емітентів цінних паперів, що сприятиме формуванню дієвого механізму інвестиційного забезпечення корпоративного сталого розвитку (с. 191 – 200, рис. 3.4., рис. Д.3 додатку Д);

- розкрито основні системні взаємозв'язки та форми взаємодії фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку на основі закономірності їх

виникнення та еволюції. Їх доцільно враховувати при розробці фінансової політики для забезпечення результативності економічних реформ, спрямованих на забезпечення умов для збалансованого в економічному, екологічному і соціальному вимірах корпоративного розвитку, (с. 300 – 325);

- розроблено науково-методичний підхід до формування та реалізації стратегій забезпечення корпоративної стійкості в системі фінансових механізмів сталого розвитку, який передбачає постановку й вирішення наступних задач: ідентифікація ризиків, пов'язаних із формуванням системи фінансових механізмів сталого розвитку та управління ними; обґрунтування альтернативних стратегічних траєкторій руху цільових фінансових результатів у межах припустимих відхилень; забезпечення фінансової ресурсної стійкості; визначення балансу корпоративного розвитку в економічному, екологічному й соціальному вимірах та оптимальної стратегії на базі максимізації значень цільових фінансових показників. Застосування такого підходу дозволяє запобігати можливим ризикам та загрозам у процесі формування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку (с. 331 – 332);

*удосконалено:*

- науковий підхід до визначення впливу фінансових і нефінансових факторів корпоративного сталого розвитку, який, на відміну від існуючих враховує особливості інституціонального середовища функціонування українських підприємств. Доведено, що за умов сучасного стану економіки України та інституціонального середовища, екологічні та соціальні проблеми держави й суспільства не трансформуються у фінансові ризики діяльності підприємств, які загалом конкурують у суто економічній площині. Це дозволило обґрунтувати необхідність і визначити зміст трансформації фінансових механізмів через генерацію процесів їх самоорганізації у систему на принципах сталого розвитку (с. 137 – 156);

- науково-методичні засади визначення кредитоспроможності позичальників на основі комплексного врахування фінансових і випереджальних індикаторів. Застосування такого підходу надає можливість

завчасного передбачення трансформації низьких корпоративних екологічних і соціальних стандартів у кредитні ризики і реалізувати функції стимулювання та фінансування корпоративного сталого розвитку (с. 287 – 293);

- систему оцінки рівня фінансових ризиків, яка, на відміну від існуючої, ураховує особливості ризиків, пов'язаних з формуванням і функціонуванням системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку, та містить оптимальні методи їх ідентифікації, аналізу та оцінювання, а також запобігання можливим загрозам унаслідок неефективності заходів адаптації суб'єктів господарювання. Застосування цих методів надає можливість підвищити ефективність управління фінансовими ризиками підприємств (с. 332 – 346);

- науково-методичний підхід до формування і розвитку інтегральної системи забезпечення корпоративної стійкості (*SBSC*), відмінною рисою якою є те, що її оптимальна конфігурація і зміст визначаються в залежності від стадії зрілості системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Така динамічна інтегральна система забезпечення корпоративної стійкості дозволяє визначати і забезпечувати оптимальну стратегічну траєкторію руху цільових фінансових результатів підприємства і баланс інтересів стейкхолдерів (с. 375 – 390);

*набули подальшого розвитку:*

- понятійний апарат в частині дефініцій «фінансова стійкість», «фінансова ресурсна стійкість», «корпоративна стійкість» та «корпоративний сталий розвиток». Визначено діалектичний взаємозв'язок зазначених понять в умовах застосування концепції корпоративного сталого розвитку та перехідної до неї моделі. Розширено критерії «збалансованості сталого розвитку». Доведено, що пріоритетними критеріями збалансованості корпоративного розвитку в економічному, екологічному і соціальному вимірах і обґрунтування стратегій забезпечення корпоративної стійкості мають бути довгострокові фінансові цілі підприємства. Такий підхід становить теоретичне підґрунтя для визначення концептуальних основ системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та дозволяє розробити модель вибору

