

## **ВІДГУК**

офіційного опонента доктора економічних наук, професора  
**ГОРИНА ВОЛОДИМИРА ПЕТРОВИЧА**  
на дисертаційну роботу **АДАМИК МАРІЇ СТЕПАНІВНИ**  
на тему «Формування ринку цільового капіталу в Україні»,  
подану на здобуття ступеня доктора філософії  
за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»  
з галузі знань 07 «Управління та адміністрування»

### ***Актуальність теми дисертаційного дослідження***

В умовах побудови демократичної та соціально орієнтованої держави з економікою ринкового типу визначальне місце посідає повне задоволення потреб населення у суспільних благах та реалізації життєво важливих соціальних проектів, що актуалізує проблему достатності фінансування передусім некомерційних організацій, які функціонують в середовищі освіти, медицини, культури та інших важливих сфер суспільної діяльності. Проте, з огляду на зміни, які впродовж останніх кількох років мають місце в економічному та політичному житті України (посилення нестабільності розвитку, катастрофічні наслідки масштабної війни росії проти України, зумовлена цим нестабільність системи публічних фінансів та ін.), виникає потреба у пошуку додаткових джерел фінансування некомерційних організацій соціальної сфери, серед яких вагомій перспективи має цільовий капітал, функції якого реалізуються через створення та функціонування ендавмент-фондів. Формування та розвиток ринку цільового капіталу може забезпечити мобілізацію значних ресурсів не тільки для забезпечення ефективного функціонування соціальної сфери, але й для втілення заходів із післявоєнної відбудови нашої країни, вирішення важливих проблем соціально-економічного розвитку.

Незважаючи на вагомий потенціал, ринок цільового капіталу в Україні перебуває на початковій стадії свого розвитку, зокрема через нерозробленість теоретичного базису та інституційного забезпечення діяльності ендавмент-фондів, прогалини її державного регулювання, слабкість індустрії управління цільовим капіталом, недостатній рівень розвитку культури благодійності у вітчизняному суспільстві та загальне нерозуміння перспектив та позитивних ефектів від функціонування цього сегменту фінансового ринку. Зважаючи на ці обставини, дисертаційна робота Адамик Марії Степанівни, яка присвячена вирішенню важливого наукового завдання з поглиблення теоретико-методичних засад і обґрунтування науково-практичних рекомендацій щодо формування й

розвитку ринку цільового капіталу в Україні, безперечно, є актуальною і своєчасною.

Підтвердженням актуальності дисертаційної роботи її безпосередній зв'язок із планами наукових досліджень й науково-дослідними темами «Фінансове забезпечення стратегії розвитку просторових форм організації економіки» (реєстрацій номер 0123U101553) Львівського національного університету імені Івана Франка та «Сучасні напрями та механізми модернізації фінансової системи України» (реєстрацій номер 0115U002173) Університету банківської справи, в межах яких здобувачка обґрунтувала теоретичні засади функціонування ендавмент-фондів, висвітлила їхні функції та роль у фінансуванні некомерційних організацій соціальної сфери та інших сегментів національної економіки.

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

Детальне ознайомлення зі змістом дисертації та науковими працями М. С. Адамик дає змогу робити висновок про достатній рівень обґрунтованості наукових положень, висновків та рекомендацій авторки. Вдало обраний предмет і об'єкт дослідження, сформульована мета та завдання, які поставлені й вирішені у роботі, дали змогу здобувачці логічно структурувати роботу та розкрити її зміст.

Для отримання наукових результатів дослідження здобувачкою проведено критичний аналіз наукових джерел з проблематики розвитку фінансового сектору, фінансових ринків, створення ендавмент-фондів та управління цільовим капіталом. М. С. Адамик опрацьовано значну кількість наукових праць вітчизняних і зарубіжних вчених, та інших джерел, а саме законодавчі та нормативні акти України, офіційні статистичні матеріали Державної служби статистики України, аналітичні дані Національного банку України, Української асоціації інвестиційного бізнесу, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, Національної асоціації керівників освіти в коледжах та університетах (NACUBO – National Association of College and University Business Officers) та кількох зарубіжних університетів, що дало можливість авторці підтвердити наукові аргументи та зробити обґрунтовані висновки, що мають як теоретичне, так і практичне значення.

