

Голові разової спеціалізованої
вченої ради
Національного університету
«Запорізька політехніка»

ВІДГУК

офіційного опонента на дисертацію

Донця Дмитра Анатолійовича на тему:

**«ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА В
УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ ТА РИЗИКУ»,**

поданої до захисту на здобуття наукового ступеня доктора філософії з галузі знань 07
«Управління та адміністрування» за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та
біржова діяльність»

Ступінь актуальності теми дисертаційного дослідження.

Актуальність дисертаційного дослідження Донця Д.А. визначається нагальними потребами сучасного економічного розвитку України в умовах безпрецедентних трансформаційних викликів. Повномасштабна збройна агресія, руйнування виробничої та соціальної інфраструктури, масова міграція населення та кваліфікованих кадрів, розрив традиційних логістичних ланцюгів і втрата ринків збуту - усе це суттєво деформувало інвестиційне середовище України та поставило під загрозу стійкість вітчизняних промислових підприємств, насамперед металургійних як одних із провідних галузей національної промисловості та ключових експортерів.

Водночас глобальний контекст характеризується кардинальними зрушеннями в архітектурі інвестиційних відносин. Інтенсифікація кліматичної політики Євросоюзу - запровадження механізму вуглецевого коригування імпорту (СВАМ), Директиви CSRD, стандартів ESRS та IFRS S2 - трансформує критерії оцінювання інвестиційної привабливості, включаючи до їх складу кліматичні, екологічні та управлінські параметри. Для українських металургійних підприємств, орієнтованих на ринки ЄС, ці зміни набувають критичного значення: ігнорування нефінансових показників загрожує

втратою конкурентоспроможності, доступу до міжнародного фінансування та довіри глобальних інвесторів.

Разом з тим наявний науковий доробок засвідчує очевидну недостатність комплексних, інтегрованих підходів до оцінювання інвестиційної привабливості, які б поєднували фінансово-економічні, операційно-технологічні, інституційно-репутаційні та кліматично-регуляторні чинники у єдиній мультифакторній системі з урахуванням специфіки воєнної економіки. Класичні фінансові моделі, зокрема WACC, не відображають адекватно підвищеної ризикованості, властивої умовам збройного конфлікту. Існуючі методики стратегічного аналізу потребують доопрацювання в частині врахування репутаційних та адаптаційних факторів, характерних для турбулентного середовища.

Таким чином, дисертаційне дослідження Донця Д.А. присвячене вирішенню надзвичайно актуальної науково-практичної проблеми - формуванню інтегрованої теоретико-методичної концепції та прикладного інструментарію підвищення інвестиційної привабливості підприємств в умовах багатовимірної невизначеності та підвищеної ризикованості. Результати дослідження мають пряме практичне значення для металургійних підприємств, інституційних інвесторів, органів державної влади та розробників стратегій після воєнного відновлення економіки України.

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

Рецензуючи дисертаційну роботу, варто передусім відзначити переконливу логічну вибудованість та взаємоузгодженість усіх наукових положень, висновків і рекомендацій. Ця ґрунтовність є прямим наслідком методологічно коректного поєднання теоретичного й емпіричного рівнів дослідження.

Перший розділ демонструє зрілість наукового мислення здобувача: він не обмежився оглядом існуючих дефініцій, а критично переосмислив їх з позицій класичних, неокласичних та інституціональних теорій. Результатом стало синтетичне авторське тлумачення поняття інвестиційної привабливості, що виходить за межі суто фінансової інтерпретації і акцентує увагу на стратегічній адаптивності підприємства - саме тій властивості, яка відсувається на периферію у традиційних аналітичних схемах.

