

Київський національний університет будівництва і архітектури
Міністерство освіти і науки України

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

ВЕЛИЧКО АРТЕМ ВАДИМОВИЧ

УДК: 330.322:658.14/.17:005.21:69

ДИСЕРТАЦІЯ

**ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ-
ДЕВЕЛОПЕРІВ ЗІ ЗМІШАНОЮ ФОРМОЮ ФІНАНСУВАННЯ**

051 – Економіка

05 – Соціальні та поведінкові науки

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ А. В. Величко

Науковий керівник: Згалат-Лозинська Любов Олександрівна, доктор економічних наук, професор

Київ – 2026

АНОТАЦІЯ

Величко А. В. Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка». Київський національний університет будівництва і архітектури. Київ, 2026.

Дисертаційна робота присвячена поглибленню теоретико-методичних засад і розробленню науково-прикладного інструментарію формування, вибору, реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування. Дослідження ґрунтується на поєднанні фінансово-економічної та ринково-конкурентної діагностики, стадійного структурування фінансової архітектури девелоперських проєктів, портфельного управління і сценарного оцінювання стратегічної стійкості.

Актуальність теми зумовлена зростанням складності та ризиковості девелоперських проєктів в Україні під впливом воєнних руйнувань, нестабільності попиту, подорожчання будівельних ресурсів, обмеженого доступу до довгострокового кредитування та підвищення вимог до виконання зобов'язань перед інвесторами і покупцями майбутньої нерухомості. За таких умов ситуативне залучення коштів із різних джерел не забезпечує завершуваності проєктів і стійкого розвитку підприємства. Необхідним є системне узгодження ринково-продуктової концепції, проєктного портфеля, структури капіталу, календаря грошових потоків, прав і зобов'язань учасників, ризикових лімітів та організаційних спроможностей підприємства-девелопера.

Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методичних засад і розроблення науково-прикладного інструментарію формування, вибору, реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування на основі фінансово-економічної та ринково-конкурентної діагностики, стадійного структурування фінансової архітектури проєктів і сценарного оцінювання стратегічної стійкості. Об'єктом дослідження є відповідні економічні процеси, предметом - теоретико-методичні,

аналітичні та прикладні засади їх дослідження й удосконалення.

Методологічну основу становлять положення економічної теорії, стратегічного управління, економіки будівництва і нерухомості, корпоративних фінансів, структури капіталу, проєктного фінансування та управління проєктами й портфелями. Використано аналіз і синтез, категоріальний, порівняльний, статистичний, структурний, фінансовий та інтегральний аналіз; системний, інституційний, життєво-цикловий, конфігураційний і ризик-орієнтований підходи; сегментацію, бенчмаркінг, кваліметричне й експертне оцінювання; багатокритеріальне оцінювання, ранжування, пороговий відбір, структурно-динамічне моделювання, сценарний аналіз і стрес-тестування.

Інформаційну базу сформовано за законодавчими й нормативно-правовими актами України, матеріалами Державної служби статистики України, Національного банку України, органів державного управління у сфері будівництва, міжнародних організацій, відкритими даними первинного ринку житлової нерухомості, матеріалами підприємств-девелоперів, фінансовою, управлінською, кошторисною, договірною та дозвільною документацією.

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, визначено мету, завдання, об'єкт, предмет, методи дослідження, охарактеризовано інформаційну базу, наукову новизну, практичне значення, апробацію, публікації та особистий внесок здобувача.

У **першому розділі «Теоретико-методичні засади формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування»** систематизовано вартісний, трансформаційний, підприємницький, інвестиційно-процесний, нормативно-правовий, інтеграційно-інституційний та проєктно-портфельний підходи до трактування девелопменту. Підприємство-девелопер визначено як підприємницьку організацію, що ініціює, організовує та структурує девелоперські проєкти, формує їх продуктово-ринкову концепцію, координує учасників і стадії інвестиційно-будівельного циклу, визначає фінансову архітектуру, розподіляє права, зобов'язання та ризики й несе економічну та репутаційну відповідальність за створення вартості та завершення проєкту.

Розмежовано структуру капіталу, структуру джерел фінансування,

фінансову модель, механізм фінансування, модель змішаного фінансування, фінансову конфігурацію і фінансову архітектуру. Фінансову архітектуру девелоперського проєкту визначено як стадійно змінювану систему джерел, інструментів, строків, грошових потоків, прав, зобов'язань, ризиків, забезпечення та механізмів контролю, узгоджену на проєктному, портфельному і корпоративному рівнях. Фінансова конфігурація відображає конкретний стан цієї системи на певній стадії, а послідовність конфігурацій утворює траєкторію фінансування проєкту.

Змішане фінансування обґрунтовано як організовану на договірних засадах, стадійно змінювану систему поєднання двох або більше економічно різнорідних джерел капіталу та інструментів, узгоджених за обсягами, строками, вартістю, ризиками, забезпеченням і порядком використання. Розмежовано детермінанти як причинно значущі умови формування фінансової конструкції та предиктори як їх вимірювані ознаки. Запропоновано логіку: детермінанти і предиктори - ризиковий профіль - доступність та умови джерел - форма змішаного фінансування - область допустимих співвідношень - стадійна конфігурація - контрольні тригери перегляду.

Стратегію розвитку підприємства-девелопера визначено як інтегровану систему довгострокових і взаємоузгоджених рішень щодо ринково-продуктового позиціонування, портфеля проєктів, стадійної фінансової архітектури, організаційних спроможностей та темпу розвитку. Її формування пов'язано з установленням цільової траєкторії, критеріїв стратегічної стійкості та механізму адаптивного перегляду. Фінансування виконує структуроутворювальну функцію, визначаючи допустимий масштаб, послідовність і швидкість розвитку, але не підмінює ринкову, продуктову й інституційну складові стратегії.

У другому розділі «Аналітико-методична діагностика розвитку підприємств-девелоперів та структурної стійкості моделей їх змішаного фінансування» оцінено стан і тенденції розвитку будівництва, інвестиційної діяльності та житлового ринку України. Встановлено залежність галузі від власних коштів підприємств, частка яких зросла з 66,5 % у 2020 р. до понад 71 % у 2024–2025 рр., тоді як частка банківського кредитування залишалася близькою

до 5 %. Це підтвердило слабкість довгострокового боргового каналу та необхідність формувати стратегії з урахуванням реально доступних власних, партнерських і контрактно підтверджених покупцьких ресурсів. Систематизовано воєнні, фінансові, економічні, логістичні, соціальні та технологічні чинники; можливості розвитку пов'язано з відбудовою житлового фонду й інфраструктури, а обмеження — з дефіцитом довгострокового капіталу, високою собівартістю, нестійким попитом, кадровим дефіцитом і безпековими ризиками.

Розроблено аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики девелоперських проєктів за принципами проєктної відокремленості, фазової відповідності, багатоканальності, ризик-орієнтованості, суттєвості та своєчасності. Він поєднує п'ять блоків: структуру капіталу і джерел фінансування; ліквідність і достатність грошового потоку; фінансову стійкість; ризики фінансування; відповідність фінансової конфігурації класу житла. Запропоновано інтегральний діагностичний показник із диференційованими за стадіями вагами і коригувальним впливом ризиків, діагностичну картку та механізм етапних «воріт».

Ринково-конкурентну діагностику розвинуто через поєднання класової, територіальної та форматної сегментації у матриці «клас - територія - формат», двоступеневу ідентифікацію класу за обов'язковими пороговими вимогами і порівняльною бальною оцінкою, а також зіставлення продуктової оцінки із ціною одного квадратного метра. Це дає змогу відокремити продуктову цінність від територіальної, земельної, сервісної та репутаційної премії, виявляти завищене позиціонування й трансформувати характеристики продукту та попиту у вимоги до стартового капіталу, темпів продажів, допустимої частки коштів покупців і структури зовнішнього фінансування.

У третьому розділі *«Методико-прикладний інструментарій формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування»* розроблено методичний підхід, що охоплює формування трирівневого інформаційно-діагностичного профілю; порогову перевірку критичних обмежень; визначення стратегічного розриву; формування

конфігураційних альтернатив; структурно-динамічне моделювання фінансової архітектури; стратегічне картування; двоступеневий відбір за життєздатністю і результативністю; формування паспорта обраної стратегії. За результатами пілотного оцінювання найвищу підсумкову оцінку — 0,788 — одержала стратегія відновлення спроможності та селективного розвитку, що передбачає концентрацію ресурсів на завершенні чинного проєкту, обмеження передчасних капіталомістких запусків і подальший перехід до збалансованого портфельного розвитку після досягнення контрольних умов.

Удосконалено організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії, структурований за організаційною, фінансово-економічною, ринково-продуктовою, інформаційно-аналітичною, ризиково-комплаєнсною та контрольно-адаптивною підсистемами. Розподілено повноваження між корпоративним, портфельним і проєктним рівнями; сформовано контрольні «ворота», систему календарних, порогових, подієвих, договірних і сценарних тригерів та п'ять рівнів коригування: операційний, ринково-продуктовий, фінансово-конфігураційний, портфельний і стратегічний.

Сценарну верифікацію проведено для поетапної стратегії переходу від селективного розвитку до збалансованого портфельного зростання на прикладі приміського житлового проєкту бізнес-класу. Перевірено базовий, ринковий, фінансово-витратний і комбінований сценарії. Пакет коригування усунув касовий розрив і підвищив індекс структурної стійкості фінансування з 0,539 до 0,688. Доведено, що адаптивність стратегії визначається здатністю зберігати її цільову логіку за контрольованого коригування масштабу, темпу, продуктового контуру і фінансової архітектури.

Наукова новизна полягає у поглибленні засад формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування. Уперше розроблено методичний підхід, що трансформує результати фінансово-економічної, структурно-динамічної та ринково-конкурентної діагностики у цільову траєкторію і систему конфігураційних альтернатив. Удосконалено підходи до стадійної конфігурації змішаного фінансування, фінансово-економічної діагностики, вибору моделі залежно від класу житла та

організаційно-економічний механізм адаптивного коригування стратегії. Подальшого розвитку набули трактування підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу, концептуальне забезпечення стратегії, ринково-конкурентна діагностика і сценарна верифікація.

Практичне значення результатів полягає у можливості їх застосування для формування стратегій розвитку, обґрунтування моделей змішаного фінансування, оцінювання економічної доцільності проєктів, формування портфеля та розподілу фінансових ресурсів. Результати впроваджено в навчальний процес і науково-дослідну діяльність Київського національного університету будівництва і архітектури. У ТОВ «Д-І-М» використано положення щодо вибору класозалежної моделі змішаного фінансування; у ТОВ «ЮННА ДЕВЕЛОПМЕНТ» - підходи до оцінювання економічної доцільності, фінансової моделі та комерційної складової проєкту; у ТОВ «ЕДВАНС БУД» - аналітичний модуль формування, ранжування і фінансового балансування портфеля проєктів зі змішаним фінансуванням.

Одержані результати формують науково-прикладну основу переходу від статичного вибору структури капіталу та ситуативного залучення ресурсів до адаптивного управління траєкторією розвитку підприємства-девелопера, у межах якого пріоритетними критеріями є завершуваність проєктів, ліквідність, договірна дисципліна, ринкова відповідність, портфельна збалансованість, структурна стійкість фінансування та збереження можливостей подальшого розвитку.

Ключові слова: девелопмент; підприємство-девелопер; стратегія розвитку; інвестиції; інвестиційна діяльність; фінансування будівництва; змішане фінансування; проєктне фінансування; девелоперський проєкт; фінансова архітектура; фінансова конфігурація; структура капіталу; фінансові інструменти; інвестиційно-будівельний цикл; портфель проєктів; управління грошовими потоками; ризик-менеджмент; фінансово-економічна діагностика; інвестиційна привабливість; стратегічна стійкість; адаптивне коригування; сценарна верифікація.

ABSTRACT

Velychko A. V. Formation of Development Strategies for Real Estate Development Enterprises Using Blended Financing. – Qualification scientific work submitted as a manuscript.

Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy in specialty 051 “Economics”. Kyiv National University of Construction and Architecture. Kyiv, 2026.

The dissertation is devoted to advancing the theoretical and methodological foundations and developing scientific and applied tools for the formation, selection, implementation, and adaptive adjustment of development strategies for real estate development enterprises using blended financing. The research is based on the integration of financial and economic diagnostics, market and competitive diagnostics, stage-based structuring of the financial architecture of development projects, portfolio management, and scenario assessment of strategic resilience.

The relevance of the research topic is determined by the increasing complexity and risk exposure of development projects in Ukraine under the influence of war-related destruction, unstable demand, rising construction resource costs, limited access to long-term lending, and stricter requirements for fulfilling obligations to investors and purchasers of future real estate. Under these conditions, the situational mobilisation of funds from different sources does not ensure project completion or the sustainable development of an enterprise. A systematic alignment of the market and product concept, project portfolio, capital structure, cash-flow schedule, rights and obligations of participants, risk limits, and organisational capabilities of the development enterprise is therefore required.

The purpose of the dissertation is to advance the theoretical and methodological foundations and develop scientific and applied tools for the formation, selection, implementation, and adaptive adjustment of development strategies for real estate development enterprises using blended financing, based on financial and economic diagnostics, market and competitive diagnostics, stage-based structuring of project financial architecture, and scenario assessment of strategic resilience. The object of the research comprises the relevant economic processes, while the subject includes the

theoretical, methodological, analytical, and applied foundations for their investigation and improvement.

The methodological framework of the research comprises the provisions of economic theory, strategic management, construction and real estate economics, corporate finance, capital structure theory, project finance, and project and portfolio management. The study applies analysis and synthesis; categorical, comparative, statistical, structural, financial, and integral analysis; systemic, institutional, life-cycle, configurational, and risk-oriented approaches; segmentation, benchmarking, qualimetric and expert assessment; multi-criteria evaluation, ranking, threshold selection, structural and dynamic modelling, scenario analysis, and stress testing.

The information base includes Ukrainian legislative and regulatory acts, materials of the State Statistics Service of Ukraine, the National Bank of Ukraine, public authorities responsible for construction, international organisations, open data from the primary residential real estate market, materials of development enterprises, and financial, managerial, cost-estimate, contractual, and permitting documentation.

The introduction substantiates the relevance of the topic, defines the purpose, objectives, object, subject and research methods, and characterises the information base, scientific novelty, practical significance, approbation, publications and the applicant's personal contribution.

The first chapter, "Theoretical and Methodological Foundations for Forming Development Strategies of Real Estate Development Enterprises Using Blended Financing", systematises the value-based, transformational, entrepreneurial, investment-process, regulatory and legal, integration-institutional, and project-portfolio approaches to the interpretation of real estate development. A real estate development enterprise is defined as an entrepreneurial organisation that initiates, organises, and structures development projects; formulates their product and market concept; coordinates participants and stages of the investment and construction cycle; determines the financial architecture; allocates rights, obligations, and risks; and bears economic and reputational responsibility for value creation and project completion.

The study differentiates between capital structure, financing-source structure, financial model, financing mechanism, blended financing model, financial

configuration, and financial architecture. The financial architecture of a development project is defined as a stage-varying system of sources, instruments, maturities, cash flows, rights, obligations, risks, collateral, and control mechanisms coordinated at the project, portfolio, and corporate levels. Financial configuration reflects the specific state of this system at a particular stage, while the sequence of configurations forms the project financing trajectory.

Blended financing is substantiated as a contractually organised and stage-varying system combining two or more economically heterogeneous sources of capital and financial instruments coordinated in terms of amounts, maturities, cost, risks, collateral, and utilisation procedures. Determinants are distinguished as causally significant conditions shaping the financial structure, while predictors are defined as their measurable indicators. The following logic is proposed: determinants and predictors – risk profile – availability and terms of financing sources – blended financing form – range of permissible proportions – stage-specific configuration – control triggers for revision.

The development strategy of a real estate development enterprise is defined as an integrated system of long-term and mutually coordinated decisions concerning market and product positioning, the project portfolio, stage-based financial architecture, organisational capabilities, risk appetite, and the pace of development. Its formation involves defining a target trajectory, establishing strategic resilience criteria, and introducing an adaptive review mechanism. Financing performs a structuring function by determining the permissible scale, sequence, and speed of development, but does not replace the market, product, and institutional components of strategy.

The second chapter, “Analytical and Methodological Diagnostics of the Development of Real Estate Development Enterprises and the Structural Resilience of Their Blended Financing Models”, assesses the state and trends of construction, investment activity, and the residential property market in Ukraine. The analysis identifies the sector’s dependence on enterprises’ own funds, whose share increased from 66.5% in 2020 to more than 71% in 2024–2025, while the share of bank lending remained close to 5%. This confirms the weakness of the long-term debt financing channel and the need to formulate strategies based on realistically available own funds,

partner capital, and contractually confirmed purchaser funds. Military, financial, economic, logistical, social, and technological factors are systematised. Development opportunities are associated with the reconstruction of housing and infrastructure, whereas constraints include shortages of long-term capital, high construction costs, unstable demand, labour shortages, and security risks.

An analytical and methodological framework for the financial and economic diagnostics of development projects is developed based on the principles of project-level data separation, stage-specific relevance, multi-channel financing assessment, risk orientation, materiality, and timeliness. It integrates five diagnostic blocks: capital structure and financing sources; liquidity and cash-flow adequacy; financial resilience; financing risks; and conformity of the financial configuration with the residential property class. An integral diagnostic indicator with stage-differentiated weights and risk adjustment is proposed, together with a diagnostic scorecard and a stage-gate mechanism.

Market and competitive diagnostics are further developed by combining class, territorial, and format segmentation within a “class – territory – format” matrix; applying a two-stage property-class identification procedure based on mandatory threshold requirements and comparative scoring; and comparing the product score with the price per square metre. This makes it possible to distinguish product value from territorial, land-related, service, and reputational premiums, identify over-positioning risks, and translate product and demand characteristics into requirements for initial capital, sales rates, the permissible share of purchaser funds, and the structure of external financing.

