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.

Тема дисертаційного дослідження є актуальною з огляду на сукупність чинників, що визначають поточний стан металургійної галузі України та умови функціонування підприємств реального сектору економіки в цілому. Збройна агресія рф спричинила суттєве скорочення виробничих потужностей, переорієнтацію логістичних маршрутів і звуження доступних ринків збуту, що безпосередньо позначилося на показниках інвестиційної привабливості галузевих підприємств.

Одночасно із воєнними чинниками галузь зазнає регуляторного тиску з боку Європейського Союзу. Запровадження механізму коригування вуглецевого кордону (CBAM) у перехідній фазі з 2023 року та його повноцінне введення з 2026 року ускладнюють умови доступу вітчизняної металопродукції на ринки ЄС. Директива CSRD разом із стандартами ESRS зобов'язує підприємства з операційним зв'язком із ЄС до розкриття широкого переліку ESG-показників, а стандарт IFRS S2 закріплює кліматичні ризики як невід'ємний елемент фінансової звітності. Відтак методологія оцінювання інвестиційної привабливості, що не враховує зазначених регуляторних реалій, є недостатньою для потреб практики.

Здобувач коректно ідентифікує дослідницьку проблему як міждисциплінарну: питання інвестиційної привабливості розглядається у єдності фінансових, технологічних, регуляторних та інституційних вимірів. Такий підхід відповідає сучасному стану наукової дискусії та практичним запитам галузевих стейкхолдерів.

Таким чином, актуальність обраної теми визначається як теоретичною незавершеністю методологічного апарату оцінювання інвестиційної привабливості стосовно умов воєнного часу та посиленого кліматичного регулювання, так і практичною потребою металургійних підприємств у науково обґрунтованих інструментах стратегічного управління.

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

Аналіз структури та змісту дисертаційної роботи свідчить про системний характер дослідження та дотримання здобувачем загальноприйнятої логіки наукового пошуку. Три розділи дисертації утворюють несуперечливу послідовність: від теоретико-методологічного обґрунтування – до аналітичного дослідження емпіричної бази – і далі до розроблення практичних рекомендацій.

У першому розділі здобувач здійснює систематизацію наукових підходів до визначення категорій інвестиційної привабливості, простежуючи її еволюцію від суто фінансових трактувань, що спиралися на показники рентабельності та ліквідності, до сучасних концепцій, які враховують якість корпоративного управління, репутаційний капітал та адаптивність бізнес-моделі. Зіставлення визначень дозволило автору сформулювати власне розширене визначення, релевантне для умов підвищеної невизначеності та ризику.

Другий розділ містить аналіз виробничих, фінансових і технологічних параметрів підприємств металургійної галузі. Заслуговує на увагу те, що здобувач розглядає зміну технологічного маршруту виробництва (з BF-BOF на EAF або DRI-H_2) у безпосередньому зв'язку з динамікою вуглецевого сліду продукції та, відповідно, з рівнем вразливості підприємств до регуляторних зобов'язань за CBAM. Такий аналіз спирається на галузеву специфіку і є методологічно коректним.

Третій розділ присвячений формуванню стратегічних рекомендацій. Запропонована концептуальна модель підвищення інвестиційної привабливості орієнтована на конкретні механізми: оптимізацію структури капіталу з урахуванням інструментів міжнародних фінансових інституцій, поетапний перехід до менш вуглецеємних технологій виробництва, а також гармонізацію нефінансової звітності з чинними ESG-стандартами. Запропоновані автором практичні рекомендації допускають безпосереднє застосування на рівні підприємства.

У цілому наукові положення, висновки і рекомендації дисертації є внутрішньо несуперечливими, підкріпленими достатньою фактологічною та методологічною базою і відповідають меті та завданням дослідження.

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

Наукова новизна дисертаційного дослідження визначається сукупністю теоретичних та методичних результатів, що мають самостійне значення і не є відтворенням раніше відомих рішень.

По-перше, здобувачем удосконалено методику розрахунку середньозваженої вартості капіталу (WACC) шляхом включення суверенної ризик-премії (CRP) як самостійної компоненти. Запропонована модифікація забезпечує коректне відображення специфічного ризик-профілю підприємств, що функціонують в умовах воєнного конфлікту, і дозволяє уникнути систематичного заниження ставки дисконтування при оцінці інвестиційних проєктів із тривалим горизонтом реалізації – зокрема, проєктів декарбонізації виробництва.