У другому розділі обраний методичний інструментарій є доцільним та взаємодоповнювальним. Поєднання стратегічного аналізу (SWOT, авторський RACE-

підхід) з кількісними процедурами (АНР, CRITIC, TOPSIS) дозволяє охопити як важко формалізовані якісні аспекти конкурентного положення підприємств, так і піддати їх строгій числовій верифікації. Показово, що автор не просто механічно застосував стандартні процедури, а адаптував їх до галузевої та геополітичної специфіки: при розрахунку вартості капіталу враховано надбавку за суверенний ризик, яку класичні зарубіжні моделі в умовах «мирного» функціонування не передбачають.

Третій розділ переконливо замикає логічний ланцюг від теорії до практики. Запропонована концептуальна модель підвищення інвестиційної привабливості перевірена на реальних даних конкретних підприємств галузі, а сформульовані стратегічні орієнтири враховують актуальні завдання після воєнного відновлення та вимоги щодо декарбонізації з боку партнерів з ЄС.

Загалом, наукові висновки дисертації спираються на достатню та верифіковану доказову базу: офіційна звітність металургійних підприємств, статистика виробництва й експорту, аналітичні матеріали авторитетних міжнародних організацій (World Steel Association, OECD, IEA), а також чинні регуляторні документи ЄС. Усі рекомендації є внутрішньо несуперечливими і послідовно випливають із отриманих результатів, що загалом підтверджує їхню наукову достовірність і прикладну обґрунтованість.

Наукова новизна положень, висновків та рекомендацій, сформульованих у дисертації, їх практичне значення.

Оцінюючи наукову новизну дисертаційного дослідження, слід насамперед підкреслити, що здобувач здійснив реальний внесок у розвиток методології інвестиційного аналізу, а не просто систематизував існуючі підходи. Новизна реалізована на кількох взаємопов'язаних рівнях.

На рівні методичного інструментарію здобувачем вперше в українській науковій практиці здійснено операціоналізацію загальнодержавної премії за ризик (CRP) у форматі, придатному для безпосереднього вбудовування до стандартної моделі вартості капіталу (WACC) в умовах активної збройної агресії. До цього часу відповідна поправка або ігнорувалася, або застосовувалася суто якісно, без прив'язки до конкретного числового параметра інтегральної оцінки. Ця модифікація дає змогу кількісно відобразити геополітичну складову при прийнятті інвестиційних рішень - що є суттєвим кроком вперед для практики фінансового аналізу воєнної економіки.

Оригінальним авторським внеском є також чотириблокова мультифакторна модель інтегрального індексу інвестиційної привабливості (ІІІ). Принципова відмінність від наявних підходів полягає у тому, що запропонована конструкція органічно поєднує фінансово-економічний, операційно-стратегічний та інституційно-репутаційний виміри з блоком ризиків і стійкості, до якого включено кліматичні параметри (інтенсивність викидів CO₂, відповідність вимогам CBAM та CSRD, наявність угод PPA). Без урахування цих параметрів оцінка привабливості металургійного підприємства для сучасного інвестора, орієнтованого на ринки ЄС, є принципово неповною.

Методика визначення вагових коефіцієнтів критеріїв через гібридне поєднання АНР та CRITIC заслуговує на окрему позитивну оцінку. Цей прийом долає традиційну дихотомію між суб'єктивністю експертних суджень і «сліпотою» суто статистичних методів: метод АНР фіксує управлінські та стратегічні пріоритети, а CRITIC забезпечує об'єктивне зважування на основі варіативності й кореляції показників. Подальше ранжування підприємств за методом TOPSIS забезпечує відтворюваність результатів і придатність моделі для регулярного моніторингу динаміки привабливості.

Заслуговує на увагу і авторський RACE-аналіз як спроба структурувати чинники впливу за функціональними блоками: репутаційним, адаптаційним, конкурентним і економічним. Хоча методологічне обґрунтування відмінностей від суміжних підходів потребує поглиблення (докладніше - у розділі зауважень), практична цінність цього інструменту для систематизації стратегічних загроз є очевидною.