Достовірність наукових положень дисертаційної роботи додатково підтверджується опублікуванням їх у наукових фахових виданнях, апробацією на науково-практичних конференціях та використанням у практичній діяльності територіальної громади, банківської установи, громадської спілки, а також у навчальному процесі закладів вищої освіти при підготовці фахівців-економістів.

Кількість, зміст та обсяг друкованих праць М. С. Адамик відповідають вимогам щодо опублікування результатів дисертаційного дослідження на здобуття ступеня доктора філософії і дають право автору на публічний захист.

Зазначене вище дає підстави визначити дисертаційну роботу М. С. Адамик як самостійно виконане, завершене дослідження, яке відповідає спеціальності 072 – Фінанси, банківська справа та страхування, задекларованій темі, меті, базується на власних наукових підходах до виконання визначених завдань.

### ***Структура та обсяг дисертації***

Структура дисертаційної роботи М. С. Адамик є цілісною, логічною та завершеною. Робота викладена з використанням коректного наукового стилю. Розділи наукового дослідження змістовно пов'язані між собою, що забезпечує цілісне сприйняття заявленої проблематики дослідження відповідно до теми та мети дослідження.

Дисертація має класичну структуру, складається із анотацій (українською і англійською мовами), списку публікацій здобувачки за темою дисертації, вступу, трьох розділів, висновків до кожного розділу, загальних висновків, списку використаних джерел та додатків. Основний текст дисертації, який викладено на 211 сторінках, містить 27 таблиць і 16 рисунків. Список використаних джерел має 191 найменування на 19 сторінках. Додатки розміщено на 34 сторінках.

Оформлення роботи відповідає вимогам МОН України до кваліфікаційних наукових робіт на здобуття ступеня доктора філософії відповідно до Наказу МОН України від 12 січня 2017 р. №40 «Про затвердження вимог до оформлення дисертації».

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертації, сформульовано мету й основні завдання, визначено об'єкт, предмет, методи дослідження, охарактеризовано інформаційну базу, наведено наукову новизну, практичне значення одержаних результатів, їх апробацію та особистий внесок здобувачки.

У першому розділі дисертації на підставі критичного аналізу наукових підходів розкрито сутність та іманентні ознаки цільового капіталу (ендавменту) (с. 25-35), зміст, принципи функціонування та функції ендавмент-фондів (с. 37-43). Заслуговує на увагу поглиблена класифікація ендавмент-фондів за рахунок введення нових класифікаційних ознак (рис. 1.3, с. 52) та висвітлення їх характерних особливостей (с. 47-51, 53-57). Проведені теоретичні дослідження дали змогу розкрити схему кругообігу цільового капіталу (с. 65-66), визначити сутність дефініції «ринок цільового капіталу» (с. 69-70), висвітлити його місце у просторі взаємодії фінансового ринку та ринків матеріальних і нематеріальних активів (рис. 1.5, с. 71).

В другому розділі представлено удосконалений дисертанткою науково-методичний підхід до комплексного оцінювання ринку цільового капіталу (рис.

2.1, с. 81) та деталізовано конкретні напрями і дії у розрізі етапів його здійснення – підготовчого, аналітичного та підсумкового (с. 82-83). Це дало можливість вказати на особливості й обґрунтувати проблемні моменти формування ринку цільового капіталу в Україні (с. 83-101), оцінити перспективи інвестування накопичених ресурсів ендавмент-фондів (с. 102-123). В межах даного розділу здійснено компаративний аналіз досвіду зарубіжних країн щодо діяльності ендавмент-фондів (с. 125-143, додатки Г – Ж), що дало змогу окреслити основні напрями його адаптації в Україні (с. 147) та виокремити основні світові моделі функціонування ринку цільового капіталу (табл. 2.19, с. 144).