The third chapter, “Methodological and Applied Tools for the Formation and Adaptive Adjustment of Development Strategies of Real Estate Development Enterprises Using Blended Financing”, develops a methodological approach comprising the formation of a three-level information and diagnostic profile; threshold testing of critical constraints; identification of the strategic gap; formation of configurational alternatives; structural and dynamic modelling of financial architecture; strategic mapping; two-stage selection based on viability and performance; and preparation of a strategy passport.

According to the pilot evaluation, the highest final score, 0.788, was achieved by the capability-recovery and selective-development strategy. This strategy provides for concentrating resources on completing the ongoing project, limiting premature capital-intensive project launches, and subsequently transitioning to balanced portfolio development after the specified control conditions have been achieved.

The organisational and economic mechanism for strategy formation and adaptive adjustment is improved. It is structured into organisational, financial and economic, market and product, information and analytical, risk and compliance, and control and adaptive subsystems. Responsibilities are allocated among the corporate, portfolio, and project levels. Control gates, a system of calendar-based, threshold, event-driven, contractual, and scenario triggers, and five levels of adjustment are developed: operational, market and product, financial and configurational, portfolio, and strategic.

Scenario verification is conducted for a phased strategy involving a transition from selective development to balanced portfolio growth, using the example of a suburban business-class residential project. Baseline, market, financial and cost, and combined scenarios are examined. The adjustment package eliminates the cash deficit and increases the structural financing resilience index from 0.539 to 0.688. It is demonstrated that strategy robustness is determined not by the immutability of the initial plan, but by the ability to preserve its target logic through controlled adjustments to project scale, implementation pace, product scope, and financial architecture.

The scientific novelty of the results lies in advancing the theoretical and methodological foundations for forming development strategies of real estate development enterprises using blended financing.

For the first time, a methodological approach has been developed that transforms the results of financial and economic, structural and dynamic, and market and competitive diagnostics into a target development trajectory and a system of configurational strategic alternatives.

The following have been improved: the approach to forming stage-specific blended financing configurations; the analytical and methodological framework for financial and economic diagnostics; the approach to selecting a financing model depending on the residential property class; and the organisational and economic

mechanism for adaptive strategy adjustment.

Further development has been given to the interpretation of the real estate development enterprise as an integrator of the investment and construction cycle; the conceptual framework for strategy formation; market and competitive diagnostics; and the scenario-based verification of development strategies.

The practical significance of the results lies in their applicability to strategy formation, substantiation of blended financing models, assessment of project economic feasibility, project portfolio formation, and allocation of financial resources. The results have been implemented in the educational process and research activities of Kyiv National University of Construction and Architecture.

At D-I-M LLC, the provisions concerning the selection of a class-dependent blended financing model were applied. At YUNNA DEVELOPMENT LLC, approaches to assessing economic feasibility, the project financial model, and the commercial component were implemented. At ADVANCE BUD LLC, an analytical module for forming, ranking, and financially balancing a portfolio of development projects using blended financing was tested.

The results provide a scientific and applied basis for the transition from the static selection of capital structure and situational mobilisation of resources to the adaptive management of the development trajectory of a real estate development enterprise. Within this approach, the priority criteria are project completion capacity, liquidity, contractual discipline, market conformity, portfolio balance, structural financing resilience, and the preservation of opportunities for further development.

Keywords: real estate development; real estate development enterprise; development strategy; investment; investment activity; construction financing; blended financing; project finance; development project; financial architecture; financial configuration; capital structure; financial instruments; investment and construction cycle; project portfolio; cash-flow management; risk management; financial and economic diagnostics; investment attractiveness; strategic resilience; adaptive adjustment; scenario verification.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Публікації у наукових виданнях, що індексуються у наукометричних базах Scopus, Web of Science :

1. Fesun A., Tretiakova A., Lytovchenko Ye., Maksiuta A., Velychko A. Global investment and financing of civil construction in Ukraine under martial law. *Naukovyj Visnyk Natsionalnoho Hirnychoho Universytetu*. 2024. No. 2. P. 201–206. DOI: <https://doi.org/10.33271/nvngu/2024-2/201> (Особистий внесок автора: проаналізовано джерела міжнародного фінансування цивільного будівництва та обґрунтовано можливості адаптації зарубіжних моделей повоєнного відновлення до умов України).

2. Zgalat-Lozynska L., Hliebova A., Tiutiunnyk S., Avedyan L., Velychko A., Cherniavskyi G. Development of the investment potential of non-bank financial institutions under martial law conditions. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2026. Vol. 1, No. 66. P. 354–366. DOI: <https://doi.org/10.55643/fcaptp.1.66.2026.4991> (Особистий внесок автора: проаналізовано роль небанківських фінансових установ у диверсифікації джерел інвестиційного фінансування)

Публікації у наукових фахових виданнях України:

3. Згалат-Лозинська Л. О., Дацій О. І., Величко А. В. Фінансово-кредитні інструменти як ключовий чинник розвитку інвестиційної діяльності у будівництві. *Економіка та суспільство*. 2024. № 70. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-70-158> (Особистий внесок автора: систематизовано джерела та фінансово-кредитні інструменти інвестування у будівництво й обґрунтовано доцільність застосування змішаного фінансування для реалізації стратегічно важливих будівельних проєктів)

4. Величко А. В. Фінансування будівництва в Україні: аналіз сучасного стану, тенденції та напрями активізації залучення інвестиційних ресурсів. *Шляхи підвищення ефективності будівництва в умовах формування ринкових відносин*. 2023. Т. 3, № 52. С. 144–157. DOI: [https://doi.org/10.32347/2707-501x.2023.52\(3\).144-157](https://doi.org/10.32347/2707-501x.2023.52(3).144-157)

5. Каліна І., Величко А. Фінансові інструменти інвестування в будівництві в контексті стратегічного розвитку підприємств-девелоперів. *Шляхи підвищення ефективності будівництва*. 2024. Т. 2, № 53. С. 161–173. DOI: [https://doi.org/10.32347/2707-501x.2024.53\(2\).161-173](https://doi.org/10.32347/2707-501x.2024.53(2).161-173) (Особистий внесок автора: систематизовано фінансові інструменти інвестування в будівництво та визначено критерії їх вибору з урахуванням ризику, доступності капіталу, рівня управлінського контролю, гнучкості й стратегічних цілей підприємств-девелоперів)

6. Величко А. В., Максютя А. П. Економічна сутність девелопменту як сучасної концепції організації інвестиційного процесу в будівництві. *Просторовий розвиток*. 2025. Вип. 12. С. 3–12. DOI: <https://doi.org/10.32347/2786-7269.2025.12.3-12> (Особистий внесок автора: проведено порівняння девелопменту з традиційними інвестиційними підходами)

7. Величко А. В. Вибір моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів залежно від класу житлової нерухомості. *Ефективна економіка*. 2026. № 5. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.5.247>

Публікації апробаційного характеру – тези доповідей у збірниках матеріалів конференцій:

8. Величко А. В. Забезпечення економічної безпеки будівельної галузі України в умовах сучасних викликів. *Science, innovations and education: problems and prospects: proceedings of the XIV International Scientific and Practical Conference* (Tokyo, Japan, 25–27 August 2022). Tokyo, 2022. P. 420-424. URL: <https://sci-conf.com.ua/wp-content/uploads/2022/08/SCIENCE-INNOVATIONS-AND-EDUCATION-PROBLEMS-AND-PROSPECTS-25-27.08.22.pdf>

9. Величко А. В. Трансформація стратегій підприємств-девелоперів в умовах війни. *Проблеми модернізації України*. Вип. 16: матеріали VIII Міжнародної науково-практичної конференції «Розбудова інноваційних економіки, менеджменту та освіти в умовах нової соціальної реальності» (Київ, 25 травня 2023 р.). Київ: МАУП, 2023. С. 326–329. URL: https://maup.com.ua/assets/files/science/conf/problemi-modernizacii_vipusk-16.pdf.

10. Величко А. В. Сутність та види будівельного девелопменту. *Глобалізаційні виклики економіки, обліку, фінансів та права: збірник тез доповідей міжнародної науково-практичної конференції* (Полтава, 14 вересня 2023 р.). Полтава: ЦФЕНД, 2023. С. 17–18. URL: <https://www.economics.in.ua/2023/09/14.html>.

11. Величко А. В. Нові стандарти проведення тендерів на відбудову цивільних об'єктів: переваги для девелоперів. *Проблеми генезису економіки інтелектуально-інноваційного капіталу: матеріали доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції* (Київ, 7–8 листопада 2023 р.): у 2 ч. / за заг. ред. В. М. Лича. Ч. 2. Київ: КНУБА, 2023. С. 190–193. URL: https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/32/Zbirnyk%20tez%20Zbirnyk%20tez%20Problemy%20henezysu%20ekonomiky%20intelektualno-innovatsiino%20kapitalu%207-8%2011%202023%20_2.pdf.

12. Величко А. В. Формування цінової політики девелоперів на ринку нерухомості в умовах війни. *Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрямки розвитку: матеріали V Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (Київ, 18 квітня 2024 р.) / відп. ред. П. В. Захарченко. Київ: КНУБА, 2024. С. 36–39. URL: https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/25/18_04_2024.pdf.

13. Величко А. В. Девелоперська діяльність у сфері нерухомості: європейські тренди. *Проблеми генезису економіки інтелектуально-інноваційного капіталу: матеріали доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції* (Київ, 5–6 листопада 2024 р.) / за заг. ред. В. М. Лича, Л. О. Згалат-Лозинської. Київ: КНУБА, 2024. С. 84–87. URL: https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/32/Theses%20of%20inter%20conference%20KNUBA%205-6_11_2024.pdf.

14. Величко А. В. Потенціал і бар'єри розвитку використання інститутів спільного інвестування у будівництві. *Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрямки розвитку: матеріали VI Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (Київ, 10 квітня 2025 р.) / відп. ред. П.

В. Захарченко. Київ: КНУБА, 2025. С. 165–169. URL: https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/25/VI_10-04-2025.pdf.

15. Величко А. В., Артеменко А. О. Публічно-приватне партнерство у фінансуванні девелоперських проєктів. *Проблеми модернізації України: матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції «Інноваційні методи управління економікою в умовах цифровізації бізнесу»* (Київ, 10 жовтня 2025 р.) / ред. кол.: І. А. Семенець-Орлова, І. І. Каліна, Ю. В. Мазур та ін. Київ: МАУП, 2025. С. 224–227. URL: <https://research.maup.com.ua/assets/files/conferency/3-conf-innov-metod-upr.pdf>

(Особистий внесок автора: систематизовано переваги, ризики та напрями удосконалення публічно-приватного партнерства у фінансуванні девелоперських проєктів)

16. Величко А. В. Регіонально-територіальний аналіз як складова формування стратегічних альтернатив девелоперських підприємств. *Проблеми генезису економіки інтелектуально-інноваційного капіталу: матеріали доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції* (Київ, 4–5 листопада 2025 р.) / за заг. ред. В. М. Лича, Л. О. Згалат-Лозинської. Київ: КНУБА, 2025. С. 92–97. URL: https://cf.knuba.edu.ua/wp-content/uploads/2026/01/ZBIRNYK-of-TESISSES-KNUCA-4-5_11_2025_all1.pdf.

17. Величко А. В. Формалізований інструментарій ухвалення стратегічних рішень щодо розвитку підприємств-девелоперів зі змішаним фінансуванням. *Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрями розвитку: матеріали VII Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (Київ, 15 квітня 2026 р.) / відп. ред. П. В. Захарченко. Київ: КНУБА, 2026. С. 148–150. URL: https://library.knuba.edu.ua/wp-content/uploads/2026/05/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA_15_04_2026.pdf

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	20
ВСТУП	21
РОЗДІЛ 1.	36
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ-ДЕВЕЛОПЕРІВ ЗІ ЗМІШАНОЮ ФОРМОЮ ФІНАНСУВАННЯ	36
1.1. Підприємство-девелопер як інтегратор інвестиційно-будівельного циклу та суб'єкт формування фінансової архітектури проєктів	36
1.2. Теоретико-методичне обґрунтування детермінант і предикторів стадійної конфігурації моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів	60
1.3. Концептуально-методичний базис формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів за змішаного фінансування будівництва	88
Висновки до першого розділу.	106
РОЗДІЛ 2. АНАЛІТИКО-МЕТОДИЧНА ДІАГНОСТИКА РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ-ДЕВЕЛОПЕРІВ ТА СТРУКТУРНОЇ СТІЙКОСТІ МОДЕЛЕЙ ЇХ ЗМІШАНОГО ФІНАНСУВАННЯ	108
2.1. Оцінка загального стану та тенденцій розвитку підприємств-девелоперів будівництва	108
2.2. Аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики проєктів будівельного девелопменту	127
2.3. Ринково-конкурентна діагностика та емпіричне обґрунтування стратегічного позиціонування і фінансування підприємства-девелопера на ринку житлової нерухомості	144
Висновки до другого розділу.	176
РОЗДІЛ 3. МЕТОДИКО-ПРИКЛАДНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФОРМУВАННЯ ТА АДАПТИВНОГО КОРИГУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ-ДЕВЕЛОПЕРІВ ЗІ ЗМІШАНОЮ ФОРМОЮ ФІНАНСУВАННЯ	178

3.1. Методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера за результатами фінансово-економічної діагностики	178
3.2. Організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування з урахуванням стадії життєвого циклу проєктів	205
3.3. Сценарна верифікація та апробація стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаним фінансуванням	227
Висновки до третього розділу.	248
ВИСНОВКИ	251
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	256
ДОДАТКИ	276

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ВВП - валовий внутрішній продукт;
ДБН - державні будівельні норми;
ДПП - державно-приватне партнерство;
ДСТУ - національний стандарт України;
ЄДЕССБ - Єдина державна електронна система у сфері будівництва;
ЄС - Європейський Союз;
ФФБ - фонд фінансування будівництва;
ППП - публічно-приватне партнерство;
ООН - Організація Об'єднаних Націй;
ЄБРР - Європейський банк реконструкції та розвитку;
ЖК - житловий комплекс;
RDNA - Rapid Damage and Needs Assessment;
DSCR - коефіцієнт покриття боргових зобов'язань;
ННІ - індекс концентрації джерел фінансування Герфіндаля–Гіршмана;
SRI - індекс структурної стійкості фінансування;
KPI - ключові показники результативності;
NPV - чиста приведена вартість;
IRR - внутрішня норма дохідності;
CAPEX - капітальні витрати;
CRM - система управління взаємовідносинами з клієнтами.

ВСТУП

Актуальність теми. Сучасний етап розвитку будівельної галузі України визначається поєднанням глобальних трансформацій і специфічних кризових чинників, спричинених повномасштабною війною. Їхній вплив виявляється у трансформації ринку нерухомості через масштабну міграцію населення, релокацію підприємств, руйнування житлових, виробничих та інфраструктурних об'єктів, посилення вимог до безпеки, енергоефективності й екологічності будівель. Одночасно ускладнюються умови фінансового забезпечення будівництва: зростає вартість кредитних та інвестиційних ресурсів, скорочується доступ до довгострокового капіталу, підвищуються ризики невиконання зобов'язань перед кредиторами, інвесторами і покупцями майбутньої нерухомості. За таких обставин фінансове забезпечення будівельних проєктів має охоплювати своєчасне залучення ресурсів, контроль їх цільового використання, синхронізацію грошових надходжень із календарним планом виконання будівельних робіт і графіком фінансування витрат, а також формування передумов для виконання зобов'язань перед інвесторами та кредиторами й повернення вкладеного капіталу.

Відповідно управління девелоперським проєктом не може зводитися до сукупності відокремлених рішень щодо проєктування, будівництва, продажу нерухомості та залучення фінансування. Розрізнені моделі управління не забезпечують належної узгодженості ринкових, інвестиційних, правових, проєктних, виробничих і фінансових параметрів у межах єдиного управлінського контуру. Виникає об'єктивна потреба в інтегрованому підході, за якого підприємство-девелопер зосереджує повноваження, координаційні функції та відповідальність за формування концепції проєкту, організацію взаємодії учасників, структурування джерел капіталу, управління ризиками й забезпечення його завершення.

В умовах війни та криз значення інтегративної функції посилюється. Підвищення вартості кредитного капіталу, обмеження доступу до зовнішнього фінансування, нестабільність доходів покупців, можливі затримки будівництва і

введення об'єктів в експлуатацію збільшують імовірність касових розривів та невиконання зобов'язань. Одночасно зростають витрати на забезпечення фізичної безпеки, цивільного захисту, автономності й енергетичної стійкості об'єктів. Це вимагає від підприємства-девелопера здатності оперативно переглядати структуру фінансування, резерви ліквідності, строки реалізації, параметри продукту та послідовність запуску проєктів. Водночас для обґрунтування стратегії розвитку необхідне врахування як фінансових ризиків, так і фінансову конфігурацію девелоперських проєктів залежно від стадії їх життєвого циклу.

Отже, проблема дослідження полягає в розв'язанні суперечності між зростаючою складністю і ризиковістю інвестиційно-будівельних проєктів та недостатньою розробленістю теоретико-методичного обґрунтування інтеграційної ролі підприємства-девелопера у формуванні фінансової архітектури проєктів, визначенні детермінант і предикторів стадійної конфігурації моделей змішаного фінансування та розробленні стратегії розвитку підприємства за умов комбінування різних джерел капіталу.