Науковою цінністю відзначається і розширене авторське розуміння самої категорії інвестиційної привабливості - не як статичного фінансового показника, а як динамічної здатності підприємства генерувати прийнятну дохідність в умовах підвищеної невизначеності, зберігаючи при цьому адаптивність до змін зовнішнього середовища. Таке трактування відкриває перспективи для подальших досліджень у сфері стратегічного управління підприємствами, орієнтованими на євроінтеграцію.

Сукупність наведених результатів переконливо свідчить про те, що дисертаційне дослідження Донця Д.А. виконане на належному теоретичному та науково-практичному рівні і робить помітний внесок як у теорію інвестиційного менеджменту, так і в практику управління конкурентоспроможністю промислових підприємств в умовах трансформаційних змін.

Значення результатів виконаного дослідження для науки та практики.

З наукової точки зору дисертація розширює уявлення про природу інвестиційної привабливості як багатовимірної та динамічної категорії. Запровадження кліматично-регуляторного блоку до системи її оцінювання є кроком назустріч сучасній ESG-парадигмі, яка дедалі більше визначає поведінку міжнародних інвесторів і кредиторів. Гібридна методика агрегування (АНР + CRITIC + TOPSIS) збагачує арсенал кількісних методів стратегічного аналізу й може бути адаптована для досліджень в інших капіталомістких галузях.

З практичного погляду розроблений індекс ІПП є інструментом, придатним до безпосереднього впровадження в аналітичних підрозділах металургійних підприємств. Він дозволяє не лише діагностувати поточний рівень привабливості, а й відстежувати реакцію інтегрального показника на конкретні управлінські рішення- реструктуризацію боргового портфеля, зміну технологічного маршруту, підвищення прозорості звітності тощо.

Запропонований алгоритм коригування WACC на величину суверенної премії становить самостійну практичну цінність для фінансово-аналітичних служб підприємств і банківських установ, що здійснюють оцінювання інвестиційних проєктів в умовах підвищеного геополітичного ризику. Застосування цього алгоритму дозволить уникнути заниження ставок дисконтування - поширеної помилки при оцінці проєктів у країнах із нестабільним середовищем.

Практично значущими є й авторські рекомендації щодо гармонізації корпоративної звітності з вимогами CSRD та ESRS. В умовах, коли доступ до фінансових інструментів ЄС дедалі частіше обумовлюється дотриманням стандартів нефінансового розкриття, ці рекомендації набувають характеру стратегічного орієнтира для підприємств, що прагнуть до євроінтеграційного партнерства.

Результати дослідження також можуть збагатити методичне забезпечення освітніх програм з фінансового менеджменту, інвестиційного аналізу та сталого розвитку підприємств. Отже, наукова і прикладна цінність роботи є взаємно підсилювальними: теоретичні розробки отримують підтвердження на емпіричних даних, а практичні рекомендації спираються на методологічно обґрунтовану аналітичну платформу.

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

Загальний масив публікацій здобувача налічує 9 праць. Шість із них вийшли у фахових виданнях, включених до міжнародних наукометричних баз, що свідчить про систематичну та продуктивну наукову роботу протягом усього дисертаційного циклу. Ще одна стаття надрукована в індексованому журналі International Journal of Accounting and Economics Studies (база Scopus), хоча й написана у співавторстві. Три публікації мають апробаційний формат - тези доповідей на міжнародних науково-практичних конференціях 2024–2025 рр.

Географія апробаційних заходів охоплює як вітчизняні наукові майданчики (конференції НУ «Запорізька політехніка» у 2024 та 2025 рр.), так і міжнародний (конференція в Делі, Індія, лютий 2025 р.), що свідчить про вихід дослідження за межі суто локального наукового дискурсу. Тематика публікацій органічно охоплює як теоретичний пласт роботи, так і прикладний - карбоновий слід продукції, декарбонізацію металургії, стартап-екосистеми, фінансове забезпечення проєктів.