По-друге, розроблено мультифакторний інтегральний індекс інвестиційної привабливості (ІІІП), структурований за чотирма блоками: фінансово-економічним, операційно-стратегічним, інституційно-репутаційним та блоком ризиків і стійкості. Принципово важливою характеристикою запропонованого індексу є включення до четвертого блоку кліматичних індикаторів – інтенсивності викидів CO_2, типу технологічного маршруту виробництва та наявності договорів PPA на постачання електроенергії з відновлюваних джерел. Це робить інструмент придатним для використання в умовах зростаючих вимог ESG-інвесторів та регуляторів.

По-третє, запропоновано авторську методику стратегічної діагностики на основі інтегрованого SWOT- і RACE-аналізу, адаптовану до специфіки металургійних підприємств в умовах трансформаційного тиску. Методика дозволяє виокремити фактори репутаційного та адаптаційного характеру, які традиційно не

представлені у стандартних процедурах стратегічного аналізу, проте є суттєвими для оцінки інвестиційної привабливості на ринках із підвищеною чутливістю до корпоративної відповідальності.

По-четверте, застосовано гібридну процедуру визначення вагових коефіцієнтів показників на основі поєднання методів AHP і CRITIC з подальшим ранжуванням альтернатив за методом TOPSIS. Така комбінація дозволяє нівелювати суб'єктивність суто експертних підходів і забезпечує відтворюваність результатів незалежними дослідниками.

Перелічені елементи наукової новизни формують цілісну методичну систему, що має чітку практичну адресу і може бути застосована як на рівні окремого підприємства, так і в аналітичній діяльності інвестиційних структур та органів державного управління.

Значення результатів виконаного дослідження для науки та практики.

Для вітчизняної науки результати дослідження заповнюють прогалину, що існувала у методологічному апараті оцінювання інвестиційної привабливості: у науковій літературі бракувало комплексних моделей, які б одночасно враховували чинник воєнного ризику, галузеві кліматичні параметри та вимоги сучасних стандартів ESG-розкриття. Запропонована теоретико-методична платформа забезпечує концептуальну основу для подальших досліджень у суміжних напрямах.

Для металургійних підприємств практична цінність дослідження виявляється у двох аспектах. По-перше, інтегральний індекс ІІІП дозволяє ідентифікувати блоки показників, де підприємство демонструє найнижчі значення з погляду інвестиційної привабливості, що є основою для цілеспрямованого управлінського впливу. По-друге, методика коригування WACC на компоненту CRP забезпечує коректне обґрунтування великих інвестиційних рішень – модернізації виробництва, переходу на електродугову піч або укладання довгострокових договорів PPA.

Для інституційних інвесторів, зокрема тих, що спеціалізуються на промисловому секторі або орієнтовані на ринки країн із підвищеним суверенним ризиком, методика ІІІП може слугувати структурованим інструментом первинного аналізу об'єктів інвестування, де кожний параметр прив'язаний до верифікованого джерела даних.

Для органів державного управління та інституцій розвитку результати дослідження є науковим підґрунтям для розроблення програм підтримки технологічної трансформації металургійних підприємств відповідно до вимог Плану відновлення України та зобов'язань у рамках асоціації з ЄС.

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

Результати дисертаційного дослідження представлені у дев'яти наукових публікаціях, тематика яких охоплює як теоретичні аспекти – роль інвестицій у повоєнній реконструкції, класифікацію інвестиційних стратегій, вплив іноземних інвестицій на економічне зростання в країнах із нестабільним середовищем – так і прикладні: оцінювання вуглецевого сліду продукції у системі показників інвестиційної привабливості, декарбонізація металургійного виробництва як чинник підвищення привабливості підприємств для інвестора.

Апробація результатів здійснена на конференціях вітчизняного та міжнародного рівня – зокрема, у рамках міжнародного форуму (Делі, Індія, лютий 2025 р.). Наявність публікації у виданні, що індексується у наукометричній базі

Scopus (International Journal of Accounting and Economics Studies), свідчить про проходження зовнішнього наукового рецензування на міжнародному рівні.

Загальна кількість і зміст публікацій відповідають нормативним вимогам. Слід зазначити, що найбільш оригінальні авторські розробки – інтегральний індекс ІІІП та методика модифікованого WACC з компонентою CRP – заслуговують на окремі публікації у фахових міжнародних виданнях з фінансів та управління, що сприяло б ширшому науковому обігу отриманих результатів.

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

За результатами ознайомлення з дисертацією та супровідними публікаціями встановлено, що робота виконана здобувачем самостійно і відповідає вимогам академічної доброчесності. Посилання на першоджерела є коректними та повними, запозичені ідеї чітко відокремлені від авторських розробок, власний внесок у спільні публікації задокументований.

Зауваження та/або дискусійні питання щодо положень дисертації.

Позитивна оцінка дисертаційного дослідження не виключає ряду зауважень методологічного і прикладного характеру, висловлення яких є функцією офіційного опонента.