Теоретичні засади формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів ґрунтуються на працях А. Чандлера, М. Портера, Г. Мінцберга, Дж. Вотерса, Р. Каплана і Д. Нортон, у яких розкрито сутність стратегії, закономірності розподілу ресурсів, формування конкурентних переваг та адаптації управлінських рішень. Фінансово-економічні основи структурування капіталу представлені у працях Ф. Модільяні, М. Міллера, С. Майєрса, Н. Майлуфа, М. Дженсена, В. Меклінга та Г. Марковіца. Портфельний вимір стратегічного управління розвинуто С. Мескендалем і М. Мартінсуо, а концептуальні положення змішаного фінансування, його каталітичної функції та розподілу ризиків - С. Аттріджем, Л. Енгеном, С. Спраттом, Е. Лолор, В. Коппенсом, Е. Чой, А. Сейгером, Д. Зетцше та П. Віланкулу.

Вагоме значення для дослідження мають наукові праці українських учених у сфері економіки будівництва, девелопменту, стратегічного управління та фінансово-інвестиційного забезпечення підприємств. Г. М. Рижаківа, А. Ф.

Гойко, Л.О. Згалат-Лозинська, В. М. Лич, Г. В. Шпакова, Т. М. Іванова й О. Ю. Беленкова досліджують економічні засади функціонування будівельних і девелоперських підприємств, їх конкурентоспроможність, стратегічну стійкість, ефективність розвитку та інформаційно-аналітичне забезпечення управлінських рішень. У працях Г.О. Кришталь, Т.Г. Ордуханова систематизовано фінансово-кредитні й інвестиційні інструменти будівництва, визначено критерії їх вибору з урахуванням доступності капіталу, ризику, вартості ресурсів, управлінського контролю та стратегічних цілей підприємства. Н. В. Ушенко й Е. Ю. Терещенко розвивають підходи до формування стратегій девелоперських підприємств за диверсифікації джерел фінансування та застосування змішаних моделей інвестування. І. М. Серватинська, І. С. Івахненко, В. А. Андрєєва і Г. В. Возняк висвітлюють фінансові механізми девелопменту, сучасні способи фінансування житлового будівництва та інституційні обмеження їх використання. О. В. Романенко досліджує стратегічне управління девелоперськими компаніями з урахуванням українського й міжнародного досвіду. Сукупність цих напрацювань утворює теоретичне підґрунтя для дослідження підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу, суб'єкта формування фінансової архітектури проєктів і носія відповідальності за узгодження ринкових, організаційних, правових та фінансових рішень.

Водночас недостатньо опрацьованим залишається комплексний підхід до формування стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування. Потребують поглиблення питання визначення детермінант і предикторів фінансової конфігурації, установлення допустимих співвідношень джерел капіталу за стадіями життєвого циклу, узгодження фінансування окремих проєктів із ліквідністю та ресурсною спроможністю портфеля, а також розроблення механізмів сценарної перевірки й адаптивного коригування стратегічних рішень.

Актуальність теми зумовлена необхідністю переходу від ситуативного залучення фінансових ресурсів до системного управління ринковим позиціонуванням, проєктним портфелем, стадійною фінансовою архітектурою та

стратегічною стійкістю підприємства. Особливого значення це набуває в умовах воєнних ризиків, зростання вартості будівництва, нестабільності попиту й обмеженого доступу до довгострокового капіталу. Це визначило вибір теми дисертації, її мету, завдання, об'єкт, предмет і логіку дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційну роботу виконано відповідно до наукової тематики Київського національного університету будівництва і архітектури в межах науково-дослідних робіт: «Діджиталізація обліку, аналізу, аудиту та оподаткування в системі управління будівельними підприємствами в умовах сучасних викликів» (номер державної реєстрації 0123U102814) та «Формування стратегій сталого розвитку будівельних підприємств в умовах відбудови економіки України: теоретико-методичні, кадрові, інноваційно-інвестиційні, фінансово-економічні, екологічні та організаційно-управлінські аспекти» (номер державної реєстрації 0125U002873). Особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні теоретико-методичних положень формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів, удосконаленні підходів до фінансування девелоперських проєктів, формуванні моделей залучення інвестицій та управління ризиками в умовах нестабільного економічного середовища.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методичних засад і розроблення науково-прикладного інструментарію формування, вибору, реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування на основі фінансово-економічної та ринково-конкурентної діагностики, стадійного структурування фінансової архітектури девелоперських проєктів і сценарного оцінювання стратегічної стійкості.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- узагальнити теоретичні підходи до трактування девелопменту та уточнити економічний сутність підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу та суб'єкта формування фінансової архітектури

проектів, розмежувавши його із суміжними суб'єктами інвестиційно-будівельної діяльності;

- удосконалити теоретико-методичний підхід до обґрунтування стадійної конфігурації моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів шляхом розмежування детермінант і предикторів, систематизації форм змішаного фінансування та визначення області допустимих співвідношень джерел фінансових ресурсів з урахуванням стадії життєвого циклу, ризикового профілю та договірних обмежень проєкту;

- розвинути концептуально-методичний базис формування стратегії розвитку підприємства-девелопера за змішаного фінансування будівництва шляхом уточнення її економічного змісту, принципів, критеріїв стратегічної стійкості, послідовності формування та механізму адаптивного перегляду стратегічних рішень.

- оцінити стан, тенденції та чинники розвитку підприємств-девелоперів України в умовах воєнної і післявоєнної трансформації будівельної галузі;

- розробити аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики девелоперських проєктів зі змішаним фінансуванням;

- удосконалити методичний підхід до ринково-конкурентної діагностики стратегічного позиціювання та фінансування підприємства-девелопера на ринку житлової нерухомості;

- розробити методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування на основі трансформації результатів фінансово-економічної, структурно-динамічної та ринково-конкурентної діагностики у систему допустимих стратегічних альтернатив і критеріїв їх відбору;

- удосконалити організаційно-економічний механізм формування, реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування з урахуванням стадій життєвого циклу проєктів;

- розвинути сценарно-верифікаційний інструментарій апробації стратегії

розвитку підприємства-девелопера зі змішаним фінансуванням для визначення умов її збереження, адаптивної модифікації або заміни за ринкових, фінансово-витратних і комбінованих сценарних відхилень.

Об'єктом дослідження є економічні процеси формування, реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів за змішаного фінансування девелоперських проєктів.

Предметом дослідження є теоретико-методичні, аналітичні та прикладні засади формування, вибору, реалізації й адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування, що охоплюють формування стадійно змінюваної фінансової архітектури девелоперських проєктів, фінансово-економічну та ринково-конкурентну діагностику, оцінювання структурної і стратегічної стійкості, вибір стратегічних альтернатив та їх сценарну верифікацію.

Методи дослідження. Теоретико-методологічну основу дисертаційної роботи становлять положення економічної теорії, стратегічного управління, економіки будівництва і нерухомості, корпоративних фінансів, теорій структури капіталу, проєктного фінансування, інвестиційного аналізу, управління проєктами й портфелями, інституційного, ризик-орієнтованого та конфігураційного підходів. Для досягнення мети використано комплекс загальнонаукових і спеціальних методів.

Аналіз, синтез, індукцію, дедукцію, наукову абстракцію, узагальнення, систематизацію, категоріальний і порівняльний аналіз застосовано для уточнення сутності девелопменту, підприємства-девелопера, фінансової архітектури, змішаного фінансування та стратегії розвитку, а також розмежування суміжних понять і систематизації наукових підходів. Системний, процесний, інституційний і життєво-цикловий підходи використано для дослідження інтеграційної ролі девелопера та стадійної зміни потреби у фінансових ресурсах, ризиків і доступності капіталу; конфігураційний і ризик-орієнтований - для визначення допустимих поєднань джерел, інструментів, строків, забезпечення і контрольних прав.

Статистичний, порівняльно-динамічний, структурний та індикаторний аналіз застосовано для оцінювання стану будівництва, інвестиційної діяльності, ринку житлової нерухомості й джерел фінансування; інтенсивність структурних змін визначено за коефіцієнтами абсолютних структурних зрушень, інтегральним коефіцієнтом К. Гатєва та індексом Салаї. Методи фінансового, коефіцієнтного, блокового й інтегрального аналізу використано для діагностики структури капіталу, ліквідності, грошових потоків, боргового навантаження, фінансової стійкості та ресурсного забезпечення завершення проєктів. Сегментацію, бенчмаркінг, конкурентне порівняння, кваліметричне й експертно-аналітичне оцінювання застосовано для ринково-конкурентної діагностики, визначення класу нерухомості та порівняння стратегічних альтернатив.

Багатокритеріальне оцінювання, зважене адитивне агрегування, ранжування і пороговий відбір використано для вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера. Економіко-математичне, логіко-структурне та структурно-динамічне моделювання застосовано для формалізації фінансової архітектури, стадійних конфігурацій змішаного фінансування, діагностичного профілю, стратегічної карти, паспорта стратегії та механізму її адаптивного коригування. Сценарний аналіз, аналіз чутливості й стрес-тестування використано для перевірки стійкості стратегії та результативності коригувальних рішень; табличний і графічний методи - для систематизації та візуалізації результатів. Для визначення інтенсивності структурних змін у фінансуванні використано середній лінійний і середній квадратичний коефіцієнти абсолютних структурних зрушень, інтегральний коефіцієнт К. Гатєва та індекс Салаї.

Інформаційну базу дослідження становлять законодавчі та нормативно-правові акти України у сферах інвестиційної діяльності, містобудування, будівництва, фінансування житлової нерухомості, діяльності інститутів спільного інвестування, публічно-приватного партнерства, банківського кредитування та обігу цінних паперів. Використано матеріали Державної служби статистики України, Національного банку України, Міністерства економіки України, органів державного управління у сфері будівництва та Єдиної

державної електронної системи у сфері будівництва, а також звіти Світового банку, Європейського Союзу, Організації Об'єднаних Націй, Уряду України й міжнародних фінансових установ. Емпіричну базу сформовано за відкритими даними первинного ринку житлової нерухомості, матеріалами підприємств-девелоперів, фінансовою й управлінською звітністю, кошторисною, бюджетною, договірною та дозвільною документацією, даними про продажі, грошові потоки, фінансування, будівельну готовність і проєктний облік. Інформаційну базу доповнено науковими працями українських і зарубіжних учених та результатами авторських розрахунків, експертного оцінювання, моделювання і сценарної апробації.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в поглибленні теоретико-методичних і прикладних засад формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування. Найбільш вагомими результатами, що характеризують наукову новизну дослідження, полягають у наступному:

одержано вперше:

– **методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування**, який, на відміну від підходів, що зводять стратегічний вибір до максимізації прибутковості, визначення бажаної структури капіталу або використання одного інтегрального показника, забезпечує послідовну трансформацію результатів фінансово-економічної, структурно-динамічної та ринково-конкурентної діагностики у цільову траєкторію розвитку та систему конфігураційних стратегічних альтернатив. Підхід поєднує трирівневий інформаційно-діагностичний профіль підприємства, порогову перевірку критичних обмежень, визначення стратегічного розриву, параметризацію альтернатив відповідно до макроекономічних умов і класу нерухомості, структурно-динамічне моделювання фінансової архітектури, стратегічне картування за критеріями фінансової спроможності та ринкового потенціалу, двоступеневий відбір альтернатив за життєздатністю і результативністю та формування паспорта

обраної стратегії. Це дало змогу узгодити ринково-продуктове позиціонування, портфель проєктів, стадійну фінансову архітектуру, організаційні спроможності, ризик-апетит і темп розвитку підприємства на проєктному, портфельному та корпоративному рівнях;

удосконалено:

- ***теоретико-методичний підхід до обґрунтування стадійної конфігурації моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів***, який, на відміну від підходів, орієнтованих переважно на статичний перелік джерел або фіксовані пропорції капіталу, поєднує категоріальний, причинно-прогностичний і конфігураційно-стадійний аналітичні зрізи. У межах підходу форму змішаного фінансування визначено через склад економічних джерел, часову послідовність їх залучення та інституційно-договірну оболонку; детермінанти розмежовано з операціоналізованими предикторами й систематизовано за п'ятьма рівнями; фінансову конфігурацію представлено як область допустимих співвідношень компонентів, межі якої змінюються під впливом ризикового профілю, стадії проєкту та контрольних подій, що забезпечує перехід від статичного вибору джерел до адаптивного формування фінансової конфігурації проєкту;

– ***аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики девелоперських проєктів за змішаного фінансування***, який, на відміну від підходів, орієнтованих переважно на оцінювання загального фінансового стану підприємства або прибутковості окремого об'єкта, ґрунтується на проєктній відокремленості даних, фазовій чутливості нормативів і багатоканальному оцінюванні джерел фінансування. Запропонований базис поєднує п'ять діагностичних блоків: структуру капіталу та частки джерел фінансування; ліквідність і достатність грошового потоку; фінансову стійкість; ризики фінансування; відповідність фінансової конфігурації класу житла. Блокові оцінки зводяться в інтегральний діагностичний показник із диференційованими за стадіями життєвого циклу вагами та коригувальним впливом ризиків, а результати подаються у формі діагностичної картки й рішень етапних «воріт» на проєктному, портфельному та корпоративному рівнях;

– **методичний підхід до вибору моделі змішаного фінансування девелоперського проєкту залежно від класу житлової нерухомості**, який доповнено системою фінансово значущих характеристик класів, матрицею орієнтовних структур капіталу та ітеративним алгоритмом перевірки правових, ринкових, стадійних і ковенантних обмежень. На відміну від статичного встановлення рекомендованих часток капіталу, запропонований підхід передбачає їх коригування відповідно до місткості й платоспроможності попиту, темпу продажів, будівельної готовності, регіональної ліквідності ринку та спроможності девелопера забезпечити фінансування проєкту до його завершення;

– **організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера** зі змішаною формою фінансування, який, на відміну від підходів, що обмежують реалізацію стратегії бюджетуванням, каскадуванням цілей або контролем окремих КРІ, забезпечує повний цикл інституціоналізації, реалізації, моніторингу й перегляду цільової стратегічної конфігурації підприємства. Механізм структуровано за організаційною, фінансово-економічною, ринково-продуктовою, інформаційно-аналітичною, ризиково-комплаєнсною та контрольно-адаптивною підсистемами; обґрунтовано розподіл повноважень між корпоративним, портфельним і проєктним рівнями; запроваджено стадійні контрольні «ворота», систему календарних, порогових, подієвих, договірних і сценарних тригерів та п'ять рівнів коригування - операційний, ринково-продуктовий, фінансово-конфігураційний, портфельний і стратегічний. Відмінною ознакою механізму є некомпенсаційний принцип, за яким критичні порушення правової допустимості, ліквідності, ресурсного забезпечення завершення проєктів, кредитних ковенантів або портфельної спроможності мають блокувальний пріоритет і не можуть бути нівельовані високими середніми чи інтегральними оцінками інших параметрів;

набуло подальшого розвитку:

– **теоретичне трактування підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу та суб'єкта формування фінансової**

архітектури проєктів, яке, на відміну від його функціонального ототожнення із забудовником, замовником або інвестором, ураховує визначальну роль девелопера у формуванні концепції проєкту, координації прав і зобов'язань стейкхолдерів, структуруванні фінансових ресурсів, управлінні грошовими потоками й ризиками та узгодженні проєктного, портфельного і корпоративного рівнів. Уточнено зміст фінансової архітектури як системи та траєкторії взаємодії джерел, інструментів, строків, прав, зобов'язань, ризиків і механізмів контролю, а фінансової конфігурації - як її конкретного стадійного стану;

— *концептуально-методичне забезпечення формування стратегії розвитку підприємства-девелопера за змішаного фінансування будівництва*, яке конкретизовано через три взаємопов'язані положення: встановлення цільової траєкторії розвитку, визначення критеріїв стратегічної стійкості та запровадження механізму адаптивного перегляду управлінських рішень. На відміну від підходів, що відокремлено розглядають конкурентне позиціонування, структуру капіталу, портфель або управління окремим проєктом, запропонований базис інтегрує цільову траєкторію, портфель проєктів, стадійну фінансову архітектуру, фінансово-економічну діагностику, сценарне оцінювання стійкості, вибір стратегічної альтернативи, операціоналізацію та адаптивний контроль.

- *емпіричний підхід до ринково-конкурентної діагностики та стратегічного позиціонування підприємства-девелопера*, який розвинуто шляхом поєднання класової, територіальної та форматної сегментації у матриці «клас - територія - формат», двоступеневої ідентифікації класу об'єкта за обов'язковими пороговими вимогами і порівняльною бальною оцінкою, а також зіставлення продуктової оцінки із ціною одного квадратного метра. Це дало змогу відокремити продуктову цінність від територіальної, земельної, сервісної та репутаційної премії, виявляти ризик завищеного позиціонування й трансформувати характеристики продукту і попиту у вимоги до темпів продажів, стартового капіталу, допустимої частки коштів покупців та структури зовнішнього фінансування;

- сценарно-верифікаційний підхід до апробації стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаним фінансуванням, який, на відміну від статичного зіставлення планових і фактичних показників або однофакторного аналізу чутливості дохідності, поєднує емпірично обґрунтоване класове та ринково-продуктове позиціювання проєкту, стадійну траєкторію власного, боргового, покупецького, партнерського і комерційного фінансування, календарне визначення пікового дефіциту ресурсів, некомпенсаційну перевірку критичних умов життєздатності, оцінювання структурної стійкості фінансування, систему тригерів, формування пакета адаптивного коригування та повторне оцінювання стратегії після управлінського втручання. Це дало змогу визначати область застосовності стратегії, момент втрати її стійкості та здатність організаційно-економічного механізму відновлювати допустимі параметри ліквідності, ресурсного покриття, фінансової конфігурації й портфельної керованості після ринкових, фінансово-витратних і комбінованих шоків.