В третьому розділі представлено розроблений авторкою науково-методичний підхід до організації формування і використання цільового капіталу (рис. 3.1, с. 149) та здійснено обґрунтування конкретних дій і заходів з урахуванням характеру її стадій (с. 150-166), а також запропоновано низку критеріїв та показники оцінювання ефективності управління цільовим капіталом (с. 168-169). Цікавими і логічними видаються обґрунтовані науково-практичні підходи до формування індустрії управління цільовим капіталом в частині залучення фінансово-кредитних установ до процесів створення і 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). Особливої уваги в межах третього розділу заслуговує авторська концепція забезпечення формування ринку цільового капіталу України, яка базується на активній підтримці держави ідеї формування цільового капіталу та використанні регуляторних, економічних, організаційних, інформаційних та кадрових механізмів (підр. 3.3, с. 193-222).

У загальних висновках та висновках до розділів зроблено узагальнення проведеного дослідження та викладено основні його наукові та практичні результати. Висновки до дисертації належно кореспондуються із завданнями дослідження. Додатки дисертації містять допоміжні матеріали, які розширюють зміст роботи і дають можливість більш глибоко зрозуміти методику проведеного дослідження.

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

Наукова новизна отриманих М. С. Адамик результатів полягає в обґрунтуванні теоретичних засад, вдосконаленні науково-методичних підходів та розробленні практичних рекомендацій щодо формування та подальшого розвитку ринку цільового капіталу в Україні. Найбільший інтерес становлять такі результати дослідження, що містять елементи наукової новизни:

– удосконалений теоретичний підхід до класифікації ендавмент-фондів, що базується на використанні методу «дерева цілей» і передбачає відокремлення поряд з існуючими низки нових ознак класифікації (модель формування, форма

внесків, ступінь ризику та ін.); це формує підґрунтя для визначення напрямів та заходів з формування ринку цільового капіталу (підр. 1.2., с. 51-52);

– розвинена змістовна інтерпретація поняття «ринку цільового капіталу», який запропоновано розглядати з позицій виокремлення специфічної сфери середньо – і довгострокових фінансово-кредитних відносин, які під впливом попиту і пропозиції забезпечують формування цільового капіталу та його трансформацію у фінансові та інші ринкові активи з огляду на наявні правові, інституційні, фінансові умови та обмеження (підр. 1.3, с. 69-70);

– вдосконалений науково-методичний підхід до комплексного аналізу ринку цільового капіталу з розрахунком низки показників, які характеризують стан цього ринку, регуляторне, інформаційно-аналітичне, технологічне, кадрове забезпечення процесів функціонування ринку цільового капіталу (підр. 2.1, с. 81 – 83, додаток А), що корисно для ідентифікації ключових проблем розвитку цього ринку, вибору інструментарію його регулювання;

– удосконалені науково-практичні підходи до формування індустрії управління цільовим капіталом шляхом залучення установ фінансового сектору до процесів створення та фінансового обслуговування ендавмент-фондів, довірчого управління їхніми інвестиційними портфелями з урахуванням стадій ділової активності та характеристик фінансових інструментів, впровадження структурованих фінансових продуктів для потреб ендавмент-фондів, розробки механізмів спільного управління інвестиційними портфелями університетських ендавмент-фондів на базі поєднання елементів дуальної освіти та практичного досвіду (підр. 3.2, с. 179-192);

– розвинена авторкою концепція формування ринку цільового капіталу, спрямована на створення об'єктивних передумов і сприятливого середовища для функціонування ендавмент-фондів, що передбачає координуючу та стимулюючу роль держави у формуванні та розвитку цього ринку (підр. 3.3, с. 194-222).