1. Щодо критеріїв формування вибірки підприємств для апробації моделі ІІІП. У тексті дисертації не розкрито принципи відбору підприємств, на даних яких апробовано інтегральний індекс. Зокрема, залишається нез'ясованим, чи вибірка формувалася за критерієм доступності публічної фінансової звітності, за ознакою технологічного маршруту виробництва, чи за іншими параметрами. Відсутність цієї інформації ускладнює оцінку репрезентативності вибірки та відтворюваність результатів апробації незалежними дослідниками.

2. Щодо динамічного виміру інтегрального індексу. У роботі не визначено базовий звітний рік, за даними якого розраховано значення ІІІП для конкретних підприємств. Зважаючи на те, що у 2022–2024 роках обсяги виробництва, структура витрат і ринкові позиції металургійних підприємств зазнали кардинальних змін, однозначна статична оцінка індексу може не відображати реальної динаміки. Побудова часового ряду значень ІІІП за кілька суміжних років (наприклад, 2021–2024) суттєво посилила б аналітичну цінність дослідження.

3. Щодо обґрунтованості сценарію переходу на DRI-H_2 в умовах України. Технологія прямого відновлення заліза з використанням водню (DRI-H_2) розглядається у роботі як перспективний маршрут декарбонізації. Однак промислове виробництво «зеленого» водню в Україні перебуває на початковому етапі розвитку, а необхідна інфраструктура відсутня. Видається доцільним або чіткіше визначити реалістичний часовий горизонт застосування DRI-H_2 в умовах України (наприклад, не раніше 2035–2040 рр.), або доповнити аналіз перехідним сценарієм із використанням DRI на природному газі з поступовою заміщальною часткою водню.

4. Щодо кількісного зв'язку між параметрами CBAM і значенням індексу ІІІП. Регуляторний вплив CBAM на привабливість підприємств декларується у роботі як суттєвий, однак числовий зв'язок між конкретним рівнем ціни вуглецевого сертифіката (у діапазоні 50–100 євро/т CO_2) і відповідною зміною значення ІІІП у тексті не представлений. Включення аналізу чутливості, що демонструє відхилення індексу для підприємств різних технологічних маршрутів при варіюванні ціни EU ETS, суттєво зміцнило б доказову базу висновків.

5. Щодо включення PPA до складу показників ІІІП в умовах нерозвиненості цього ринку в Україні. Наявність договорів PPA на закупівлю електроенергії з відновлюваних джерел включено до блоку ризиків і стійкості як позитивний чинник. Разом з тим, ринок PPA в Україні залишається нерозвиненим внаслідок нормативно-правових обмежень та воєнних ризиків для інфраструктури відновлюваної генерації. За таких умов виникає питання щодо коректності надання цьому показнику значної ваги в індексі. Доцільним видається розроблення диференційованої шкали вагових коефіцієнтів залежно від стадії розвитку ринку та регуляторного середовища.

6. Щодо джерел даних для ESG-блоку індексу. До складу ІІІП включено показники, верифікація яких потребує специфічних джерел даних: обсяги викидів Scope 1–3, відповідність стандарту ResponsibleSteel v2.0, наявність сертифікованої системи управління якістю. Для підприємств, що публікують нефінансову звітність (зокрема, Metinvest, ArcelorMittal Kryvyi Rih), частина зазначених даних є доступною. Для решти підприємств вибірки джерело відповідних даних у роботі не визначено. У разі використання оцінок або галузевих аналогій необхідним є окремий аналіз чутливості результатів до точності таких замінників.

Висловлені зауваження не змінюють загальної високої оцінки наукового рівня дисертаційного дослідження. Вони окреслюють напрями подальшого методологічного вдосконалення запропонованих підходів.

Висновок щодо відповідності дисертації чинним вимогам.

Дисертаційна робота Донця Дмитра Анатолійовича «Формування інвестиційної привабливості підприємства в умовах невизначеності та ризику» є самостійним завершеним науковим дослідженням, у якому вирішено актуальне науково-практичне завдання: розроблено інтегровану методичну платформу оцінювання та стратегічного управління інвестиційною привабливістю підприємств металургійної галузі в умовах принципової ,зміни економічного та регуляторного середовища. Наукові результати є обґрунтованими, практично операціоналізованими і можуть бути застосовані як на рівні окремого підприємства, так і в аналітичній діяльності інвесторів та органів державного управління.

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,
доктор габілітований, професор,
завідувач кафедри економіки і торгівлі
Волинський національний університет
імені Лесі Українки

Міністерство освіти і науки України Волинський національний університет імені Лесі Українки Ідентифікаційний код 02125102

ПІДПИС ЗАСВІДЧУЮ
Вчений секретар університету
«____» _____ 20___р.

Олена ПАВЛОВА