Практичне значення одержаних результатів полягає у можливості використання розроблених методичних підходів та прикладного інструментарію для формування стратегій розвитку підприємств-девелоперів, обґрунтування моделей змішаного фінансування, оцінювання економічної доцільності проєктів, формування проєктного портфеля та розподілу фінансових ресурсів між його складовими.

Результати дослідження впроваджено в навчальний процес Київського національного університету будівництва і архітектури під час викладання дисциплін «Планування і контроль на підприємстві», «Інноваційний розвиток підприємства», «Основи соціально-економічного розвитку» і «Теорія економічної конкуренції», а також використано під час виконання науково-дослідних робіт за темами з номерами державної реєстрації 0125U002873 і 0123U102814 (довідка № 1761/52-21/3/26 від 22.06.2026 р.).

У діяльності ТОВ «Д-І-М» використано методичні положення щодо формування стратегії розвитку підприємства-девелопера на основі вибору моделі змішаного фінансування залежно від класу житлової нерухомості, узгодження

структури джерел фінансування з ринковими характеристиками, капіталомісткістю і ризиковим профілем проєкту, а також оцінювання відповідності проєкту заявленому класу житла (довідка вих. № 5 від 11.06.2025 р.). В ТОВ «ЮННА ДЕВЕЛОПМЕНТ» результати дослідження застосовано під час оцінювання економічної доцільності девелоперських проєктів, обґрунтування їх фінансової моделі, визначення ролі комерційної складової у формуванні дохідності й фінансової стійкості, використання інтегральних бізнес-індикаторів та розподілу ризиків між учасниками проєкту (довідка вих. № 1 від 10.06.2025 р.). У діяльності ТОВ «ЕДВАНС БУД» апробовано методичні положення та аналітичний модуль оцінювання економічної доцільності формування портфеля девелоперських проєктів зі змішаним фінансуванням, що забезпечують їх вибір, ранжування і поєднання з урахуванням капіталомісткості, дохідності, строків реалізації, ліквідності, ресурсного забезпечення і ризикового профілю, а також обґрунтований розподіл джерел фінансування між проєктами (довідка вих. № 8 від 09.06.2025 р.).

Результати дисертаційного дослідження також впроваджено у навчальний процес Київського національного університету будівництва і архітектури під час підготовки лекцій, навчально-методичних матеріалів, практичних завдань з дисциплін «Планування і контроль підприємств», «Інноваційний розвиток підприємства», «Основи соціально-економічного розвитку», «Теорія економічної конкуренції» для здобувачів першого рівня вищої освіти спеціальностей 071 «Облік і оподаткування», 075 «Маркетинг» та 073 «Менеджмент» (довідка про впровадження № 1761/52-21/3/26 від 22.06.2026 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним науковим дослідженням здобувача. Усі наукові положення, висновки, методичні підходи, аналітичні узагальнення, моделі, розрахунки, таблиці, рисунки та практичні рекомендації, що виносяться на захист, отримані автором особисто. У наукових працях, виконаних у співавторстві, використано лише ті положення, які належать особисто здобувачу.

Апробація результатів дослідження. Основні положення та результати

дисертаційної роботи доповідалися й обговорювалися на міжнародних науково-практичних конференціях, зокрема: XIV Міжнародній науково-практичній конференції «Science, innovations and education: problems and prospects» (м. Токіо, Японія, 2022); VIII Міжнародній науково-практичній конференції «Розбудова інноваційних економіки, менеджменту та освіти в умовах нової соціальної реальності» (м. Київ, 2023); Міжнародній науково-практичній конференції «Глобалізаційні виклики економіки, обліку, фінансів та права» (м. Полтава, 2023); III, IV та V Міжнародних науково-практичних конференціях «Проблеми генезису економіки інтелектуально-інноваційного капіталу» (м. Київ, 2023, 2024, 2025); V, VI та VII Міжнародних науково-практичних інтернет-конференціях «Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрямки розвитку» (м. Київ, 2024, 2025, 2026); III Міжнародній науково-практичній конференції «Інноваційні методи управління економікою в умовах цифровізації бізнесу» (м. Київ, 2025). Апробація результатів дала змогу уточнити теоретичні положення щодо економічної сутності девелопменту, конкретизувати напрями трансформації стратегій підприємств-девелоперів в умовах війни, поглибити методичні засади вибору інструментів і моделей змішаного фінансування, а також посилити практичну спрямованість рекомендацій щодо формування стратегічних альтернатив розвитку девелоперських підприємств.

Публікації. Основні результати дисертаційної роботи опубліковано у 17 наукових працях, зокрема: 1 статті у науковому виданні, що індексується у наукометричній базі Scopus; 1 статті у науковому виданні, що індексується у Web of Science; 5 статтях у наукових фахових виданнях України; 10 тезах доповідей у збірниках матеріалів міжнародних науково-практичних конференцій. Публікації відображають основні теоретико-методичні, аналітичні та прикладні результати дослідження, пов'язані з формуванням стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування, уточненням економічної сутності девелопменту та функцій підприємства-девелопера, аналізом стану й тенденцій фінансування будівництва, систематизацією фінансово-кредитних інструментів і джерел залучення інвестиційних ресурсів, обґрунтуванням

моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів, визначенням ролі небанківських фінансових установ, інститутів спільного інвестування та публічно-приватного партнерства, дослідженням трансформації стратегій підприємств-девелоперів в умовах війни, урахуванням регіонально-територіальних, ринкових і безпекових чинників, а також розробленням формалізованого інструментарію ухвалення стратегічних рішень щодо їх розвитку.

Структура та обсяг дисертаційної роботи. Структура дисертації визначена метою, завданнями та логікою дослідження. Дисертаційна робота складається з анотації українською та англійською мовами, списку праць здобувача, переліку умовних скорочень, змісту, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації становить 300 сторінок, з яких основний текст – 235 сторінок. Робота містить 71 таблицю, 26 рисунка, 7 додатків. Список використаних джерел налічує 187 найменувань.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ-ДЕВЕЛОПЕРІВ ЗІ ЗМІШАНОЮ ФОРМОЮ ФІНАНСУВАННЯ

1.1. Підприємство-девелопер як інтегратор інвестиційно-будівельного циклу та суб'єкт формування фінансової архітектури проєктів

Теоретичне обґрунтування інтеграційної ролі підприємства-девелопера потребує послідовного переходу від визначення економічної сутності девелопменту до розмежування учасників інвестиційно-будівельного процесу, уточнення змісту фінансової архітектури проєкту та встановлення закономірностей її зміни протягом життєвого циклу.

Наукова проблематика окреслення змістової сутності девелопменту обумовлена різними предметними ракурсами дослідження девелопменту. Так, в економіці нерухомості він трактується як перетворення активу і приріст його вартості [1, 2]; у теорії інвестицій - як цикл вкладення капіталу [3; 4]; у проєктному менеджменті - як тимчасова організація [5]; в інституційній економіці - як мережа контрактів [6]; у стратегічному менеджменті - як портфельна діяльність [7]. Через це поняття «девелопер», «забудовник», «замовник», «інвестор», «генеральний підрядник» та «управитель» часто накладаються, хоча їхні права, функції й ризики не є тотожними. Відповідно для встановлення економічної сутності підприємства-девелопера та суміжних категорій нами проведено порівняльний аналіз наукових підходів до трактування девелопменту, визначено функцій учасників інвестиційно-будівельного процесу та змісту понять, пов'язаних із фінансуванням проєкту. Це дало змогу виявити спільні й відмінні сутнісні ознаки категорій, розмежувати учасників за їхньою роллю у формуванні концепції, залученні капіталу та розподілі ризиків, а також узгодити проєктний, портфельний і корпоративний рівні управління фінансуванням.

Еволюція теоретичних моделей розвитку девелопменту відбувалася від опису стадій [8], моделювання процесу [9; 10] до пояснення взаємозв'язків між

активами, капіталом, учасниками, договорами, правилами й управлінськими рішеннями [1-2; 5-7]. Стадійна модель відповідає на питання про послідовність операцій, а інституційна та інтеграційна - про механізми формування і коригування цієї послідовності. Така еволюція створила підґрунтя для виокремлення взаємодоповнювальних наукових підходів до трактування девелопменту, а саме – вартісного, підприємницького, інвестиційно-процесного, нормативно-правового, трансформаційного, інтеграційно-інституційного та проектно-портфельного підходів.

Вартісний підхід розглядає девелопмент як процес створення і реалізації доданої вартості. Вихідна вартість земельної ділянки або наявної нерухомості змінюється внаслідок формування концепції, зміни правового режиму, проектування, будівництва, ринкового позиціонування та організації комерційного використання об'єкта. С. Гай і Дж. Геннеберрі пов'язують вартість нерухомості з економічними та соціальними процесами, які визначають її використання й сприйняття учасниками ринку [11]. Отже, вартість формується у взаємодії характеристик об'єкта, території, попиту, правил і професійних практик. Р. Пейзер та співавтори пов'язують створення вартості з виявленням ринкової можливості, розробленням відповідного продукту, управлінням витратами, фінансуванням і вибором способу реалізації або утримання активу [2]. Дж. Реткліфф, М. Стаббс і М. Кіпінг також підкреслюють взаємозв'язок планових, ринкових та інвестиційних рішень у формуванні економічної цінності нерухомості [1].

У межах вартісного підходу підприємство-девелопер координує створення споживчої, ринкової та інвестиційної цінності. Джерелом економічного ефекту виступає різниця між вартістю сформованого продукту та сукупними витратами на набуття прав, проектування, фінансування, будівництво, маркетинг і виконання зобов'язань. Цей підхід дає змогу досліджувати девелоперську маржу, капіталізацію об'єкта, вплив концепції на дохідність і зв'язок між якістю продукту та фінансовим результатом.

Методологічне обмеження вартісного підходу виникає за надмірної

концентрації на кінцевому прирості вартості. Така концентрація може послабити увагу до ліквідності, календарної збалансованості фінансування, договірних обмежень, соціальних наслідків і здатності підприємства завершити проєкт у разі несприятливої зміни ринкових умов.

Інтеграційно-інституційний підхід трактує девелопмент як систему взаємодії учасників, ресурсів, прав, контрактів, правил та управлінських рішень. Об'єкт створюється через діяльність багатьох спеціалізованих суб'єктів, кожен із яких має власні цілі, повноваження, ресурси і ризики. Цілісність процесу залежить від узгодженості їхніх дій. Інтеграційно-інституційний ракурс спирається на інституційну модель П. Гілі, критичний аналіз Т. Гора і Д. Ніколсона та інституційно-соціальне пояснення С. Гая і Дж. Геннеберрі. Сукупно ці праці обґрунтовують залежність девелопменту від взаємодії ресурсів, правил, інтересів агентів і територіального середовища [8; 10; 11]. У межах цього підходу підприємство-девелопер виконує функцію інтегратора. Воно формує систему взаємозв'язків між власником земельної ділянки, замовником, інвесторами, кредиторами, проєктувальниками, підрядниками, органами влади, управителями та покупцями. Інтеграція охоплює розподіл прав і зобов'язань, узгодження строків, обмін інформацією, закріплення ризиків у договорах, установлення контрольних процедур та координацію грошових потоків.

Економічний ефект виникає завдяки зниженню трансакційних втрат, попередженню конфліктів, скороченню затримок і забезпеченню сумісності окремих рішень. Значення цього підходу полягає в обґрунтуванні інтеграційної ролі підприємства-девелопера та включенні до фінансової архітектури договірних прав, механізмів контролю й розподілу ризиків. Його методологічне обмеження пов'язане зі складністю операціоналізації інтеграційної функції. Загальне твердження про координацію учасників потребує конкретизації, зокрема що стосується питань які рішення приймає девелопер, які права він контролює, якими інструментами впливає на учасників та за допомогою яких показників оцінюється результативність інтеграції.

Підприємницький підхід розглядає девелопмент як діяльність із виявлення

та реалізації ринкової можливості у сфері нерухомості. Його вихідною передумовою є здатність девелопера побачити потенціал земельної ділянки або наявного об'єкта, сформулювати концепцію майбутнього продукту, мобілізувати необхідні ресурси та взяти на себе ризик недосягнення очікуваного результату в умовах невизначеності. У працях Р. Пейзера та співавторів девелопер постає підприємцем, який поєднує знання ринку, фінансування, землекористування, проектування, будівництва й реалізації нерухомості [2]. Підприємницький результат формується завдяки перетворенню невизначеної ринкової можливості на структурований і комерційно життєздатний проєкт.

Бляхарський Я.С. обґрунтовує девелоперську діяльність як самостійний вид економічної діяльності, що відрізняється комплексністю, специфічною метою і сукупністю виконуваних функцій [12]. У межах такого підходу підприємство-девелопер виступає носієм підприємницької ініціативи, організатором ресурсів і суб'єктом прийняття залишкового ризику.

У вітчизняній літературі підприємницький ракурс підтримує Т. Білоброва, яка пов'язує девелопмент з ініціюванням і реалізацією проєктів створення або перетворення об'єктів нерухомості та орієнтацією на ринковий результат [13].

Підприємницький підхід пояснює мотивацію входження в проєкт, природу девелоперського доходу та значення здатності до пошуку ринкових можливостей. Його аналітична цінність полягає у розкритті зв'язку між ризиком, ініціативою та очікуваним прибутком. Водночас зосередження на підприємницькій поведінці залишає недостатньо розкритими правову конструкцію проєкту, систему контрактів, стадійну зміну джерел фінансування і механізми координації великої кількості учасників.

Інвестиційно-процесний підхід трактує девелопмент як організацію циклу вкладення капіталу у створення або якісне перетворення об'єкта нерухомості. У центрі аналізу перебувають інвестиційне обґрунтування, мобілізація фінансових ресурсів, їх використання відповідно до бюджету і календарного плану, формування доходів та виконання зобов'язань перед постачальниками капіталу.

О. А. Рашковський характеризує девелопмент як концепцію організації

інвестиційного процесу, яка поєднує ініціювання проєкту, фінансування, організацію будівництва та комерціалізацію результату [14]. Такий підхід відображає взаємозв'язок вкладення капіталу, створення нерухомості та отримання економічного ефекту. Т. Кіщенко, Л. Гусарова та Н. Боліла визначають девелопмент як методологію втілення інвестиційних проєктів у будівництві [15]. У цьому трактуванні девелопер координує проходження основних стадій інвестиційного процесу та забезпечує взаємозв'язок між його учасниками. Фінансовий аспект підходу поглиблюється теорією проєктного фінансування. Есті Б.С. розглядає великий проєкт як систему взаємопов'язаних контрактів, грошових потоків і механізмів розподілу ризиків [16]. Це положення має особливе значення для девелопменту, де потреба у фінансуванні виникає до отримання основних доходів, а джерела капіталу змінюються відповідно до готовності об'єкта та рівня ризику.

Інвестиційно-процесний підхід створює методологічну основу для аналізу руху капіталу, стадійної потреби у фінансових ресурсах, дохідності й окупності. Його застосування до теми дослідження дає змогу пояснити виникнення моделей змішаного фінансування. Разом із тим зведення девелопменту переважно до інвестиційного циклу послаблює увагу до продуктово-ринкової концепції, просторового результату, інституційних відносин та портфельної стратегії підприємства.

Нормативно-правовий підхід визначає девелопера через юридично закріплені ознаки його статусу, договірні відносини із замовником будівництва, повноваження щодо організації та/або фінансування об'єкта та можливість набуття прав щодо майбутньої нерухомості. Закон України «Про гарантування речових прав на об'єкти нерухомого майна, які будуть споруджені в майбутньому» встановлює правосуб'єктність девелопера як юридичної особи, договірну основу його взаємодії із замовником і можливість залучення коштів інших осіб [17].

Іванов А. В. аналізує співвідношення понять «девелопмент нерухомості» та «девелоперська діяльність», звертаючи увагу на відмінність між процесом

розвитку об'єкта і професійною діяльністю суб'єкта, який організовує цей процес [18]. Це розмежування має методологічне значення для дисертаційного дослідження: категорія «девелопмент» характеризує зміст і траєкторію перетворення об'єкта, а категорія «підприємство-девелопер» визначає постійного суб'єкта господарювання, який ініціює, організовує та координує відповідні проєкти. Нормативно-правовий підхід є необхідним для встановлення прав, обов'язків і повноважень учасників, але сам по собі не пояснює продуктово-ринкову концепцію, портфельні рішення та механізм створення економічної вартості.

Трансформаційний підхід зосереджується на цілеспрямованій зміні земельної ділянки, будівлі або іншого об'єкта нерухомості. Трансформація охоплює фізичний, функціональний, правовий та економічний стани активу. Земельна ділянка набуває визначеного способу використання, інвестиційний задум матеріалізується у проєктному рішенні, будівля отримує нові споживчі властивості, а правова й ринкова визначеність формує можливість її реалізації або експлуатації.

Трансформація активу в моделях П. Гілі та у критичному огляді Т. Гора і Д. Ніколсона відбувається через взаємодію ресурсів, правил, економічних агентів та інституційних умов, що спільно визначають результат перетворення [8; 9; 10].

Успішність такого перетворення, за П. Фішером, залежить від одночасної технічної, правової, ринкової та фінансової здійсненності проєкту: за відсутності хоча б однієї з цих передумов фізичне створення об'єкта не забезпечує економічної завершеності девелопменту [19]. Петраковська О. С. і Тацій Ю. О. розширюють трансформаційний ракурс до рівня території, пов'язуючи розвиток нерухомості зі сталим розвитком міст [20]. Отже, результатом девелопменту виступає зміна окремого активу та ширшого просторового середовища.

Аналітична цінність трансформаційного підходу полягає у визначенні предметного ядра девелопменту - цілеспрямованого перетворення нерухомості. Він дає змогу досліджувати зміну корисності, функціональних характеристик і ринкової придатності об'єкта. Водночас цей підхід обмежено розкриває

діяльність підприємства як постійної організації, його портфельні рішення та формування фінансової архітектури.