оптимальної стратегії забезпечення корпоративної стійкості в умовах формування і функціонування цієї системи (с. 53 – 58);

- методологічні засади еколого-трудової податкової реформи (ЕТПР). Доведено, що ЕТПР на початкових стадіях її проведення мусить бути фіскально-нейтральною як для економіки країни в цілому, так і для кожного виду економічної діяльності. Визначено критерій результативності проведення ЕТПР – досягнення достатньої чутливості фінансових результатів підприємств до зміни рівня екологічності продукції, яка випускається, технологічних процесів, що при цьому застосовуються, а також до поліпшення корпоративних соціальних стандартів. Проведення ЕТПР на таких засадах є необхідною передумовою створення податкового механізму та активізації ринкових фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку (с. 256 – 271);

- наукові засади регулювання дивідендної та емісійної політики в контексті формування інвестиційного механізму корпоративного сталого розвитку. Доведено доцільність скасування обов'язкової прив'язки курсу емісії акцій до їх ринкової вартості, зміни статусу дрібних акціонерів у публічних акціонерних товариствах з концентрацією капіталу понад 75% на статус власників привілейованих акцій, внесення змін у правила оподаткування дивідендів. Реалізація такого підходу дозволить створити умови для фінансування корпоративного сталого розвитку та забезпечення збалансованості інтересів мажоритарних і міноритарних акціонерів (с. 280 – 286);

- концептуальні основи формування страхового механізму корпоративного сталого розвитку. Створення страхового механізму корпоративного сталого розвитку сприятиме страхуванню екологічних і соціальних ризиків, зменшенню дисбалансу інтересів стейкхолдерів та зростанню конкурентних переваг підприємств, які мінімізували ризики втрати корпоративної стійкості (с. 209 – 212; 293 – 298, рис. 4.9);

- наукові положення функціонування бюджетного механізму корпоративного сталого розвитку. Визначено структуру цього механізму та

його причинно-наслідкові взаємозв'язки з інституціональним середовищем суб'єктів господарювання. Це створює підґрунтя для формування ефективної бюджетної політики, спрямованої на забезпечення корпоративного сталого розвитку (с. 272 – 278).

**Зв'язок дисертації з науковими програмами, планами та темами.** Проведене дослідження є складовою науково-дослідної роботи лабораторії «Фінансові проблеми сталого корпоративного розвитку» кафедри фінансів Національного університету кораблебудування імені адмірала Макарова за наступними темами: «Розробка методики компенсації збитків акціонерів при проведенні додаткової емісії акцій» (номер державної реєстрації № 0109U000798), у межах якої автором досліджено чинники визначення курсу емісії акцій в умовах нерозвинутого фондового ринку; «Розробка рекомендацій щодо врахування показників корпоративного сталого розвитку в системі розкриття інформації емітентами цінних паперів» (номер державної реєстрації № 0111U004992), у межах якої автором визначено вплив фінансових і нефінансових факторів корпоративного сталого розвитку та розроблено пропозиції щодо удосконалення інформаційно-аналітичного забезпечення застосування фінансових механізмів на корпоративному рівні; «Дослідження факторів дивідендної та емісійної політики акціонерних товариств» (номер державної реєстрації № 0113U003891), в якій автором визначено фактори вибору виду розміщення акцій та розвинуто наукові засади регулювання дивідендної та емісійної політики в контексті формування інвестиційного механізму корпоративного сталого розвитку; «Застосування концепції збалансованої системи показників сталого розвитку в стратегічному управлінні українських підприємств» (номер державної реєстрації № 0115U001558), де автором запропоновано науково-методичний підхід до формування і розвитку інтегральної системи забезпечення корпоративної стійкості.