Загалом, представлені у дисертації висновки та пропозиції сформульовані коректно, характеризуються науковою новизною, мають теоретичне і практичне значення.

### ***Практичне значення отриманих результатів***

Основні результати дослідження впроваджено у практичну діяльність Підберізьківською територіальною громадою, Філією – Львівським обласним управлінням АТ «Державний ощадний банк України», Громадською спілкою «Фонд розвитку банківської освіти і науки». Окремі результати дисертаційного дослідження були впроваджені в освітній процес Університету банківської справи, а також використовуються на даний час Львівським національним університетом імені Івана Франка. Практичне впровадження результатів дисертаційного дослідження підтверджене належними документами (додаток О, с. 276-280).

Практичне значення отриманих результатів полягає в тому, що напрацьовані теоретико-методичні підходи, отримані висновки та узагальнення доведені до рівня практичних рекомендацій і можуть бути використані: територіальними громадами – при пошуку додаткових джерел фінансування; установами фінансового сектору – в процесі обслуговування некомерційних організацій та розробки фінансових продуктів у сфері управління цільовим капіталом; некомерційними організаціями та громадськими спілками – для заснування ендавмент-фондів та управління ними; закладами вищої освіти – в процес розроблення освітніх програм, навчально-методичного забезпечення для підготовки майбутніх фахівців-економістів.

### ***Повнота викладу результатів дослідження в наукових публікаціях, зарахованих за темою дисертації***

Основні наукові положення та висновки дисертаційної роботи опубліковані в достатній кількості та повною мірою відображають зміст роботи. За результатами виконання дослідження опубліковано 10 наукових праць, у тому числі: 5 статей у наукових фахових виданнях (з яких одна – у науковому періодичному виданні, проіндексованому у базі даних Web of Science) та 5 наукових праць, в яких додатково відображено наукові результати дисертації. Загальний обсяг наукових праць, опублікованих автором особисто – 4,03 д. а. Результати дослідження доповідалися на 5 науково-практичних конференціях.

Зміст опублікованих наукових праць здобувача, які зараховані за темою дисертації та профіль друкованих видань відповідають чинним вимогам до висвітлення отриманих результатів дисертаційної роботи на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування».

### ***Відсутність (наявність) порушення академічної доброчесності***

Ознайомлення із дисертацією та науковими працями М. С. Адамик дає підстави стверджувати, що авторкою дотримано принципи та норми академічної доброчесності. Використання положень, праць та висловлювань інших авторів містять відповідні коректні посилання на першоджерела для текстових та ілюстративних запозичень.

Академічний плагіат та фабрикація відсутні, порушень академічної доброчесності не виявлено.

### ***Дискусійні питання та основні зауваження до змісту дисертації***

Відзначаючи позитивні сторони дисертаційної роботи М. С. Адамик, слід звернути увагу на певні зауваження та дискусійні положення, а саме:

– потребує додаткового пояснення визначення у дисертаційній роботі такої ознаки класифікації ендавмент-фондів, як спосіб створення, за якою авторка

виокремлює фонди, утворені за рахунок власних коштів організації (с. 55). Такий підхід суперечить представленим на с. 35-37 дефініціям цільового капіталу та ендавмент-фонду, згідно яких джерелом їхнього формування визначено тільки добровільні внески зовнішніх донорів. У цьому ж контексті не зрозуміло, яким чином узгоджується виокремлення авторкою строкових ендавмент-фондів та фондів під конкретний проект (с. 54-55) із принципами постійного нарощування «тіла ендавменту» або цілісності дару, визначеними на с. 39;

– при розкритті теоретичних засад ринку цільового капіталу (с. 58-76) авторці доцільно було б більшу увагу приділити розкриттю середовища його формування, представленого сукупністю ендо- та екзогенних чинників різного походження та характеру дії. Це збагатило б теоретичну частину роботи, а також дало б можливість створити передумови для проведення SWOT – аналізу задля визначення можливостей і загроз у щодо формування ринку цільового капіталу в Україні;