Проектно-портфельний підхід розмежовує тимчасовий характер девелоперського проекту і постійний характер підприємства-девелопера. Окремий проект має визначену мету, строк, бюджет, команду та життєвий цикл. Підприємство формує портфель таких проектів, розподіляє між ними фінансові й управлінські ресурси, визначає послідовність запуску та контролює сукупний ризик. Р. Лундін та А. Сьодергольм визначають час, завдання, команду і перехід як ключові характеристики тимчасової організації [21]. Дж. Тернер і Р. Мюллер розглядають проект як тимчасову організацію, механізм здійснення змін, розподілу ресурсів та управління невизначеністю [22].

Приходько Д.О., Дикий О.В., Малихіна О.М., Валінкевич Н.В., Іщенко Т.М., Савчук Т.В. розкривають економіко-інституціональні аспекти формування портфеля девелопера, акцентуючи увагу на зв'язку між відбором проектів, ресурсним забезпеченням та стратегічними рішеннями підприємства [23]. Рижаківа Г. М. та співавтори пов'язують стратегічний девелопмент із динамічним середовищем реалізації будівельних проектів і потребою враховувати економіко-управлінські предиктори [24]. Ця позиція поглиблює портфельний підхід через урахування зміни зовнішніх умов і необхідності адаптивного коригування проектних рішень.

Проектно-портфельний підхід дає змогу аналізувати темпи запуску нових об'єктів, розподіл власного капіталу, часову диверсифікацію стадій, взаємозалежність грошових потоків та вплив окремого проекту на фінансову стійкість підприємства. Його значення для теми дисертації полягає у переході від фінансування окремого об'єкта до формування стратегії розвитку підприємства-девелопера. Обмеження цього підходу виникає тоді, коли портфель розглядається як сукупність відносно однорідних проектів без урахування відмінностей у правовій моделі, джерелах фінансування, структурі контрольних прав і стадійній траєкторії кожного об'єкта. Тому портфельний аналіз потребує доповнення категорією фінансової архітектури проекту.

Таким чином, проведений аналіз дає змогу виокремити сім взаємодоповнювальних підходів (табл.1.1).

Таблиця 1.1

**Порівняльна характеристика наукових підходів до трактування
девелопменту та ролі підприємства-девелопера**

Підхід і репрезентативні джерела	Фокус трактування девелопменту	Роль і функції підприємства-девелопера	Економічний результат та аналітична цінність	Методологічні обмеження
Вартісний - Guy S., Henneberry J. [11]; Ratcliffe J., Stubbs M., Keeping M. [1]	Створення споживчої, ринкової та інвестиційної цінності нерухомості	Формування концепції продукту, позиціонування, управління витратами, доходами, якістю та способом реалізації активу	Додана вартість, девелоперська маржа, капіталізація; зв'язок між характеристиками продукту і фінансовим результатом	Можливе надмірне зосередження на кінцевій вартості та дохідності
Трансформаційний Healey P. [8, 9]; Gore T., Nicholson D. [10]; Fisher P.[19]; Петраковська О. С., Тацій Ю. О. [20]	Цілеспрямована зміна фізичного, функціонального, правового й економічного стану землі або нерухомості	Формування напряму перетворення активу, узгодження технічної, правової, ринкової та фінансової здійсненності	Приріст корисності й вартості активу, створення нового просторового та функціонального результату	Обмежене відображення портфельної діяльності підприємства і структурування фінансування
Підприємницький (Peiser R., Charles S., Egelanian N., Dermisi S., Hamilton D. [2]; Бляхарський Я.С. [12]; Білоброва Т.О. [13])	Реалізація ринкової можливості шляхом створення або перетворення нерухомості в умовах невизначеності	Ініціювання проєкту, формування бізнес-ідеї, мобілізація ресурсів, прийняття ризику, організація комерціалізації	Підприємницький дохід; пояснення мотивації девелопера та зв'язку між ризиком і прибутком	Обмежене розкриття інституційних, правових і договірних зв'язків
Інвестиційно-процесний Рашковський О. А. [14]; Кіщенко Т. С., Гусарова Л. В., Боліла Н. В. [15]; Esty B. [16]	Інвестиційний цикл вкладення, використання та відшкодування капіталу в межах будівельного проєкту	Інвестиційне обґрунтування, формування джерел фінансування, залучення коштів, контроль їх використання, узгодження потоків із календарним планом	Дохідність капіталу, фінансова здійсненність і завершення інвестиційного циклу; основа аналізу змішаного фінансування	Ризик звуження девелопменту до руху капіталу та фінансових операцій

Продовження табл.1.1

Нормативно-правовий - Закон України № 2518-IX [17]; Іванов А.В. [18]	Юридичний статус девелопера та його договірні відносини із замовником й іншими учасниками	Організація та/ або фінансування будівництва на договірній основі; набуття визначених прав щодо майбутньої нерухомості	Юридичний контур діяльності; підстави виникнення прав; розмежування договірних сторін	Не розкриває продуктово-ринкової концепції, інвестиційної доцільності, портфельних рішень і механізмів створення вартості
Інтеграційно-інституційний - Healey P. [8]; Olander S. [25]; Aaltonen K., Kujala J. [26]; Winch G. M.[27]	Система взаємодії ресурсів, правил, контрактів, прав, інтересів і стратегій учасників	Координація стейкхолдерів, розподіл прав, зобов'язань і ризиків, узгодження інформації, строків, ресурсів та рішень	Зниження трансакційних втрат, попередження конфліктів, забезпечення сумісності складових проєкту	Складність операціоналізації інтеграційної функції та вимірювання її результативності
Проектно-портфельний - Lundin R. A., Söderholm A [21]; Turner J. R., Müller R. [22]; Приходько Д.О. та ін. [23]; Рижакова Г.М. та ін. [24]	Поєднання тимчасових проєктних організацій у портфелі постійного підприємства	Відбір і запуск проєктів, синхронізація стадій, розподіл капіталу та компетентностей, ресурсне балансування, стратегічний контроль	Стійкість портфеля, збалансування грошових потоків, довгострокове зростання вартості підприємства	Потреба враховувати правову конструкцію і фінансову архітектуру кожного проєкту

Джерело: систематизовано автором за наведеними науковими працями [1-27]

Вартісний підхід розкриває формування споживчої, ринкової та інвестиційної цінності; трансформаційний - зміну земельного або майнового активу; підприємницький - ініціативу, прийняття ризику та природу девелоперського доходу; інвестиційно-процесний - рух капіталу і фінансове забезпечення стадій; нормативно-правовий - юридичний статус, права та договірні повноваження; інтеграційно-інституційний - координацію учасників, правил, прав і договорів; проєктно-портфельний - взаємозв'язок тимчасових проєктів із діяльністю постійного підприємства (табл.1.1). Жоден із підходів окремо не відображає повної економічної природи девелопменту. Саме тому необхідним є інтегральний підхід. Результати систематизації обґрунтовують трактування підприємства-девелопера як постійного центру підприємницьких,

інвестиційних, організаційних і стратегічних рішень. Проведений аналіз дає підстави запропонувати таке авторське трактування. Отже, *девелопмент - це вид підприємницької діяльності, організований як комплексний, ітеративний та інституційно зумовлений бізнес-процес цілеспрямованого перетворення земельного або майнового активу шляхом мобілізації та узгодження правових, фінансових, організаційних, проєктних і виробничих ресурсів, результатом якого є створення економічно життєздатного об'єкта нерухомості, прирощення його вартості, а також формування комплексу майнових прав і зобов'язань та пов'язаних із ними грошових потоків.*

Запропоноване визначення поєднує предметну, процесну, організаційну, фінансову та стратегічну площини. Предметна площина характеризує цілеспрямоване перетворення земельного або майнового активу. Процесна відображає послідовність взаємопов'язаних стадій інвестиційно-будівельного циклу. Організаційна розкриває координацію системи спеціалізованих учасників і договорів. Фінансова охоплює формування структури джерел, інструментів, строків, грошових потоків і ризиків. Стратегічна характеризує діяльність постійного підприємства, яке формує портфель проєктів, розподіляє ресурси, накопичує компетентності та визначає довгострокову траєкторію розвитку.

Відповідно конкретизуємо також термін *підприємство-девелопер - це підприємницька організація, яка ініціює, організовує та структурує девелоперські проєкти, формує їх продуктово-ринкову концепцію, координує учасників і стадії інвестиційно-будівельного циклу, визначає фінансову архітектуру, розподіляє права, зобов'язання та ризики і в межах обраної організаційно-договірної моделі створює передумови і несе економічну та репутаційну відповідальність за створення вартості й завершення проєкту*

Девелоперський проєкт є тимчасовою організацією, але підприємство-девелопер - постійним центром прийняття стратегічних рішень. Його специфічна роль виявляється через інтеграцію стадій, учасників, прав, ресурсів, ризиків і грошових потоків у межах єдиної траєкторії створення вартості.

Після уточнення сутності наступним етапом дослідження є конкретизація

ролей через розкриття функцій підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу та його розмежування із замовником, забудовником, інвестором, генеральним підрядником і управителем. Зазначимо, що функція інтегратора полягає не у виконанні всіх робіт власними силами, а у формуванні цілісної системи виконання. Девелопер може не бути власником земельної ділянки, генеральним підрядником, проєктувальником, кредитором або управителем фонду, однак саме він встановлює взаємозв'язки між цими суб'єктами відповідно до економічної логіки проєкту. Інтеграція охоплює: формування продуктово-ринкової концепції; структурування прав на землю і майбутні об'єкти; визначення бюджету та календаря; підбір джерел капіталу; розподіл ризиків у договорах; контроль проєктування й будівництва; управління продажами; забезпечення введення в експлуатацію та виконання зобов'язань перед покупцями.

Управління зв'язками зі стейкхолдерами в будівництві має безпосередній економічний зміст, оскільки вимоги заінтересованих сторін впливають на строки, бюджет, права та доступність фінансування. С. Оландер обґрунтовує оцінювання впливу стейкхолдерів на будівельний проєкт [25], а К. Аалтонен і Я. Куяла доводять зміну стратегій взаємодії протягом життєвого циклу [26]. Так, технічне рішення впливає на кошторисну вартість і клас продукту; клас продукту - на ціну, темпи продажів і допустиму залежність від коштів покупців; графік будівництва - на потребу в оборотному фінансуванні; правова модель продажів - на порядок реєстрації прав, розкриття інформації та контроль коштів; умови кредиту - на ковенанти, забезпечення й свободу портфельних рішень. Відтак девелопер не просто координує послідовні операції, а приймає рішення в системі взаємних обмежень.

Рис. 1.1 відображає інвестиційно-будівельний цикл як послідовність взаємопов'язаних стадій і наскрізних функцій. Відмінною ознакою девелопера є присутність у всьому циклі та відповідальність за узгодженість його частин. Інші учасники можуть мати значний вплив, однак їхня участь зазвичай обмежена окремою функцією, договором або стадією.



Рис. 1.1. Інтеграційний контур діяльності підприємства-девелопера в межах інвестиційно-будівельного циклу

Джерело: розроблено автором.

Категоріальне розмежування учасників потребує врахування двох рівнів: нормативно-правового статусу та фактичної економічної функції. Закон України «Про гарантування речових прав на об'єкти нерухомого майна, які будуть споруджені в майбутньому» закріплює організаційно-фінансову функцію девелопера, але не вичерпує економічного змісту його діяльності, оскільки не охоплює формування концепції, портфельне управління та створення вартості [17]. Замовник будівництва характеризується правовою позицією в містобудівній процедурі та повноваженнями щодо реалізації наміру забудови [28]. У конкретному проєкті замовник і девелопер можуть бути представлені однією юридичною особою. Категоріально їхні функції відрізняються: замовник реалізує права й обов'язки, пов'язані з організацією будівництва в установлених процедурах, а девелопер формує економічну модель створення, фінансування і комерціалізації об'єктам [28]. Поняття «забудовник» у фінансово-кредитних механізмах будівництва житла пов'язується із суб'єктом, який організовує спорудження об'єкта та виконує зобов'язання в межах відповідної правової

схеми [29]. У практичному вжитку цим поняттям часто позначають девелоперську компанію загалом. Для економічного аналізу доцільно розрізняти забудовника як суб'єкта спорудження об'єкта в конкретному механізмі та підприємство-девелопера як інтегратора продуктового, організаційного, фінансового і портфельного контурів.

Інвестор надає фінансові, майнові або інші ресурси та приймає ризик вкладення. Законодавство допускає суміщення функцій інвестора й інших учасників інвестиційної діяльності, проте сам факт вкладення капіталу не означає виконання девелоперських функцій [30]. Інвестор може впливати на проєкт через умови договору, корпоративні права, представництво в органах управління або фінансові обмеження. Його основний економічний інтерес пов'язаний із захистом вкладеного капіталу та отриманням очікуваної дохідності.

Генеральний підрядник організовує і виконує будівельні роботи відповідно до договору та проєктно-кошторисної документації. Його економічний результат формується як винагорода за виконані роботи, а основні ризики мають виробничий, календарний, кошторисний і контрагентський характер. Генеральний підрядник впливає на потребу у фінансуванні через графік робіт, авансування, відстрочення платежів та умови постачання, однак формування загальної фінансової конструкції проєкту не належить до його типової функції [31; 32]. Управитель у механізмах фінансування будівництва залучає кошти в управління, веде їх облік, здійснює фінансування в межах установлених процедур і контролює дотримання відповідних умов. Його функція орієнтована на захист інтересів довіритель, дотримання правил фонду й контроль використання коштів. Формування концепції об'єкта, визначення ринкового сегмента та управління портфелем підприємства належать до іншого управлінського рівня. Керуюча або експлуатуюча компанія забезпечує обслуговування завершеного об'єкта, підтримання його технічного стану, сервісної якості та споживчої вартості. Її раннє залучення може впливати на проєктні рішення й майбутні операційні витрати, однак основний горизонт діяльності починається після введення об'єкта в експлуатацію.

Таким чином, розмежування учасників доцільно здійснювати за такими критеріями: роль у формуванні концепції, контроль ключових прав, участь у залученні та структуруванні капіталу, характер прийнятого ризику, обсяг координаційних повноважень, горизонт участі й можливість приймати рішення щодо портфеля. Підприємство-девелопер відрізняється поєднанням цих характеристик і забезпечує взаємну відповідність рішень, прийнятих спеціалізованими учасниками (табл.1.2).

Таблиця 1.2

Функціональне розмежування учасників інвестиційно-будівельного процесу

Суб'єкт	Основна функція та горизонт участі	Права на актив / результат	Домінуючий ризик	Вплив на структуру фінансування	Портфельні рішення
Підприємство-девелопер	Ініціювання, структурування та інтеграція повного циклу; від ідеї до виходу або експлуатації	Прямі або опосередковані права; спеціальні майнові права за моделлю проекту	Залишковий ринковий, фінансовий, правовий і репутаційний	Визначальний: джерела, строки, інструменти, контроль і розподіл ризиків	Приймає
Замовник будівництва	Реалізація правового наміру забудови, отримання вихідних даних і дозволів; переважно весь будівельний цикл	Права, що дають можливість забудови; статус у дозвільних процедурах	Правовий і дозвільний	Значний, якщо одночасно фінансує або уповноважує девелопера	Може приймати
Забудовник у схемі ФФБ	Організація спорудження і введення об'єкта, виконання зобов'язань перед управителем; будівельна та завершальна стадії	Права та обов'язки, визначені договором з управителем і законодавством	Недостатність фінансування, строки й завершення	Частковий; діє в межах правил ФФБ і графіка фінансування	Зазвичай обмежені
Інвестор / партнер	Надання капіталу, ресурсів або прав; період визначається договором	Фінансові, корпоративні чи майнові права за договором	Інвестиційний ризик втрати капіталу або доходу	Впливає через ціну капіталу, умови входу/виходу та права контролю	За наявності корпоративних прав
Генеральний підрядник	Організація та виконання будівельних робіт; стадія будівництва	Право на оплату; права на результат до передачі - за договором	Виробничий, календарний, кошторисний	Локальний: графік платежів, відстрочення, забезпечення	Не приймає

Продовження табл.1.2

Управитель фонду фінансування будівництва / майна	Залучення коштів в управління, окремий облік і контроль використання; період дії фонду або договору	Довірча власність або інші права в межах механізму	Фідуціарний, комплаєнс, контрагентський	Високий процедурний вплив, але не продуктивно-стратегічний	Не приймає або погоджує окремі рішення
Керуюча / експлуатуюча компанія	Експлуатація, сервіс, підтримання споживчої вартості; після введення, інколи з підготовчої стадії	Права управління за договором	Операційний і сервісний	Опосередкований через майбутні операційні витрати та дохід	Не приймає щодо девелоперського портфеля

Джерело: сформовано автором на основі законодавства України [28-32] та функціонального аналізу учасників.

Порівняння показує, що участь у будівництві, надання капіталу, виконання підрядних робіт або управління коштами характеризують окремі функціональні ролі. Інтеграційна роль підприємства-девелопера визначається поєднанням повноважень щодо формування концепції, організації взаємодії учасників, узгодження прав і зобов'язань, структурування фінансування, управління ризиками та прийняття рішень з урахуванням інтересів усього портфеля. Таке розмежування створює підстави для переходу до другої складової статусу підприємства-девелопера - його ролі як суб'єкта формування фінансової архітектури проєкту.

