

## **ВІДГУК**

офіційного опонента на дисертаційну роботу Адамик Марії Степанівни  
«Формування ринку цільового капіталу в Україні», подану на здобуття ступеня  
доктора філософії з галузі знань 07 «Управління та адміністрування»  
за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

### **Актуальність теми дисертаційного дослідження**

У сучасних соціально-економічних реаліях у більшості країн світу спостерігається об'єктивна обмеженість ресурсів, які можуть бути спрямовані на фінансування таких важливих сфер як освіта, медицина, культура, що пов'язано із дефіцитом бюджетних коштів, а також традиційно неможливістю забезпечити усі потреби у цих галузях. Така ситуація зумовлює потребу в диверсифікації та пошуку нових джерел фінансування, зокрема й тих, які передбачають формування цільового капіталу.

Кардинальні зміни зовнішнього середовища, зокрема повномасштабна війна росії проти України, наслідки прояву коронавірусної пандемії COVID-19 та перманентної світової фінансової кризи, спричинили дефіцит фінансування некомерційних організацій, яким під дією зазначених чинників складно виконувати покладені на них функції. Але разом з тим, створення в Україні ендавмент-фондів та формування на цій основі ринку цільового капіталу може і повинно стати одним із джерел не лише підтримки важливих сфер суспільної діяльності, а й відновлення країни загалом.

Подолання проблем створення та забезпечення подальшого розвитку ринку цільового капіталу залежить від багатьох чинників, першочерговим з яких є формування у суспільстві належного розуміння щодо необхідності існування такого ринку, функціонального призначення ендавмент-фондів та їх ролі у вирішенні широкого кола соціально-економічних проблем. Адже сучасний стан розвитку ендавмент-фондів в Україні, слабка фінансова активність більшості них, а також недостатня зацікавленість ними з боку фінансово-кредитних установ обумовлюють потребу у необхідності проведення наукових досліджень стосовно формування теоретико-методичних засад та розроблення концептуальних підходів і практичних рекомендацій у напрямку формування ринку цільового

капіталу. Саме з цих міркувань, ключові аспекти дисертаційної роботи Адамик М.С. визначають актуальність і своєчасність проведеного дослідження.

Дисертаційна робота виконувалась в межах плану науково-дослідних робіт, зокрема: Львівського національного університету імені Івана Франка - «Фінансове забезпечення стратегії розвитку просторових форм організації економіки» (номер державної реєстрації 0123U101553); Університету банківської справи - «Сучасні напрями та механізми модернізації фінансової системи України» (номер державної реєстрації 0115U002173). У межах зазначених наукових робіт здобувачкою досліджено теоретичні засади функціонування ендаумент-фондів, обґрунтовано їхні функції та роль у процесах у фінансуванні процесів післявоєнної відбудови та забезпечення соціально-економічного розвитку України.

### **Обґрунтованість наукових положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації**

Виходячи із розуміння необхідності вдосконалення теоретичних засад, науково-методичних і практичних підходів до формування ринку цільового капіталу, у роботі визначено мету і завдання, об'єкт і предмет дослідження, які загалом вірно відображають його сутність та відповідають задекларованій темі дисертаційної роботи. Зміст дисертаційної роботи відповідає назві теми, поставленій меті та засвідчує завершеність дослідження.

Детальне вивчення змісту дисертаційної роботи, наведених у ній статистичних даних і розрахунків, дає можливість зробити висновок про обґрунтованість та достовірність наукових положень, висновків і рекомендацій, викладених у дисертації. Вони базуються на опрацюванні значної кількості сучасних наукових праць вітчизняних та зарубіжних учених з досліджуваної проблематики, законодавчих і нормативно-правових актів України. В процесі дослідження здобувачкою використано широку інформаційну базу, зокрема статистичні матеріали Державної служби статистики України, Національного банку України, Української асоціації інвестиційного бізнесу, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, дані статистичної звітності зарубіжних університетів, Національної асоціації керівників освіти в коледжах та університетах (NACUBO – National Association of College and University Business Officers), а також результати власних розрахунків.