**Теоретичне та практичне значення отриманих результатів.** Отримані дисертантом результати мають теоретичне та практичне значення в контексті

формування й функціонування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку в Україні. Теоретична значущість результатів, отриманих у дисертації Рогова Г.К. полягає у розвитку теоретико-методологічних засад формування та функціонування динамічної системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Методичні розробки і практичні рекомендації щодо впровадження системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та їх застосування для розробки і реалізації стратегій забезпечення корпоративної стійкості враховані в пункті 11 статті 10 Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів» (довідка Комітету з питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України № 04-37/9-330 від 21.09.2017 р.), впроваджені в практичну діяльність Миколаївського територіального управління Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку з метою моніторингу збитків акціонерів внаслідок зменшення частки належних їм акцій у статутному капіталі за результатами додаткової емісії (акт упровадження результатів НДР від 21.07.2009 р.), з метою уніфікації звітності емітентів щодо корпоративного сталого розвитку (акт упровадження результатів НДР від 02.08.2011 р.), для проведення аналітичної роботи управління (акт упровадження результатів НДР від 06.11.2013 р.); а також покладені в основу побудови системи стратегічного управління та фінансового менеджменту ТОВ «АПК «Євгройл» (акт упровадження результатів НДР від 01.09.2015 р.). Основні теоретичні та практичні результати дослідження використовуються в навчальному процесі в Національному університеті кораблебудування імені адмірала Макарова при викладанні дисциплін «Фінанси підприємств», «Фінансова діяльність суб'єктів господарювання», «Соціальна відповідальність» та «Страховання» (довідка № 66-10/2459 від 06.06.2017 р.).

**Повнота викладення результатів дослідження у публікаціях.** Результати дослідження та основні положеннями дисертації опубліковано в 43 наукових працях, серед яких: 1 одноосібна монографія обсягом 24,65 др. арк.,



2 колективні монографії, 23 статті в наукових фахових виданнях України (з них 7 у виданнях, які включені до міжнародних наукометричних баз), стаття в іноземному періодичному виданні, 16 – в інших наукових виданнях. В загальному обсязі публікацій автору особисто належить 45,32 др. арк.

**Дискусійні положення та зауваження.** Відзначаючи вагомий науковий доробок здобувача та позитивно оцінюючи дисертацію в цілому позитивно, звертаємо увагу на окремі недоліки та дискусійні положення:

1. Потребує ширшого розкриття зміст основоположного поняття роботи - корпоративний сталий розвиток. За визначенням автора – це «процес збалансованого покращення економічних, екологічних і соціальних результатів діяльності суб'єкта господарювання, що відбувається з певним ступенем ризику втрати корпоративної стійкості, під впливом факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, зокрема дії фінансових механізмів» (с. 58). Доцільно розкрити зміст понять «економічні», «екологічні» і «соціальні» результати. На нашу думку доречніше говорити про додаткові витрати на екологічні та соціальні програми, які мають бути збалансовані із доходами підприємства. Також потребує пояснення – чому покращення економічних результатів може зумовити втрату корпоративної стійкості, яка на с. 57 ототожнюється із фінансовою стійкістю.

2. Потребує уточнення, які саме «фінансові результати» маються на увазі рис. 1.2. «Трансформація залежності фінансових результатів від КСД за умов негативного впливу інституціональних чинників» (с. 74), оскільки до цього зроблено огляд кількох індикаторів вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту і не визначено, який з них доцільно застосовувати для оцінки фінансових результатів корпоративного розвитку в екологічному та соціальному вимірі.

3. У першому розділі автор визначає «корпоративну стійкість» як спроможність підприємства в умовах дії факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, зокрема трансформації фінансових механізмів, оптимізувати та забезпечувати, на основі збалансованого розвитку в економічному,

екологічному та соціальному вимірах, за *припустимого рівня ризику*, стратегічну траєкторію цільових фінансових результатів (с. 106). Як умова функціонування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку застосовується термін «припустимий ризик втрати корпоративної стійкості» (с. 109). Доцільно було б розкрити методику кількісного обчислення вказаного «припустимого рівня ризику».