С. Майєрс запропонував розглядати фінансову архітектуру як цілісну систему організації фінансів бізнесу, що охоплює організаційно-правову форму, структуру власності, механізми стимулювання, способи залучення капіталу та розподіл ризиків [33]. За такого підходу фінансування пов'язується з визначенням прав учасників на грошові потоки, контролем за використанням коштів і розподілом управлінських повноважень. Агентська теорія М. Дженсена і В. Меклінга пояснює, як структура власності, боргові зобов'язання та контрольні права впливають на поведінку власників, менеджерів і кредиторів [34]. У девелоперському проєкті ці положення виявляються під час визначення повноважень інвестора, установлення кредитних ковенантів, обмежень щодо використання коштів, черговості платежів та умов розподілу доходу.

Фінансова архітектура є ширшим поняттям, ніж структура капіталу. Теорії структури капіталу зосереджуються переважно на співвідношенні власних і позикових джерел фінансування та їх впливі на вартість підприємства [35]. Теорія ієрархії фінансування пояснює, чому за умов інформаційної асиметрії підприємства віддають перевагу внутрішнім ресурсам, потім боргу і лише після цього - залученню нового власного капіталу [36]. Проте ці теорії не повною мірою відображають розподіл контрольних прав, систему договірних обмежень і зміну фінансової конструкції проєкту на різних стадіях його реалізації.

М. Дайламі та Р. Гаусвальд установили, що вартість проєктного боргу залежить від змісту та узгодженості пов'язаних між собою контрактів [37]. Тому умови підрядних договорів, гарантії завершення будівництва, страхування, графік продажів, склад забезпечення та порядок розподілу надходжень безпосередньо впливають на ризик фінансування і вартість залученого капіталу. У вітчизняних дослідженнях М. Душак визначає фінансову архітектуру підприємства як динамічну інтегровану систему, що поєднує структуру капіталу, структуру власності, корпоративне управління та організаційно-правову форму [38]. Д. Малиш пов'язує її формування з фінансовою безпекою та здатністю підприємства протидіяти внутрішнім і зовнішнім загрозам [39]. І. Школьник, Д. Малиш і Є. Козьменко розглядають теорії структури капіталу як одну з методологічних основ дослідження фінансової архітектури підприємства [40].

Фінансова архітектура девелоперського проєкту має динамічний характер: її параметри змінюються відповідно до готовності об'єкта, ризиків, потреби в ресурсах, обсягів продажів і виникнення нових договірних зобов'язань, тому застосування категорії до девелопменту потребує поєднання корпоративного, проєктного, інституційного й стадійного ракурсів..

Проєктна фінансова архітектура має охоплювати не тільки корпоративні права й співвідношення боргу та власного капіталу, а й календарне узгодження потоків, спеціальні майнові права, правила першого продажу майбутніх об'єктів, проєктну відокремленість обліку, кредитні ковенанти, механізми заміни забудовника, контроль цільового використання коштів і гарантійну частку. У

цьому полягає принципова відмінність між фінансовою архітектурою підприємства як відносно стійкою інституційною конструкцією та фінансовою архітектурою проєкту як керованою траєкторією прав, ресурсів і ризиків.

Для уникнення термінологічної невизначеності необхідно розмежувати суміжні категорії (табл.1.3): «структура капіталу», «структура джерел фінансування», «фінансова модель», «механізм фінансування», «модель змішаного фінансування», «фінансова конфігурація», «фінансова архітектура»[41].

Таблиця 1.3

Розмежування категорій, пов'язаних із фінансуванням девелоперського проєкту

Категорія	Зміст	Аналітичне питання	Співвідношення з фінансовою архітектурою
Структура капіталу	Співвідношення власного і боргового капіталу	Яка частка ризику фінансується власниками та кредиторами?	Один структурний компонент
Структура джерел фінансування	Перелік і питомі ваги всіх каналів фінансування	Звідки надходять ресурси і наскільки концентроване фінансування?	Кількісний зріз джерел
Фінансова модель	Прогноз доходів, витрат, потоків, вартості капіталу та результативності	Чи є проєкт життєздатним за заданими припущеннями?	Розрахункове відображення економічної логіки
Механізм фінансування	Правила, інституції, договори, рахунки і процедури руху коштів	Як залучаються, обліковуються та контролюються кошти?	Процедурно-правовий компонент
Модель змішаного фінансування	Комбінація двох і більше джерел та інструментів	Який набір каналів доцільно застосувати?	Підсистема джерел та інструментів
Фінансова конфігурація	Конкретний стан співвідношень і параметрів фінансування на стадії t	Якою є фактична/цільова конструкція зараз?	Стадійний зріз архітектури
Фінансова архітектура	Цілісна система джерел, інструментів, строків, прав, ризиків, контролю й рівнів	Як фінансово та інституційно сконструйовано проєкт упродовж циклу?	Найширша інтегруюча категорія

Джерело: розроблено автором за результатами категоріального аналізу [36-41]

Отже, «Модель змішаного фінансування» визначає комбінацію кількох

джерел і інструментів. «Фінансова конфігурація» фіксує їх конкретне поєднання на певній стадії. «Фінансова архітектура» об'єднує всі перелічені компоненти, а також права, зобов'язання, ризики, забезпечення, управління і міжрівневі зв'язки. Прикладний аналіз структури джерел фінансування девелоперських проєктів і напрямів її оптимізації підтверджує практичну значущість такого категоріального розмежування для управлінських рішень щодо структури капіталу [41]. Порівняння авторських підходів засвідчує поступове розширення змісту фінансової архітектури: від корпоративного фінансового дизайну - до інтегрованої системи структури капіталу, власності й управління, а в проєктному фінансуванні - до мережі контрактів, яка закріплює розподіл ризиків і контроль грошових потоків. Для девелопменту необхідний наступний крок: включення стадійного виміру, спеціальних майнових прав, авансованого та інвестиційного фінансування та взаємозалежності проєктного й корпоративного контурів (табл 1.4).

Таблиця 1.4

Порівняння підходів до змісту фінансової архітектури

Автор / науковий підхід	Змістове ядро трактування	Аналітичний акцент і відмінність
S. C. Myers (1999) [33]	Фінансовий дизайн бізнесу: власність, організаційна форма, стимули, способи фінансування, розподіл ризиків	Інтегрує фінансування з контролем і інституційною формою; корпоративний рівень
Jensen, Meckling (1976) [34]; (1988)	Система контрактів, прав контролю і стимулів, що обмежує агентські та трансакційні витрати	Не використовують категорію як центральну, але формують її контрактно-управлінське підґрунтя
Душак М. І. (2019) [38]	Динамічна інтегрована система структури капіталу, власності, корпоративного управління та правової форми	Акцент на взаємодії структурних характеристик підприємства
Малиш Д. О. (2017) [39]	Фінансова конструкція підприємства як основа стійкості й захисту від фінансових загроз	Безпековий і ризик-орієнтований акцент
Esty (2004) [16]; Gatti (2023) [42]; Yescombe (2013) [43]	Проєктна компанія, обмежений регрес, контракти, забезпечення, потоки та розподіл ризиків	Переносить аналіз із фірми на відокремлений проєкт і його договірну систему
Авторський підхід	Стадійно змінювана система джерел, інструментів, потоків, прав, зобов'язань, ризиків, забезпечення та контролю, узгоджена на рівнях проєкту, портфеля і підприємства	Додає фазову мінливість, покупецьке фінансування та міжрівневу координацію

Джерело: систематизовано автором за [36-44].

Категорія «фінансова конфігурація» потребує окремого уточнення. У стратегічному менеджменті конфігураційний підхід описує внутрішньо узгоджене поєднання елементів системи, а не незалежний набір змінних [45; 46]. У девелопменті фінансова конфігурація є конкретним стадійним поєднанням часток джерел, інструментів, строків, вартості, забезпечення, контрольних прав та обмежень. Вона є станом ширшої фінансової архітектури, а послідовність конфігурацій утворює траєкторію фінансування проєкту.

Застосування цього підходу до фінансування означає, що однакова частка боргу може мати різні наслідки залежно від строку, валюти, забезпечення, графіка продажів і наявності власного резерву. Тому конфігурація не є простим набором процентних часток. Вона являє собою взаємопов'язану сукупність кількісних і якісних параметрів фінансування на певний момент або стадію. Архітектура відповідає на питання, як сконструйована система загалом і як вона має змінюватися; конфігурація - який стан цієї системи спостерігається або планується на стадії t .

Формально фінансову архітектуру девелоперського проєкту доцільно подати як багатокomпонентну систему:

$$FA_p = \langle S_p, I_p, T_p, C_p, O_p, R_p, K_p, F_p, L_p \rangle, \quad (1.1)$$

де FA_p - фінансова архітектура проєкту p ;

S_p - джерела фінансування;

I_p - фінансові інструменти;

T_p - строки, черговість і графік надходжень;

C_p - вартість капіталу та платежів;

O_p - система прав і зобов'язань учасників;

R_p - розподіл ризиків, забезпечення та гарантії;

K_p - контроль, облік, розкриття інформації і комплаєнс;

L_p - зв'язки з портфельною та корпоративною фінансовою системою.

Фінансова конфігурація на стадії t є станом цієї архітектури:

$$FC_{p,t} = \{w_{j,t}; m_{j,t}; \tau_{j,t}; c_{j,t}; q_{j,t}\}, \quad \sum w_{j,t} = 1, \quad (1.2)$$

де $w_{j,t}$ - частка джерела j ;

$m_{j,t}$ - інструмент і правова форма його залучення;

$\tau_{j,t}$ - строк та черговість;

$c_{j,t}$ - вартість;

$q_{j,t}$ - обмеження, права контролю, забезпечення і ризикові параметри.

Відповідно, $FC_{p,t}$ є стадійним зрізом FA_p , а послідовність $FC_{p,1} \rightarrow FC_{p,2} \rightarrow \dots \rightarrow FC_{p,T}$ формує керовану траєкторію фінансування проєкту.

Таблиця 1.5

Методологічні передумови трактування фінансової конфігурації

Джерело підходу	Вихідне положення	Адаптація до фінансування девелоперського проєкту
Miller (1986)	Конфігурація є узгодженим поєднанням стратегії і структури	Джерела та інструменти мають відповідати продукту, стадії й ризиковому профілю
Meyer, Tsui, Hinings (1993)	Об'єкт описується багатовимірною сукупністю взаємозалежних характеристик	Конфігурація включає не лише частки, а строки, ціну, права, забезпечення і контроль
Fiss (2007)	Результат зумовлюється комбінаціями умов, а не ізольованими факторами	Стійкість визначається сумісністю каналів і компенсаторними властивостями їх комбінації
Проектне фінансування	Контракти та розподіл ризиків визначають банківські умови й життєздатність	Конфігурація повинна враховувати взаємозалежність фінансових і нефінансових договорів
Авторський підхід	Конфігурація є стадійним станом ширшої архітектури	Дає змогу аналізувати міграцію структури фінансування протягом життєвого циклу

Джерело: сформовано автором на основі [45-47]

Фінансова архітектура девелоперського проєкту змінюється протягом його життєвого циклу, оскільки на різних стадіях відрізняються рівень ризику, потреба у фінансуванні та доступність окремих джерел капіталу.

На передінвестиційній стадії найвищими є ризики, пов'язані з непридатністю земельної ділянки, невідповідністю концепції ринковому попиту, а також неможливістю оформлення необхідних прав і дозволів. На цьому етапі проєкт ще не має достатнього забезпечення та підтверджених майбутніх доходів, тому залучення банківського кредиту або коштів покупців є обмеженим. Основне фінансове навантаження, як правило, несуть спонсор проєкту, власник земельної ділянки або інвестиційний партнер, які приймають на себе початковий ризик.

Після оформлення прав на земельну ділянку, завершення техніко-економічного обґрунтування та отримання основних дозвільних документів невизначеність зменшується. Проєкт стає більш зрозумілим для кредиторів та інституційних інвесторів. Водночас залучення боргового фінансування зазвичай супроводжується вимогами щодо забезпечення, внеску спонсора, дотримання фінансових ковенантів і контролю за використанням бюджету. У теорії проєктного фінансування такий стан характеризується підвищенням банківської придатності проєкту [42–43].

На стадії будівництва різко зростає потреба у фінансових ресурсах. До структури фінансування можуть додаватися банківські кредити та кошти покупців, якщо це дозволено законодавством, існує підтверджений попит і забезпечено контроль за цільовим використанням коштів. Попередні продажі водночас формують для девелопера зобов'язання завершити будівництво у визначені строки. Тому допустимий обсяг залучення коштів покупців має залежати від ступеня готовності об'єкта, обсягу власного капіталу, темпів продажів і здатності підприємства покривати можливі касові розриви [48].

На завершальній стадії технічний ризик поступово зменшується, однак зростає значення ризиків ліквідності, остаточних розрахунків, введення об'єкта в експлуатацію, державної реєстрації прав і виконання договірних зобов'язань. Фінансове управління на цьому етапі спрямовується на погашення боргу, покриття касових розривів, зняття обтяжень, формування гарантійних резервів і передачу об'єктів покупцям.

Після введення об'єкта в експлуатацію фінансова архітектура залежить від обраної бізнес-моделі. У разі продажу об'єкта або його частин відбувається завершення інвестиційного циклу та вихід спонсора. Якщо об'єкт залишається у власності девелопера, фінансова модель трансформується у довгострокову модель володіння й експлуатації, у якій основним джерелом обслуговування капіталу стають орендні або операційні надходження.

Отже, єдиної незмінної оптимальної структури фінансування для всього життєвого циклу девелоперського проєкту не існує. Її оптимальність має

стадійний характер і визначається здатністю відповідної комбінації джерел забезпечувати потребу в капіталі за прийнятною вартості, підтримувати ліквідність і не створювати критичної залежності від одного джерела фінансування. Тому стратегічний аналіз має охоплювати склад джерел фінансування на кожній стадії, порядок їх заміни та стійкість фінансової моделі до змін попиту, вартості ресурсів і строків реалізації проєкту.

Таблиця 1.6

Логіка стадійної трансформації фінансової архітектури девелоперського проєкту

Стадія	Домінуючі невизначеності	Логіка джерел фінансування	Ключові обмеження та контроль	Рішення девелопера
Передінвестиційна	Попит, земля, концепція, правова й технічна здійсненність	Ризиковий власний/партнерський капітал; обмежена придатність боргу	Due diligence, межі витрат до підтвердження здійсненності	Продовжити дослідження, змінити концепцію або відмовитися
Підготовча	Дозволи, проєктні рішення, бюджет, контракування	Поєднання капіталу спонсора, партнера та умовно доступного боргу	Внесок спонсора, забезпечення, ковенанти, резерви	Закріпити цільову конфігурацію та умови фінансового закриття
Будівельна	Строки, собівартість, продажі, постачання	Борг, кошти покупців, транші партнерів за наявності власного буфера	Графік фінансування, цільове використання, DSCR, темпи продажів	Перебалансувати джерела, темпи робіт і маркетинг
Завершальна	Касові розриви, введення, остаточні розрахунки, реєстрація прав	Заклучні транші, надходження від продажів, резерв ліквідності	Погашення боргу, зняття обтяжень, виконання зобов'язань	Пріоритезувати завершення і захист ліквідності
Експлуатація / вихід	Заповнюваність, операційні витрати, продаж активу	Рефінансування під операційний потік або повернення капіталу	Умови виходу, довгострокові ковенанти, сервісна якість	Утримувати, рефінансувати або реалізувати актив

Джерело: розроблено автором; частки джерел навмисно не нормовано, оскільки вони залежать від класу нерухомості, масштабу діяльності, ринку та правової моделі проєкту.

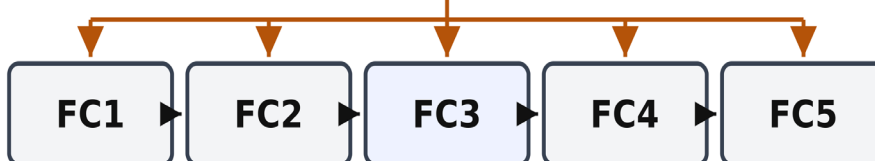
Співвідношення архітектури та її стадійних конфігурацій узагальнено на рис. 1.2. Архітектура задає склад елементів, правила їх взаємодії і допустиму траєкторію змін; конфігурація відображає конкретний стан цих елементів. Такий поділ має методичне значення для подальшої діагностики: статичні показники

характеризують $FC_{p,t}$, тоді як стратегічний аналіз має оцінювати всю траєкторію FA_p і її узгодженість із портфелем.

ФІНАНСОВА АРХІТЕКТУРА ДЕВЕЛОПЕРСЬКОГО ПРОЄКТУ (FA_p)



Фінансова конфігурація ($FC_{p,t}$) = стан архітектури на стадії t



FC1 — передінвестиційна стадія; FC2 — підготовча; FC3 — будівельна;
FC4 — завершальна; FC5 — експлуатація/вихід.

Джерело: розроблено автором.

Рис. 1.2. Співвідношення фінансової архітектури проєкту та її стадійних конфігурацій

Джерело: розроблено автором.

Фінансова архітектура проєкту пов'язана зі стратегією розвитку підприємства-девелопера через систему обмежень і можливостей. По-перше, обсяг власного капіталу, допустимий фінансовий важіль і доступ до партнерських ресурсів визначають кількість та масштаб проєктів, які можуть одночасно перебувати на капіталомістких стадіях. По-друге, залежність від попередніх продажів обмежує темпи запуску за нестабільного попиту. По-третє, ковенанти й забезпечення можуть забороняти перерозподіл коштів між

проектами або створювати перехресні ризики. По-четверте, невиконання зобов'язань в одному проекті погіршує репутацію та вартість капіталу для всього портфеля.

Стратегічний вимір інтеграційної функції полягає у відтворенні правил створення й фінансування проектів у межах портфеля. Управління будівельними проектами потребує координації організаційної мережі, контрактів та інформаційних потоків [27]. Тому стратегія девелопера має встановлювати не лише ринкові цілі, а й ліміти боргу, вимоги до ліквідності, порядок використання коштів покупців та стандарти проектного контролю.