Обґрунтованість та достовірність отриманих результатів забезпечено застосуванням загальнонаукових і спеціальних методів пізнання, зокрема системного аналізу, якісного аналізу і синтезу, індукції і дедукції, аналітичного групування, ретроспективного аналізу, системного підходу логічного узагальнення та формалізації, порівняння та компаративного аналізу, графічного і табличного методів.

Висновки, що зроблені в роботі є логічно обґрунтованими, підтверджуються ретельним аналізом, як теоретичних джерел, так і поточного стану розвитку ринку цінних паперів. Обґрунтованість висновків також підтверджується матеріалом, поданим у додатках.

Апробація результатів є достатньою, про що свідчить перелік наукових праць здобувача та їх представлення на 4 міжнародних та 1 всеукраїнській науково-практичних конференціях.

Викладене вище дає можливість надати позитивний висновок стосовно наукового рівня, достовірності подання в дисертації матеріалу, теоретичних обґрунтувань і аргументації винесених на захист положень, , практичного значення висновків і рекомендацій, що впливають із дисертації.

### **Структура та обсяг дисертаційної роботи**

Дисертаційна робота написана державною мовою. Вона містить анотації українською та англійською мовами, вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел та додатки. Між розділами роботи існує внутрішній взаємозв'язок. Повний обсяг роботи складає 280 сторінок (з них 211 сторінок основного тексту). Дисертація містить 27 таблиць, 16 рисунків, 15 додатків на 34 сторінках. Список використаних джерел налічує 191 найменування на 19 сторінках.

У вступі дисертаційного дослідження обґрунтовано актуальність теми дослідження, визначено мету і завдання, об'єкт і предмет дослідження, розкрито наукову новизну, теоретичне і практичне значення отриманих результатів, подано відомості про їх апробацію.

У першому розділі дисертації «Теоретичні засади формування ринку цільового капіталу» автором висвітлено характерні ознаки та сутність поняття «цільовий капітал», визначено його функції, розкрито змістовні характеристики та принципи функціонування ендавмент-фондів (підр. 1.1, с. 25-43). Проведений теоретичний дискурс дав змогу розширити класифікацію ендавмент-фондів за

рахунок введення автором додаткових класифікаційних ознак (рис. 1.3, с. 52) та висвітлити їх особливості (с. 47-51, 53-57). На основі проведених досліджень обґрунтовано модель кругообігу цільового капіталу (с. 65 – 66), розкрито сутність поняття «ринку цільового капіталу» (с. 69-70), визначено його місце у просторі взаємодії фінансового ринку та ринків матеріальних і нематеріальних активів (рис. 1.5, с. 71).

У межах другого розділу дисертаційної роботи «Сучасний стан і практика формування ринку цільового капіталу» висвітлено авторський науково-методичний підхід до комплексного оцінювання ринку цільового капіталу (рис. 2.1, с. 81) та охарактеризовано етапи його реалізації (с. 82 – 83). На базі запропонованого підходу проведено оцінку стану та виявлено проблеми формування ринку цільового капіталу (с. 83 – 101). Це дало змогу здобувачці узагальнити напрями та проаналізувати можливості використання цільового капіталу в Україні (підр. 2.2, с. 102 – 123). Також у цьому розділі проведено аналіз вітчизняного і зарубіжного досвіду у сфері діяльності ендавмент-фондів (підр. 2.3, с. 125 – 143), на основі якого розроблена авторська класифікація моделей функціонування цільового капіталу (с. 144) та визначено напрями імплементації в Україні елементів зарубіжного досвіду у сфері формування ринку цільового капіталу (с. 147).