4. До складу фінансових факторів впливу на корпоративний сталий розвиток включено максимальну кредитну ставку за довгостроковими кредитами (с. 143). У стовпчику 5 додатку Б.1 («Макс. кред. ставка, %» ) цей показник наведено по підприємствах вибірки, але не вказано, про кредити у якій валюті йдеться. В цій частині робота потребує уточнення та додаткового обґрунтування. Це ж стосується і отриманих результатів, а саме моделей (2.1) та (2.2) на с.149: потребує уточнення зміст показника  $C_j$  – в частині валюти кредитування. Це необхідно зробити тому, що процентна ставка в національній валюті містить валютний ризик і не є однорівневим показником із процентною ставкою в іноземній валюті.

5. Потребує уточнення висновок 3 до розділу 2 на с. 15. У цьому розділі розглянуто фактори впливу лише на один елемент корпоративного сталого розвитку, а не на розвиток в цілому. Йдеться про екологічний елемент такого розвитку (запровадження підприємствами системи екологічного менеджменту та/або оприлюднення інформації про витрати на природоохоронні заходи (перша група підприємств, с. 143).

6. Потребує додаткового обґрунтування висновок про неспроможність чинного податкового механізму забезпечити збалансованість корпоративного розвитку (с. 178) із застосуванням методологічного підходу, окресленого у першому розділі. Для цього доречним вбачається застосування поняття «припустимий ризик втрати корпоративної стійкості».

7. Початок підрозділу 3.3 (текст про страховий механізм на с. 208-219) не має прямого відношення до назви підрозділу. Доречніше було б викласти цей матеріал у підрозділі 3.2. Також потребує розкриття взаємозв'язок питань

корпоративного управління, емісійної та дивідендної політики, висвітлених далі у підрозділі 3.3, із корпоративним сталим розвитком.

9. Для прогнозування реакції суб'єктів господарювання на зміни умов оподаткування, зокрема під впливом еколого-трудової податкової реформи, пропонується формула економічного прибутку (с. 251). Далі автором зроблено обґрунтовані висновки щодо можливих сценаріїв та наслідків податкової реформи для підприємств. Бракує прикладів, які б проілюструвати застосування цього методу із розрахунками показника EP для конкретних підприємств за різними сценаріями.

10. Потребує додаткового розкриття та деталізації запропонований на с. 362 підхід щодо визначення оптимальної структури капіталу для розрахунку результатів реалізації альтернативних стратегій забезпечення корпоративної стійкості. По-перше, не розкрито підхід до визначення цільового рівня коефіцієнта покриття активів. По-друге, не вказано, на яку саме дату пропонується визначати мінімально необхідну суму власного капіталу підприємства.

Висловлені зауваження щодо змісту дисертації та автореферату суттєво не впливають на загальну позитивну оцінку роботи Рогова Г.К., а дискусійні питання можуть бути предметом подальших досліджень проблем формування та функціонування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку

**Загальний висновок.** Дисертаційна робота Рогова Г.К. є самостійною, завершеною працею, в якій отримані нові теоретичні та практичні результати, які в сукупності вирішують важливу наукову проблему обґрунтування теоретико-методологічних засад та розробки науково-методичного забезпечення формування й функціонування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку в Україні. За своїм змістом, завершеністю, достовірністю отриманих результатів, науковою новизною, теоретичним і практичним значенням дисертаційна робота «Система фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та її формування в Україні» відповідає вимогам положень п. 9, 10 та 12 «Порядку присудження наукових ступенів»,

затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України № 567 від 24.07.2013 р. із змінами, внесеними згідно з Постановами Кабінету Міністрів України № 656 від 19.08.2015 р., № 1159 від 30.12.2015 р. № 567 від 27.07.2016 р., а її автор Рогов Георгій Костянтинівич заслуговує на присудження науково ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

**Офіційний опонент:**

завідувач відділу фінансів реального сектору

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

доктор економічних наук,

старший науковий співробітник