На проектному рівні фінансова архітектура забезпечує завершення конкретного об'єкта; на портфельному - часову диверсифікацію та недопущення безконтрольного перерозподілу коштів між проектами; на корпоративному - установлення ризик-апетиту, лімітів боргу, резервів ліквідності, правил гарантування й стандартів розкриття інформації. Отже, вона є каналом перетворення стратегії на конкретні фінансові та договірні рішення. Це узгоджується з методичними підходами до оцінювання ефективності стратегії розвитку девелопера, що поєднують інвестиційно-фінансовий, ринково-маркетинговий, операційно-процесний, ризиково-безпековий і комплаєнс-регуляторний контури через послідовний «подвійний фільтр» - спершу перевірку платоспроможності й стійкості грошових потоків, а вже потім дохідності та вартості капіталу [49].

Обґрунтоване у підрозділі 1.1 трактування підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу та суб'єкта формування фінансової архітектури проектів визначає наступне теоретичне завдання: пояснити, чому склад, пропорції, послідовність і договірні умови залучення капіталу змінюються протягом життєвого циклу об'єкта.

Фінансова конфігурація визначена як стадійний стан архітектури, дає змогу відмовитися від пошуку однієї незмінної «оптимальної» структури фінансування та перейти до встановлення детермінант та предикторів фінансування девелоперських проектів, а також джерел і умов їх залучення.

1.2. Теоретико-методичне обґрунтування детермінант і предикторів стадійної конфігурації моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів

Поєднання власного капіталу, банківських кредитів, коштів покупців, партнерських та інституційних інвестицій саме по собі не забезпечує надійності фінансової моделі девелоперського проєкту. Її життєздатність визначається відповідністю джерел стадії реалізації, рівню правової, технічної та ринкової готовності об'єкта, календарю витрат і надходжень, розподілу ризиків між учасниками та фінансовим можливостям проєктного портфеля підприємства.

Поняття «змішане фінансування» у науковій літературі трактується неоднозначно. У широкому розумінні ним позначають поєднання кількох економічно різнорідних джерел капіталу. Натомість у міжнародній теорії фінансування розвитку термін «*blended finance*» має вужчий зміст і характеризує використання державних, донорських, пільгових або філантропічних ресурсів для мобілізації приватного капіталу до проєктів, які за звичайних ринкових умов не отримали б необхідного фінансування [50-51]. Отже, визначальною ознакою є не кількість джерел, а цілеспрямована взаємодія капіталів із різними цілями, вимогами до доходності та рівнями прийнятного ризику.

С. Аттрідж і Л. Енген визначають змішане фінансування як використання фінансування розвитку для залучення додаткових приватних ресурсів [50]. Державні та міжнародні фінансові інституції можуть брати на себе частину ризиків, надавати пільгові ресурси або гарантії, унаслідок чого проєкт стає прийнятнішим для комерційних інвесторів. Водночас мобілізація приватного капіталу не є самодостатнім результатом: необхідно оцінювати додатковість підтримки, її вартість і фактичний вплив на розвиток [50].

С. Спратт, Е. Лолор і В. Коппенс розглядають змішане фінансування як сукупність неоднорідних конструкцій, що відрізняються складом учасників, рівнем пільговості та інструментами розподілу ризиків. Їх спільною ознакою є використання державного, донорського або філантропічного компонента для зміни співвідношення ризику й доходності та створення умов для участі

приватного капіталу [51]. Е. Чой та А. Сейгер конкретизують каталітичну функцію такого компонента: пільгові кредити, гарантії, капітал першого збитку, компенсація процентної ставки та інші інструменти застосовуються для зниження ризику, підвищення очікуваної дохідності або поліпшення забезпеченості суспільно значущого проєкту [52]. Д. Зетцше та П. Віланкулу наголошують на структурованому характері змішаного фінансування, у межах якого державний і донорський капітал, орієнтований на суспільний ефект, поєднується з приватним капіталом, спрямованим на ринкову дохідність [53]. Відмінності в цілях учасників відображаються у черговості вимог, дохідності, контрольних повноваженнях і розподілі ризиків.

Таким чином, у вузькому міжнародному розумінні змішане фінансування передбачає поєднання приватного капіталу з каталітичним державним, донорським або філантропічним компонентом, який поліпшує ризиково-дохідний профіль проєкту та забезпечує вимірюваний суспільний, економічний або екологічний ефект. Звичайне поєднання власних коштів і банківського кредиту точніше характеризувати як багатоджерельне або комбіноване фінансування. Ознак *blended finance* така конструкція набуває лише тоді, коли пільговий чи гарантійний компонент забезпечує залучення приватного капіталу, який без відповідної підтримки не був би мобілізований.

Для дослідження фінансової архітектури девелоперських проєктів необхідне ширше проєктне трактування. Реалізація об'єкта може передбачати одночасне використання власного капіталу, внеску власника земельної ділянки, банківського кредиту, партнерських та інституційних інвестицій, коштів покупців, бюджетних ресурсів, грантів, гарантій і надходжень від комерційної складової. Ці компоненти відрізняються економічною природою, вартістю, строковістю, умовами повернення, забезпеченням, контрольними правами та порядком участі в результатах проєкту. Їх узгоджене поєднання утворює фінансову конструкцію, яка змінюється протягом життєвого циклу об'єкта.

З огляду на це *змішане фінансування девелоперського проєкту* пропонується визначати як *організовану на договірних засадах, стадійно*

змінювану систему поєднання двох або більше економічно різнорідних джерел капіталу та відповідних фінансових інструментів, узгоджених за обсягами, строками, вартістю, ризиками, забезпеченням і порядком використання, яка покриває потреби проєкту протягом його життєвого циклу та визначає розподіл між учасниками прав на грошові потоки, контрольних повноважень, зобов'язань і ризиків. Таке визначення відмежовує змішане фінансування від механічного залучення коштів із кількох каналів. Його зміст полягає у функціональному узгодженні компонентів, кожен із яких виконує певну роль у фінансуванні окремої стадії, покритті ризику або підтриманні ліквідності.

Обґрунтування конкретної фінансової конструкції потребує визначення детермінантів і предикторів її формування. Детермінанти відображають причинно значущі умови доступності та доцільності джерел, а предиктори переводять ці умови у спостережувані або розрахункові показники. Їх сукупність характеризує ризиковий профіль проєкту й портфеля, від якого залежать доступність, вартість, строковість і контрольні умови фінансування. На цій основі обирається форма змішаного фінансування, встановлюються допустимі межі окремих компонентів і формується їх стадійна конфігурація. Критична зміна предиктора є підставою для перегляду прийнятого рішення.

Поняття «детермінанта» і «предиктор» не є тотожними. Детермінанта - це теоретично обґрунтований чинник, що змінює доступність або економічну доцільність джерела фінансування; предиктор - його вимірювана ознака, яка дає змогу прогнозувати напрям, силу або пороговий характер зміни. Водночас прогностична здатність показника не доводить причинності, а причинно значущий чинник може мати невисоку прогностичну точність через похибки вимірювання, часові лаги або взаємодію з іншими умовами [54-56]. Наприклад, кредитна доступність є детермінантою, тоді як підтверджений кредитний ліміт, ефективна ставка, строк фінансування, рівень забезпечення та запас до порушення ковенантів виступають її предикторами (рис. 1.3).

Теоретичне обґрунтування зв'язків між детермінантами, предикторами та стадійною конфігурацією фінансування спирається на теорію Ф. Модільяні та М.

Міллера, теорію компромісу, теорію ієрархії джерел, агентську теорію, концепції життєвого циклу та проєктного фінансування. Вихідним положенням є теорема Ф. Модільяні та М. Міллера про нейтральність структури капіталу за умов досконалого ринку, відсутності податків, інформаційної асиметрії та витрат фінансової неспроможності [35].

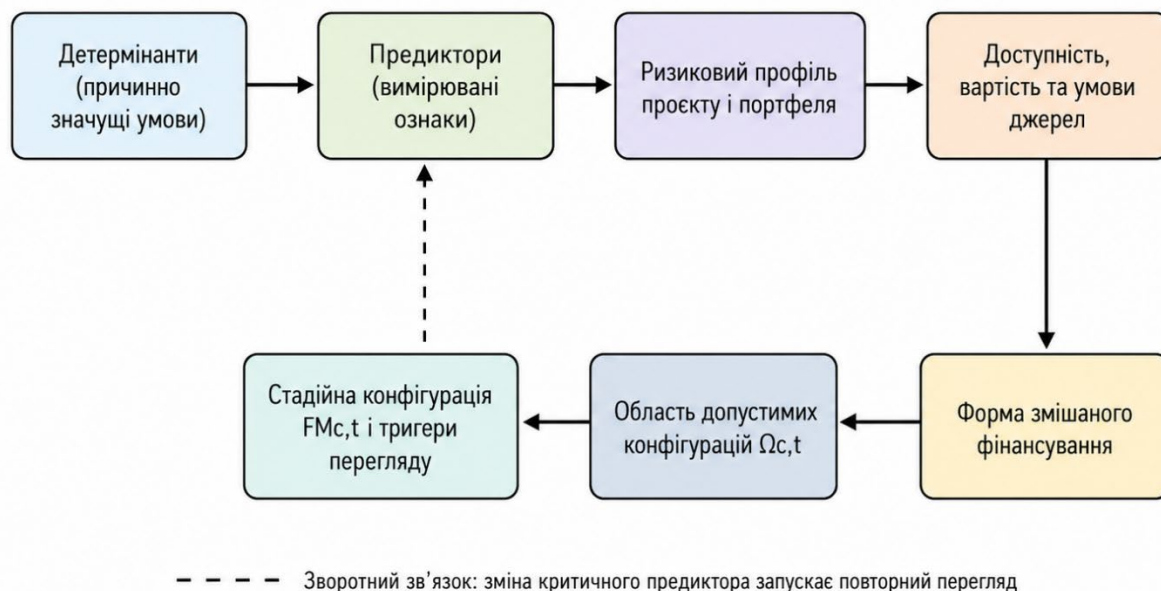


Рис. 1.3. Причинно-наслідкова логіка формування стадійної конфігурації моделі змішаного фінансування

Джерело: розроблено автором.

Теоретичною вихідною точкою аналізу фінансування девелоперських проєктів є положення Ф. Модільяні та М. Міллера, відповідно до якого за умов досконалого ринку структура капіталу не впливає на вартість проєкту. Практичне значення цієї теорії полягає у визначенні чинників, через які фінансова структура набуває економічної значущості в реальному середовищі: оподаткування, ризику неплатоспроможності, інформаційної асиметрії, кредитних обмежень і транзакційних витрат. У девелопменті вплив зазначених чинників посилюється через тривалий інвестиційний цикл, нерівномірність грошових потоків, дозвільні обмеження, низьку ліквідність незавершеного будівництва, обмежену заставну цінність об'єкта та залежність результатів від ринкового попиту.

За таких умов вибір співвідношення власного і позикового капіталу пояснює теорія компромісу, згідно з якою переваги боргу зіставляються з

витратами фінансової неспроможності [58; 59; 60]. Податковий ефект і дисциплінарний вплив боргових зобов'язань можуть підвищувати ефективність фінансування, однак збільшення боргу водночас підвищує витрати на його обслуговування, ризик дефолту та втрати фінансової гнучкості. Співвідношення цих ефектів змінюється протягом життєвого циклу проєкту. До оформлення земельних прав, отримання дозволів і підтвердження бюджету борг переважно є дорогим або недоступним; після зниження правових, технічних і ринкових ризиків можливості його залучення розширюються; на завершальній стадії надмірна заборгованість може спричинити дефіцит ліквідності через одночасне погашення кредитів і виконання зобов'язань перед підрядниками та покупцями.

Оцінювання боргового навантаження не може обмежуватися його часткою у капіталі, оскільки ризиковий ефект залежить від строковості, забезпечення, черговості погашення, контролю за рахунками та прав кредитора щодо припинення подальшого фінансування [61]. Отже, предметом вибору є цілісна фінансова архітектура, а не формальна пропорція власних і позикових коштів.

Послідовність залучення ресурсів розкриває теорія ієрархії джерел, яка пояснює перевагу внутрішнього фінансування, подальше використання боргу та залучення зовнішнього власного капіталу за умов інформаційної асиметрії [4; 36; 62; 63]. У житловому девелопменті ця ієрархія модифікується авансовими коштами покупців. Вони не належать до внутрішнього капіталу і часто є дешевшими за банківський кредит, проте створюють зобов'язання щодо завершення, якості та своєчасної передачі об'єкта. Тому вартість джерела має оцінюватися разом із правами та вимогами, що виникають у зв'язку з його залученням.

Цей взаємозв'язок пояснює агентська теорія, яка пов'язує структуру фінансування з розподілом контрольних прав і поведінкою учасників. Залучення зовнішнього капіталу породжує витрати моніторингу, гарантування та залишкові втрати внаслідок розбіжності інтересів власників, менеджерів і кредиторів [6; 64]. Значне боргове навантаження може спричиняти недоінвестування [62], хоча за інших умов борг дисциплінує використання вільного грошового потоку [65]. Тому траншове фінансування, технічний моніторинг, окремі рахунки, обмеження

виплат пов'язаним особам, погодження змін бюджету і договірна черговість платежів є складовими фінансової конструкції, а не лише процедурами поточного контролю.

Теоретичні положення щодо структури капіталу підтверджуються емпіричними дослідженнями, які встановлюють вплив матеріальних активів, прибутковості, ризику, можливостей зростання та стійких характеристик підприємства на вибір джерел фінансування [66; 67; 68]. Водночас момент залучення капіталу залежить від макроекономічної кон'юнктури та сили фінансових обмежень [69; 70]. Це означає, що фінансова конфігурація визначається поєднанням параметрів проєкту, характеристик підприємства та стану зовнішнього фінансового середовища.

Зміна значущості цих чинників у часі обґрунтовує застосування концепції життєвого циклу фінансування. А. Бергер і Г. Уделл пов'язують розширення доступу до капіталу зі зростанням масштабу, інформаційної прозорості та репутації [71], а В. Дікінсон ідентифікує стадії розвитку за комбінацією операційних, інвестиційних і фінансових потоків [72]. Поетапне надання капіталу та передача контрольних прав у разі невиконання встановленої умови дають змогу знижувати інформаційний і агентський ризики [73; 74]. У девелопменті такими контрольними подіями є оформлення земельних прав, дозвільна готовність, фінансове закриття, досягнення визначеного рівня будівельної готовності, підтвердження продажів та введення об'єкта в експлуатацію.

Отже, стадійна зміна фінансування зумовлюється не формальним перебігом часу, а послідовним зниженням невизначеності та виконанням умов, які змінюють кредитоспроможність проєкту. Це положення узгоджується з концепцією проєктного фінансування, у межах якої проєкт розглядається як відокремлений центр грошових потоків і ризиків, а структура капіталу - як елемент системи взаємопов'язаних договорів [75; 76; 16]. Вартість боргу залежить від ризиків, що залишилися після їх розподілу між учасниками, а також від змісту будівельних і постачальницьких контрактів, гарантій та ковенантів [37; 77]. Тому завершення контрактної підготовки може підвищити придатність проєкту до боргового фінансування навіть без істотного збільшення заставної

вартості.

Ефективність контрактного розподілу ризиків, своєю чергою, залежить від інституційного середовища. Рівень захисту кредиторів впливає на структуру проєктного фінансування, форми контрактів і премію за ризик [78]. Участь банків розвитку або авторитетного організатора синдикату може знижувати політичну та інформаційну невизначеність [79; 80]. Відповідно гарантії, страхування воєнних ризиків, участь міжнародних фінансових інституцій і якість правової конструкції доцільно розглядати як чинники доступності та вартості капіталу, а не як самостійні економічні джерела фінансування.

Унаслідок контрактного розподілу ризику зв'язок між його початковим рівнем і допустимим борговим навантаженням набуває нелінійного характеру. Високий ризик на початковій стадії не завжди виключає борг, якщо відповідні загрози передано контрагентам, покрито гарантіями або обмежено контрольними процедурами [81]. Політичні й регіональні ризики також впливають на вибір контрактів і структуру управління [82]. Отже, фінансова конфігурація має відповідати не сукупному початковому ризику, а його залишковій величині після застосування механізмів розподілу та захисту.

До цього висновку слід додати специфіку нерухомості як об'єкта фінансування. Дослідження майнових компаній і REIT підтверджують залежність фінансового важеля від структури активів, участі у девелопменті, ринкової оцінки та ліквідності майна [83; 84]. На вибір фінансування також впливають ліквідаційна вартість активу і строковість боргу [85; 86]. Оскільки незавершене будівництво має нижчу заставну та ліквідаційну цінність, стадія готовності об'єкта істотно змінює доступність і допустиму частку боргових ресурсів.

Водночас фінансова прийнятність окремого проєкту не гарантує його відповідності можливостям підприємства. Портфельний підхід, теоретичною основою якого є принцип диверсифікації Г. Марковіца [87], потребує синхронізації потреб усіх проєктів у власному капіталі, гарантіях і ліквідності. Ефект диверсифікації в девелопменті є обмеженим, оскільки різні об'єкти можуть одночасно залежати від процентних ставок, вартості будівельних ресурсів,

платоспроможного попиту та регуляторного середовища. Тому збільшення кількості проєктів не обов'язково знижує ризик, а збіг їх капіталомістких стадій може сформувати дефіцит ліквідності на рівні всього підприємства.

З огляду на це портфельний аналіз необхідно поєднувати з ризик-орієнтованим підходом, який визначає, які ризики підприємство залишає за собою, а які передає інвесторам, кредиторам, страховикам, підрядникам та іншим учасникам. Для будівельних проєктів ключовими є правові, кошторисні, календарні, технічні, ринкові, валютні та контрагентські ризики [88; 89; 90; 91]. Відповідно модель фінансування має формуватися з урахуванням ризикового профілю, що зберігається після договірного розподілу, резервування, страхування і гарантування.