У третьому розділі дисертації «Напрями активізації процесів формування ринку цільового капіталу в Україні» розроблено авторський підхід до побудови алгоритму формування і використання цільового капіталу (рис. 3.1, с. 149) та здійснено його обґрунтування з огляду на особливості та стадії функціонування ендавмент-фондів (с. 150-166), а також запропоновано систему критеріїв та показників оцінки ефективності їх функціонування (с. 168 – 169). В межах даного розділу (підр. 3.2) удосконалено науково-практичні підходи до формування індустрії управління цільовим капіталом в частині залучення фінансово-кредитних установ до процесів створення та консалтингової підтримки ендавмент-фондів (рис. 3.3, с. 179), довірчого управління цільовим капіталом (с. 180 – 182), спільного управління інвестиційними портфелями ендавмент-фондів (с. 190 – 192). Розроблено та обґрунтовано концепцію забезпечення формування ринку цільового капіталу України, яка спрямована вирішення низки регуляторних, економічних, організаційних, інформаційних та кадрових проблем (підр.3.3, с. 193 – 222).

Структурна побудова дисертації Адамик М.С. відповідає кваліфікаційним ознакам, стиль викладення та подача матеріалу досліджень є логічними, послідовними та зв'язаними єдиною цільовою спрямованістю. Дисертація містить достатню кількість таблиць, схем, рисунків, графіків, які подаються безпосередньо в основній частині дисертації і виносяться в додатки. В основному мова дисертації лаконічна, коректна та зрозуміла. За структурою та оформленням робота відповідає сучасним вимогам до оформлення дисертацій, які затверджені наказом Міністерства освіти і науки України від 12 січня 2017 р. № 40 «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації».

Сукупність наукових положень, висновків і рекомендацій, викладених у дисертаційній роботі, та їх практичне значення дають змогу зробити висновок про завершеність, цілісність і структурованість дисертації Адамик М.С.

### **Оцінка наукової новизни положень і отриманих результатів дисертаційної роботи**

У дисертаційній роботі Адамик М.С. отримано результати вирішення важливого наукового завдання, що полягає у поглибленні теоретичних засад, розвитку науково-методичних підходів та обґрунтуванні практичних рекомендацій щодо забезпечення ефективного формування та подальшого розвитку ринку цільового капіталу в Україні.

Основні положення, що визначають наукову новизну дисертації такі:

удосконалено понятійно-категоріальний апарат дослідження в частині уточнення сутності понять «цільовий капітал» (підр. 1.1, с. 33-35) та «ендаумент-фонди» (підр. 1.1, с. 37), що дозволяє сформулювати теоретичний базис для подальших досліджень щодо принципів і специфіки формування та управління цільовим капіталом;

набув подальшого розвитку теоретичний підхід до визначення сутності поняття «ринок цільового капіталу» як специфічної сфери середньо – і довгострокових фінансових відносин, яка формується внаслідок взаємодії попиту і пропозиції на цільовий капітал, забезпечує трансформацію сформованих грошових фондів у ринкові активи з огляду на врахування низки інституційно-правових та фінансових обмежень у функціонуванні цільового капіталу (підр. 1.3, с. 69-72);

удосконалено науково-методичний підхід до комплексного аналізу ринку цільового капіталу, який, на відміну від існуючих, дає змогу всебічно оцінити

тенденції і чинники, виявити ключові проблеми, визначити модель та обрати інструментарій для забезпечення подальшого розвитку ринку цільового капіталу, виходячи із особливостей регламентації та організації, методичного, інформаційно-аналітичного та кадрового забезпечення процесів його функціонування (підр. 2.1, с. 81 – 83, додаток А, с. 246 – 248);

обґрунтовано алгоритм дій щодо організації формування та використання цільового капіталу, який комплексно поєднує в собі низку функціональних аспектів управління цільовим капіталом і дає змогу приймати раціональні управлінські рішення, обирати інструменти їх реалізації у розрізі стадій функціонування ендавмент-фондів (концептуальної, ресурсної, інвестиційно-витратної та моніторингово-оціночної) та оцінювати їх ефективність (підр. 3.1, с. 148 – 170);

удосконалено науково-практичні підходи до формування індустрії управління цільовим капіталом, спрямовані на зростання обсягів довгострокових фінансових ресурсів в економіці країни на базі активного залучення фінансово-кредитних установ до процесів створення та консалтингової підтримки ендавмент-фондів, реалізації фандрайзингових стратегій, довірчого управління цільовим капіталом, спільного управління інвестиційними портфелями ендавмент-фондів (підр. 3.2, с. 179-192);

обґрунтовано концепцію формування ринку цільового капіталу, спрямована на створення об'єктивних передумов та сприятливого середовища для функціонування ендавмент-фондів, з огляду на пріоритети розвитку, а також координуючу та стимулюючу роль держави у його формуванні (с. 194-222)

Елементи наукової новизни сформульовані коректно, повною мірою відображають внесок здобувача у розвиток науки та досліджуваної проблематики, а їх рівень обґрунтованості відповідає нормативним вимогам до дисертацій на здобуття наукового ступеня доктора філософії.