Кількісний склад і тематична відповідність публікацій задовольняють встановленим нормативним вимогам. Водночас варто зазначити, що єдина Scopus-публікація є співавторською. Для переконливішої міжнародної верифікації авторських здобутків бажано було б мати хоча б одну самостійну статтю в індексованому міжнародному виданні - насамперед із найбільш оригінальних методичних розробок (ІПП, адаптація WACC до умов воєнної економіки).

Відсутність (наявність) академічного плагіату, компіляції, фабрикації та фальсифікації.

Матеріали дисертаційного дослідження та супровідні публікації Донця Д.А. підтверджують високий рівень академічної культури та відповідність принципам наукової доброчесності. Всі використані ідеї, положення та результати інших авторів супроводжуються відповідними посиланнями. Дисертація містить власну декларацію здобувача про самостійність виконання дослідження і відповідальність за достовірність викладених матеріалів.

Зауваження та/або дискусійні питання щодо положень дисертації.

Загальна позитивна оцінка дисертаційного дослідження Донця Д.А. не виключає висловлення низки зауважень і дискусійних питань, що можуть бути враховані автором у подальшій науковій роботі.

1. Щодо відповідності назви і реального обсягу дослідження. Назва дисертації сформульована у загальному вигляді й охоплює будь-які підприємства незалежно від галузі. Водночас усі практичні розрахунки зосереджені виключно на металургійних підприємствах. Вважаємо, що доцільно або уточнити назву, зазначивши галузеву належність об'єкта дослідження, або додатково довести універсальність запропонованого методичного апарату для підприємств інших секторів промисловості.

2. Щодо обґрунтування RACE-аналізу як самостійного наукового методу. Автором запропоновано авторський RACE-аналіз як інструмент групування чинників впливу за репутаційним, адаптаційним, конкурентним та економічним блоками. Разом з тим у роботі бракує чіткого пояснення принципів методологічних відмінностей цього підходу від загальновідомих аналогів - зокрема, розширеного PESTLE, матриці McKinsey чи SWOT з деталізованими підматрицями. Без такого зіставлення важко об'єктивно оцінити самостійну цінність RACE-аналізу та його переваги перед конкуруючими методами стратегічної діагностики.

3. Щодо параметризації CRP у моделі WACC для умов воєнної економіки. Принцип урахування суверенного ризику при розрахунку вартості капіталу не викликає заперечень. Однак у роботі відсутній прозорий алгоритм визначення конкретного числового значення CRP для різних часових зрізів воєнного та повоєнного розвитку (наприклад, 2022 р. versus 2024–2025 рр.). Без такого алгоритму відтворюваність запропонованого підходу іншими дослідниками або практиками суттєво ускладнюється.

4. Щодо інтерпретаційної шкали інтегрального індексу ІПП. Модель передбачає агрегування всіх показників у єдине числове значення. Втім, у роботі не визначено порогові рівні цього індексу, які б дозволяли однозначно класифікувати підприємство за ступенем інвестиційної привабливості - висока, задовільна, критично низька тощо. Відсутність такої шкали обмежує практичну застосовність індексу як інструменту підтримки управлінських рішень: без точки відліку аналітик не може сказати, чи є досягнуте значення ІПП прийнятним для залучення стратегічного інвестора.

5. Щодо глибини сценарного аналізу. Три визначені автором сценарії трансформації - інерційний, адаптаційний та інноваційно-інтеграційний - є логічно вмотивованими. Однак не вистачає кількісних індикаторів-тригерів, що знаменують перехід між сценаріями, а також оцінок ймовірності реалізації кожного з них. Крім того, поза полем зору залишається сценарій часткової деструкції - коли підприємство під впливом тривалої бойової дії не відновлюється до довоєнного рівня і вимушено переорієнтовується на нішеві ринки. Включення цього сценарію зробило б аналіз більш реалістичним.