– зважаючи на окреслені на с. 102-120 формальні та неформальні бар'єри, а також проблеми інвестування цільового капіталу в Україні (зокрема, слабкий розвиток фондового ринку і низький рівень доходності фінансових інструментів, високі темпи інфляції, законодавчі обмеження та ін.), аргументи авторки щодо перспектив розвитку ринку в Україні цільового капіталу виглядали б більш переконливо, якщо б були доповнені моделюванням ефективності показників діяльності умовного чи існуючого ендавмент-фонду у контексті формування портфелю його активів, оптимізації структури витрат;

– на с. 169 роботи авторкою запропоновано комплекс показників для оцінювання ефективності управління цільовим капіталом, спосіб їх розрахунку та рекомендовані значення. Однак у тексті дисертаційної роботи варто було обґрунтувати, чому саме такий набір показників є найбільш прийнятним для оцінювання, на чому базуються рекомендовані значення цих індикаторів та чи є ці показники рівноважливими. Також доречно було б апробувати запропоновану методику на прикладі даних конкретного ендавмент-фонду;

– доволі цікавими видаються рекомендації авторки щодо популяризації ідеї зі створення і посилення ролі ендавмент-фондів у суспільстві (с. 213-215), створення ефективної системи підготовки, перепідготовки та підвищення кваліфікації фахівців для ендавмент-фондів та розвиток кадрового потенціалу ринку цільового капіталу (с. 218-219). Однак на наш погляд, ці рекомендації потребують більш глибокої деталізації у частині організаційного забезпечення, джерел фінансування та результативності реалізації;

– контроверсійною і такою, що потребує більш детального обґрунтування є пропозиція авторки щодо створення фондів розвитку громад для вирішення соціально-економічних проблем післявоєнного часу (с. 205-206). З тексту роботи не зрозуміло, хто має виступати засновником цих фондів, чи узгоджуються з нормами бюджетного законодавства пропозиції щодо використання бюджетних

коштів на їхнє створення (с. 207) та спрямування ресурсів фондів громад на споживче кредитування чи надання кредитів малому бізнесу (с. 186). Авторці також варто було оцінити корупційні ризики створення таких фондів.

Однак, вказані недоліки та дискусійні положення не мають принципового характеру, не применшують отриманих наукових результатів дисертаційної роботи М. С. Адамик, а можуть слугувати підставою для наукової дискусії та дороговказом для подальших наукових пошуків авторки.

### ***Загальний висновок***

Дисертаційна робота Адамик Марії Степанівни на тему «Формування ринку цільового капіталу в Україні» є завершеним, виконаним самостійно на належному рівні науковим дослідженням, результати якого характеризуються науковою новизною та мають теоретичну та практичну значущість. Робота в цілому вирішує поставлену мету щодо поглиблення теоретичних засад, розвиток науково-методичних підходів та обґрунтування практичних рекомендацій для забезпечення ефективного формування та подальшого розвитку ринку цільового капіталу в Україні. Тема і зміст дисертаційної роботи відповідають спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування», а обсяг та оформлення – чинним вимогам, які ставляться до такого виду наукових робіт.

Зважаючи на зазначене вище, дисертація М. С. Адамик за актуальністю теми, змістом, повнотою вирішення поставлених завдань, науковою новизною і практичною значущістю отриманих результатів та фаховим спрямуванням відповідає вимогам Постанови Кабінету Міністрів України № 44 від 12.01.2022 р. «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 р. № 341 та від 19.05.2023 р. № 502), а її авторка, Адамик Марія Степанівна, заслуговує на присудження ступеня доктора філософії в галузі знань 07 Управління та адміністрування за спеціальністю 072 Фінанси, банківська справа та страхування.

**Офіційний опонент:**  
**професор кафедри фінансів імені С. І. Юрія**  
**Західноукраїнського**  
**національного університету,**  
**доктор економічних наук, професор**

**Володимир ГОРИН**