### **Значення результатів виконаного дослідження для науки і практики**

Практична значимість результатів дослідження Адамик М.С. визначається можливістю їх подальшого використання у діяльності місцевих органів влади, некомерційних організацій, фінансово-кредитних установ, благодійництві, а також у навчальному процесі при підготовці здобувачів вищої освіти. Представлені результати дослідження, доведені до рівня практичних напрацювань та рекомендацій, підтверджені довідками про впровадження,

наданими: Підберізіцівською територіальною громадою (довідка № 1072 від 06.10.2023 р.); Філією-Львівським обласним управлінням АТ «Державний ощадний банк України» (довідка № 11146-10/62482/2023 від 29.09. 2023 р.); Громадською Спілкою «Фонд розвитку банківської освіти і науки» (довідка № 01/15-7 від 27.09.2022 р.); Університетом банківської справи (довідка № 10-007/43 від 08.12.2021 р.); Львівським національним університетом імені Івана Франка (довідка № 967-Н від 11.04.2023 р.)

**Повнота висвітлення наукових положень, висновків і рекомендацій,  
сформульованих у дисертації, в опублікованих працях,  
зарахованих за темою дисертації**

Здобувачем опубліковано 10 наукових праць за результатами дисертаційного дослідження, загальним обсягом 5,04 д.а., авторський внесок в яких становить 4,03 д.а. Опубліковані праці повною мірою відображають основні результати дисертаційної роботи та представлені у 5 наукових статтях у фахових виданнях України (з них 1 – у періодичному виданні, включеному до міжнародної бази WoS), 5 публікацій апробаційного характеру у збірниках тез доповідей науково-практичних конференцій.

Опубліковані наукові праці, які зараховані за темою дисертації, відповідають вимогам чинного порядку присудження ступеня доктора філософії. Кількість та обсяг друкованих праць дають здобувачці право для публічного захисту дисертації.

**Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності**

Наукові результати дисертації отримано автором особисто. Із наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано тільки ті ідеї і положення, які отримані авторкою особисто.

Порушень академічної доброчесності у дисертаційній роботі Адамик М.С. не виявлено. При написанні роботи дотримані усі етичні принципи та правила, що визначені у Законі України “Про освіту”. Дисертація містить посилання на відповідні джерела інформації, як українського, так і зарубіжного походження, надана достовірна інформація про використані методи та результати проведеного дослідження, дотримані норми законодавства про авторське право та суміжні права. Все це дозволяє зробити висновок про дотримання здобувачкою вимог і правил академічної доброчесності.

## Дискусійні питання та основні зауваження щодо змісту дисертації

Відзначаючи змістовність представленої до захисту дисертації, ґрунтовне дослідження важливого наукового завдання, не можна водночас залишити поза увагою деякі дискусійні положення та недоліки:

1. У дисертації детально розглянуто зміст цільового капіталу, особливості формування фондів цільового капіталу та можливості використання частини отриманих доходів некомерційними організаціями. Втім для повноти висвітлення інформації про фонди цільового капіталу варто було б більше уваги присвятити ендавментам, тіло яких також може використовуватись при сплині певного періоду часу, виконанні певної умови чи настанні визначеної події (англ. Wasting endowments, term endowment).

2. В пункті 1.1. дисертаційної роботи повинні бути розглянуті сутність, принципи та функції цільового капіталу, натомість, як зазначено на сторінці 38, розглянуто сукупність принципів, що “мають бути покладено в основу теоретичного базису функціонування фондів цільового капіталу”.