6. Щодо документального підтвердження практичного впровадження результатів. У роботі детально обгрунтовано потенційні напрями використання отриманих результатів підприємствами, органами влади та навчальними закладами. Разом з тим відсутність конкретних актів або довідок про апробацію запропонованих методик безпосередньо на підприємствах галузі дещо знижує верифікованість практичної значущості дисертаційних розробок.

Зазначені зауваження мають дискусійний характер і не знижують загального позитивного враження від дисертаційного дослідження, яке є самостійною, завершеною та теоретично обгрунтованою науковою працею.

Висновок щодо відповідності дисертації чинним вимогам.

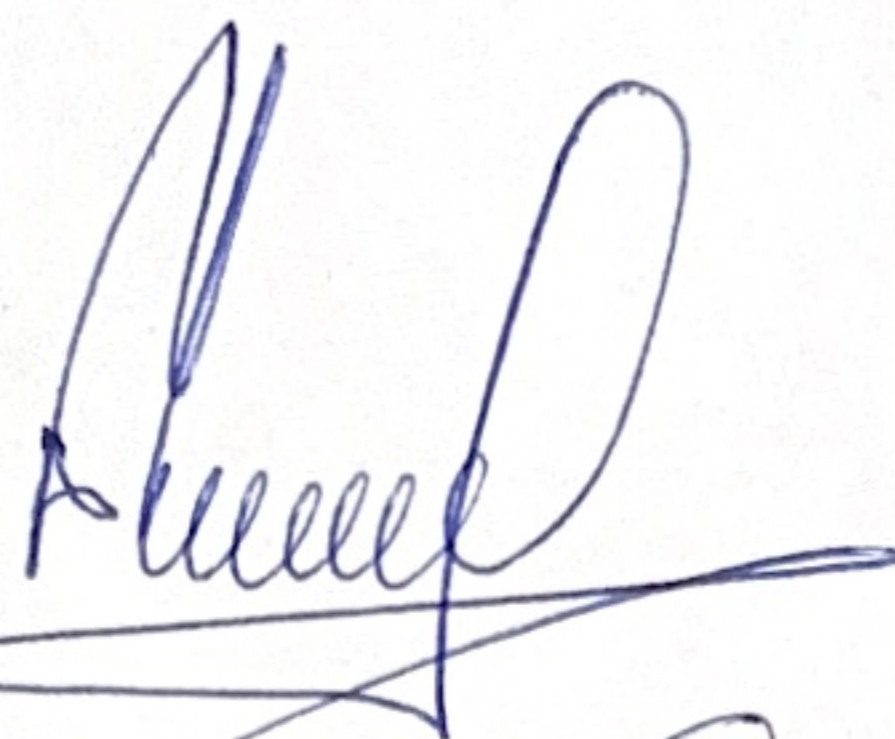
Дисертаційна робота Донця Дмитра Анатолійовича на тему «Формування інвестиційної привабливості підприємства в умовах невизначеності та ризику» є самостійною завершеною науковою працею, в якій розв'язано важливе науково-прикладне завдання - сформовано теоретико-методичну платформу та розроблено прикладний інструментарій оцінювання й управління інвестиційною привабливістю підприємств металургійної галузі в умовах багатовимірної невизначеності та підвищеного ризику.

На підставі викладеного вважаємо, що дисертація Донця Дмитра Анатолійовича на тему «Формування інвестиційної привабливості підприємства в умовах невизначеності та ризику» відповідає тематиці галузі 07 «Управління та адміністрування» спеціальності 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність», вимогам «Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії», затвердженого постановою КМУ від

12.01.2022 р. № 44, а її автор - Донець Дмитро Анатолійович заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність».

Офіційний опонент:

доктор економічних наук, професор,
директор Нововолинського навчально-
наукового інституту економіки та
менеджменту Західноукраїнського
національного університету



Роман ЧОРНИЙ

Внешній секретар 