3. Одним із завдань дисертаційного дослідження є з’ясування сутності, функцій та класифікації фондів цільового капіталу (ендавмент-фондів) (с. 19), проте у п. 1.2. дисертаційної роботи, який присвячений дослідженню теоретичних засад функціонування фондів цільового капіталу не розкрито функції фондів цільового капіталу (с. 43-58), а отже, зазначене завдання не є розв’язаним повною мірою.

4. Дисертантка, визначаючи основні завдання роботи, вказує на необхідність розкриття змісту, принципів та сфери функціонування ринку цільового капіталу (с. 19), проте в дисертаційній роботі не розкрито принципів ринку цільового капіталу, а отже, це завдання не є розв’язаним повною мірою.

5. У п. 2.2 дисертаційної роботи розглянуто чотири основні напрями використання цільового капіталу: інвестування в ринкові активи з метою отримання доходу, фінансування за рахунок отриманих доходів статутної діяльності некомерційної організації (НКО) та адміністративно-господарських витрат на управління ендавмент-фондом, а також реінвестування цільового капіталу (с. 123). Однак робота б суттєво виграла, якби автором було здійснено сценарний аналіз впливу зміни основних макроекономічних показників на вартість та дохідність ринкових активів з метою визначення найбільш вигідних для інвестування цільового капіталу.



6. У роботі вказано, що існує суттєва кореляція між обсягами ендавмент-фонду і співвідношенням між окремими видами активів в інвестиційному портфелі: чим більший обсяг фонду, тим більшою буде частка альтернативних інвестицій (с. 133). Проте в роботі не представлено кореляційно-регресійного аналізу, а отже стверджувати про наявність кореляційних зв'язків недоречно.

7. Одним із основних завдань роботи є узагальнити світовий досвід формування ринку цільового капіталу і визначити можливості його застосування у вітчизняних умовах (с. 19). Досвід формування ринку цільового капіталу розкрито у п. 2.3. дисертаційної роботи (с. 123-145), проте в самому пункті не обґрунтовано, яким чином цей досвід може бути використаний в українській практиці.

8. У роботі допущено лексичні та граматичні погрішності, які подекуди суттєво ускладнюють сприйняття матеріалу.

Наведені зауваження і дискусійні моменти вказують на деякі суперечливі аспекти дослідження. Проте загалом вони засвідчують актуальність, складність і багатогранність обраної теми, її практичну значущість та суттєво не впливають на якісні характеристики дисертаційної роботи.

### **Загальний висновок і оцінка дисертації**

Дисертаційна робота Адамик Марії Степанівни на тему «Формування ринку цільового капіталу в Україні», є самостійною завершеною цілісною науковою працею, що полягає у новому розв'язанні важливого наукового завдання – поглибленні теоретичних засад, розвитку науково-методичних підходів та обґрунтуванні практичних рекомендацій щодо забезпечення ефективного формування та подальшого розвитку ринку цільового капіталу в Україні.

За своїм змістом, фаховим спрямуванням робота відповідає спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» галузі знань 07 «Управління та адміністрування», а за якістю теоретико-методичних і практичних розробок – рівню дисертацій на здобуття ступеня доктора філософії. Наукова новизна основних положень дисертації полягає у тому, що вони відзначаються особистим авторським підходом до постановки і вирішення важливого науково-прикладного завдання.

Загалом дисертаційна робота «Формування ринку цільового капіталу в Україні» за змістом, рівнем наукової новизни, практичним значенням та характером висновків відповідає вимогам Постанови Кабінету Міністрів України від 12.01.2022 р. № 44 «Про затвердження Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії» (із змінами, внесеними згідно з постановами Кабінету Міністрів України від 21.03.2022 року № 341 та від 19.05.2023 року № 502), а її авторка – Адамик Марія Степанівна, заслуговує на присудження ступеня доктора філософії з галузі знань 07 «Управління та адміністрування» за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

Офіційний опонент:

доктор економічних наук, доцент,  
начальник управління освіти Чернівецької міської ради,  
доцент кафедри фінансів і кредиту  
Чернівецького національного університету  
імені Юрія Федьковича

І. Я. Ткачук