Оскільки прийнятність фінансової структури залежить від взаємодії багатьох параметрів, її доцільно обґрунтовувати на засадах конфігураційного підходу. Він пояснює результат внутрішньою сумісністю елементів системи та допускає існування кількох рівнозначних способів досягнення результату [45; 46; 47]. Однакова частка боргу або коштів покупців може бути прийнятною за різних поєднань строків, вартості капіталу, забезпечення, ліквідних резервів, маржинальності та контрольних механізмів. Тому методичне завдання полягає у визначенні області допустимих конфігурацій, а не єдиної універсальної пропорції джерел. У межах такого аналізу необхідно розмежовувати економічне джерело фінансування та механізм його залучення. Зокрема, краудфандинг може реалізовуватися у формі попереднього продажу, позики, пайової участі або безповоротної підтримки [92; 93; 94; 95].

Проведений синтез свідчить, що стадійна конфігурація змішаного фінансування має визначатися комплексно. Теорії структури капіталу встановлюють економічні межі використання власних і боргових ресурсів; агентський підхід пояснює систему контрольних прав і стимулів; концепція життєвого циклу - послідовність відкриття джерел у міру зниження невизначеності; проєктне фінансування - зв'язок структури капіталу з договорами та розподілом ризиків; економіка нерухомості - вплив стадії готовності й ліквідності активу; портфельний підхід - корпоративні обмеження

капіталу та ліквідності; ризик-орієнтований - відповідність джерел залишковому ризиковому профілю; конфігураційний - множинність допустимих поєднань джерел, умов і контрольних механізмів (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

**Порівняльна характеристика теоретичних підходів до формування
стадійної конфігурації фінансування**

Підхід	Ключове пояснення	Застосування до девелопменту	Методичне обмеження
Фінансова архітектура	Поєднання фінансового важеля, строковості, пріоритетності платежів, власності та контролю	Дає змогу оцінювати джерела фінансування у взаємозв'язку з правами, строками, ризиками та контрольними механізмами	Не визначає стадійних меж фінансування без спеціальної моделі
Теорія компромісу	Баланс переваг боргу і витрат фінансової неспроможності	Обґрунтовує допустиму межу боргового навантаження та необхідний резерв фінансової стійкості	Має переважно статичний характер і орієнтується здебільшого на рівень підприємства
Теорія ієрархії джерел	Послідовність вибору джерел за умов інформаційної асиметрії	Пояснює пріоритет власного капіталу на ранніх і найбільш ризикових стадіях	Потребує адаптації до специфіки коштів покупців та партнерського фінансування
Агентський підхід	Залучення зовнішнього капіталу потребує системи контролю, обмежень і стимулів	Обґрунтовує траншування, фінансові кovenанти, окремі рахунки та моніторинг використання коштів	Не встановлює оптимальних кількісних часток джерел
Підхід життєвого циклу	Доступність капіталу змінюється разом зі зрілістю, визначеністю та прозорістю проєкту	Формує логіку відкриття нових джерел після досягнення контрольних подій	Потребує галузевої конкретизації стадій і критеріїв переходу
Проектне фінансування	Відокремлення грошових потоків і договірний розподіл ризиків	Пояснює фінансове закриття, використання спеціальної проєктної компанії, забезпечення та черговість платежів	Класичне фінансування без права регресу обмежено застосовується у житловому девелопменті
Портфельний підхід	Сукупний ризик залежить від взаємодії та часової синхронізації проєктів	Ураховує одночасність капіталомістких стадій, потребу у власному капіталі та корпоративну ліквідність	Не замінює оцінювання фінансової життєздатності окремого проєкту
Ризик-орієнтований підхід	Джерело та інструмент фінансування мають відповідати залишковому ризику	Визначає необхідність резервів, гарантій, страхування та умов прийнятності фінансування	Результати залежать від повноти і точності оцінювання ризиків
Конфігураційний підхід	Результат визначається сумісністю елементів; можливе існування кількох рівнозначних рішень	Обґрунтовує формування області допустимих стадійних конфігурацій	Є складнішим для формалізації та емпіричної перевірки

Джерело: систематизовано автором за наведеними науковими працями.

Отже, модель стадійної конфігурації має одночасно враховувати економічну природу фінансового ресурсу, момент і послідовність його залучення, рівень ризику, а також інституційно-договірну форму використання.

У підрозділі 1.1 вже розмежовано джерело, інструмент, механізм, фінансову модель, конфігурацію та архітектуру. Для подальшого дослідження необхідно додатково визначити категорію «форма змішаного фінансування», оскільки у науковій та прикладній літературі формами нерідко називають і економічні джерела, і юридичні інструменти, і схеми руху коштів. Така термінологічна невизначеність унеможлиблює коректне порівняння моделей.

Джерело відповідає на запитання, чий капітал надходить у проєкт і які базові вимоги виникають у його постачальника. Інструмент є конкретною конструкцією: кредит, позика, облігація, корпоративна частка, інвестиційний сертифікат, договір щодо майбутнього об'єкта нерухомості. Механізм описує порядок акумулювання, контролю, використання й повернення коштів. Форма змішаного фінансування характеризує типове поєднання трьох ознак: набору економічних джерел, часової послідовності їх залучення та інституційно-договірної оболонки. Модель є індивідуалізованим фінансовим дизайном конкретного проєкту з визначеними частками, інструментами, строками, ціною, забезпеченням і контрольними правами. Стадійна конфігурація фіксує стан цієї моделі на певній фазі. Фінансова архітектура залишається найширшою категорією, оскільки охоплює модель, права, зобов'язання, ризики, контроль і взаємозв'язок із корпоративним портфелем.

Конфігурації фінансового забезпечення девелоперських проєктів доцільно систематизувати за трьома взаємодоповнюючими критеріями: складом фінансових ресурсів, послідовністю їх залучення та організаційно-правовим механізмом реалізації. За складом ресурсів можна виокремити двокомпонентні, трикомпонентні та багатокомпонентні конфігурації. Двокомпонентні конфігурації передбачають поєднання власного капіталу девелопера з одним додатковим джерелом: борговим фінансуванням, коштами покупців або партнерським капіталом. Трикомпонентні конфігурації охоплюють різні

комбінації трьох джерел, зокрема власного, боргового та покупця фінансування. Багатокомпонентні конфігурації формуються за участю чотирьох і більше джерел фінансових ресурсів.

За послідовністю залучення ресурсів доцільно розрізняти одночасну, послідовну, резервну конфігурації та рефінансування. За одночасної конфігурації декілька джерел використовуються паралельно на одній стадії проєкту. Послідовна конфігурація передбачає поетапне залучення або заміщення джерел відповідно до проходження контрольних стадій проєкту. Резервна конфігурація ґрунтується на відкритті додаткового джерела у разі виникнення дефіциту ліквідності, перевищення бюджету або іншої критичної події. Конфігурація рефінансування передбачає заміну короткострокового, дорогого або ризикового фінансування довгостроковим ресурсом після зниження проєктних ризиків.

За організаційно-правовим механізмом залучення та використання коштів можна виокремити балансове фінансування підприємством-девелопером, проєктне фінансування через спеціально створену компанію, спільне фінансування в межах партнерства або спільного підприємства, фінансування через механізми довірчого управління чи колективного інвестування, залучення коштів шляхом емісії цінних паперів, а також фінансування в межах державно-приватного партнерства.

Окремий девелоперський проєкт може одночасно характеризуватися за кожним із зазначених критеріїв. Наприклад, багатокомпонентна за складом ресурсів конфігурація може передбачати послідовне залучення джерел і реалізовуватися через спеціально створену проєктну компанію із застосуванням інструментів колективного інвестування або емісії цінних паперів.

Публічно-приватне партнерство (ППП), іноземне фінансування, краудфандинг і ринок цінних паперів не слід автоматично трактувати як окремі економічні джерела. PPP є системою контрактів і розподілу ризиків, що може поєднувати бюджетний внесок, приватний власний капітал, борг, гарантії та платежі за готовність. Іноземне походження характеризує географію капіталу, але не змінює його боргової, пайової або грантової природи. Краудфандинг є

механізмом, у межах якого вкладник може виступати покупцем, кредитором або співвласником. Емісія акцій чи інвестиційних сертифікатів належить до партнерського/інституційного капіталу, а емісія облігацій - до боргового.

Окремого уточнення потребує компонент С, пов'язаний із комерційною складовою проєкту. Його доцільно визначати як внутрішньопроєктний ресурс, сформований монетизацією нежитлових площ, паркінгів, сервісних активів або орендного потоку. До моменту юридичної й ринкової можливості монетизації С є прогнозним потоком, а не наявним ресурсом. Таке обмеження запобігає подвійній оцінці майбутньої виручки.

Гарантії, страхове покриття, компенсація процентної ставки, резервна кредитна лінія та участь банку розвитку не формують окремої частки конфігурації, якщо не супроводжуються фактичним надходженням капіталу: вони є модифікаторами, що змінюють ціну, ризик, строк або допустиму межу відповідного компонента. Грант, навпаки, є фактично отриманим ресурсом і за відсутності зобов'язання повернення та контрольних прав постачальника формує самостійний компонент G, а не частину власного (E) чи партнерського (I) капіталу; аналогічно кошти цільових державних житлових програм формують окремий компонент SH, оскільки їх джерело, правовий режим і цільові обмеження використання відрізняються від приватного грантового фінансування. Класифікація має ґрунтуватися на економічній сутності договору, а не на його назві.

Таблиця 1.8

**Порівняльна характеристика компонентів змішаного фінансування
девелоперського проєкту за характером зобов'язання перед
постачальником ресурсу**

Компо- нент	Економічна природа (характер зобов'язання)	Типові інструменти	Типові моди- фікатори	Переваги і обмеження
Е - власний капітал девелопера	Ресурс без зобов'язання повернення; постачаль- ник - власник (засновник) підприємства; повний контроль і залишковий ризик	Статутний капітал, додаткові внески учасників, нерозподілений (реінвестований) прибуток	Відсутні (пряме володіння)	Не створює фіксованих платежів, підвищує довіру кредиторів і покупців; обмежений обсягом власних ресурсів підприємства

Продовження табл.1.8

I – партнерський або інституційний капітал	Ресурс без зобов'язання повернення; постачальник - зовнішній співінвестор, фонд, галузевий або інституційний партнер; участь у результаті й, як правило, частковий контроль	Спільне підприємство (JV), пайова участь, придбання частки в проєктній компанії, інвестиційні сертифікати, привілейовані частки	Умови виходу, переважні права, розподіл голосів	Розширює капітальну базу без боргового навантаження; передбачає передачу частини контролю та майбутнього доходу
B - борговий капітал	Фіксоване договірне зобов'язання повернути номінал і сплатити процент незалежно від результату проєкту	Банківський кредит, проєктне фінансування, облігації, мезонінне фінансування, кредитна лінія	Гарантії, страхове покриття, компенсація ставки, участь банку розвитку	Не розмиває участь у капіталі; створює фіксовані платежі, кovenанти й вимоги забезпечення незалежно від виручки
P - авансові кошти покупців	Не є зобов'язанням повернути кошти; зобов'язання передати покупцю завершений об'єкт визначеної якості у встановлений строк	Договір купівлі-продажу майбутнього об'єкта нерухомості, участь у фонді фінансування будівництва, бронювання з авансовим платежем	Гарантійні механізми завершення будівництва, страхування відповідальності забудовника	Часто дешевший за банківський борг за підтвердженого попиту; створює жорстке зобов'язання завершення і залежність від темпу продажів
C – внутрішньо проєктний ресурс комерційної складової	Внутрішній ресурс проєкту, що виникає внаслідок монетизації комерційної складової об'єкта; визнається ресурсом лише після юридичної й ринкової можливості монетизації	Продаж або оренда нежитлових площ, паркінгів, сервісних активів; орендний потік після введення відповідної черги в експлуатацію	Черговість введення в експлуатацію, ринкова ліквідність комерційного сегмента	Знижує потребу в зовнішньому фінансуванні на завершальних стадіях; до моменту монетизації є прогнозовим, а не наявним ресурсом
G - гранти	Ресурс без зобов'язання повернення, без права на дохід чи контроль; цільове обмеження використання; постачальник - міжнародна організація, донорська програма або приватний фонд	Грантова угода, цільова субсидія міжнародної фінансової організації	Звітні та цільові умови використання	Не створює фінансового навантаження; обмежена доступність і обсяг, у воєнний період - фактично призупинено (підрозділ 2.2)
SH - кошти державних цільових житлових програм	Ресурс без зобов'язання повернення або на пільгових умовах, наданий державою в межах цільової житлової програми; цільове обмеження використання і коло отримувачів	Компенсаційні механізми та програми на кшталт «Відновлення», інші форми державної підтримки соціального житла	Умови участі отримувачів програми, бюджетні ліміти	Знижує вартість житла і потребу в приватному капіталі за напрямом програми; залежить від бюджетних рішень, на дослідженому масиві фактично не зафіксовано (підрозділ 2.2)

Джерело: розроблено автором

Окремого термінологічного розмежування потребує співвідношення категорії «змішане фінансування», що використовується в цій роботі, з англomовним поняттям *blended finance*, усталеним у практиці міжнародних фінансових організацій [50, 51, 53]. У даній дисертації змішане фінансування - широка категорія: будь-яке поєднання двох або більше розглянутих компонентів $\{E, I, B, P, C, G, SH\}$ у фінансуванні одного проєкту, незалежно від наявності публічного чи пільгового елемента. *Blended finance*, натомість, є вузьким поняттям і описує лише той окремий випадок змішаного фінансування, за якого присутній каталітичний компонент - публічний, пільговий або донорський ресурс, що приймає на себе непропорційну частку ризику або надається на умовах, м'якших за ринкові, і завдяки цьому змінює дохідно-ризикові умови залучення приватного капіталу. Формально каталітичний компонент визначено як підмножину $K \subseteq \{I, B, G, \text{модифікатори умов фінансування}\}$, для якої виконується умова пільговості або субсидованості порівняно з ринковими альтернативами. Якщо $K = \emptyset$, конфігурація є змішаним фінансуванням у широкому сенсі цієї роботи, але не відповідає міжнародному поняттю *blended finance*. Для позначення випадку $K \neq \emptyset$ у цій роботі використовується український термін «каталітичне (пільгове) фінансування», який точніше за пряме запозичення відображає економічну функцію такого компонента - не заміщення приватного капіталу, а зміна умов його залучення. Розмежування має методичне значення: емпірична структура фінансування житлової нерухомості України воєнного періоду (розглянута в підрозділах 2.1-2.2) є змішаним фінансуванням у широкому сенсі, але, за відсутності фактично діючих пільгових державних або міжнародних програм, здебільшого не відповідає умові $K \neq \emptyset$ і, відповідно, не є каталітичним (пільговим) фінансуванням у вузькому міжнародному розумінні.

Наведена систематизація не передбачає, що кожна багатоджерельна конфігурація автоматично є змішаним фінансуванням у його вузькому міжнародному розумінні. Поєднання власного, боргового, партнерського капіталу та коштів покупців характеризує комбіноване або багатоджерельне фінансування (табл.1.9).

Таблиця 1.9

Класифікація та порівняльна характеристика конфігурацій фінансового забезпечення девелоперських проєктів

Вид конфігурації	Економічний зміст	Доцільність застосування та основні обмеження
<i>Систематизація за складом фінансових ресурсів</i>		
Поєднання власного і боргового капіталу	(E+B): власний капітал девелопера доповнюється банківським кредитом, позикою, облігаційним або іншим борговим фінансуванням	Доцільне для проєктів із достатнім власним внеском, прийнятним забезпеченням і прогнозованими грошовими потоками. Обмеженнями є вартість боргу, строк погашення, вимоги до забезпечення та кредитні ковенанти
Поєднання власного капіталу і коштів покупців	(E+P): початкові витрати покриваються власним капіталом девелопера, а подальше фінансування здійснюється із залученням авансових коштів покупців	Характерне переважно для житлових проєктів, які досягли необхідної правової, дозвольної та ринкової готовності. Основним обмеженням є залежність фінансування від темпів продажу та довіри покупців
Поєднання власного і партнерського капіталу	(E+I): власний капітал девелопера поєднується з капіталом землевласника, стратегічного партнера, інвестиційного фонду або іншого зовнішнього інвестора	Доцільне на ранніх і ризикових стадіях, коли боргове фінансування обмежене. Потребує узгодження часток участі, прав контролю, порядку розподілу доходу та умов виходу партнерів
Трикомпонентна конфігурація	Поєднання трьох джерел, зокрема (E+B+P), (E+B+I), (E+I+P) або інших економічно обґрунтованих комбінацій	Доцільна для капіталомістких проєктів, у яких одного зовнішнього джерела недостатньо. Потребує узгодження строків надходження і повернення коштів, черговості вимог та контрольних прав учасників
Багатокомпонентна конфігурація	Поєднання чотирьох і більше компонентів: (E+B+P+I+C), яке залежно від призначення проєкту може доповнюватися фактично отриманими грантами (G) та коштами державних цільових житлових програм (SH)	Характерна для масштабних, багатофункціональних, відновлювальних і соціально орієнтованих проєктів. Підвищує вимоги до координації грошових потоків, управлінського обліку, контролю цільового використання коштів і запобігання подвійному рахунку
<i>Систематизація за послідовністю залучення ресурсів</i>		
Одночасне залучення	Декілька джерел фінансування використовуються паралельно в межах однієї стадії проєкту	Зменшує залежність від одного джерела, але підвищує складність узгодження платіжних графіків, забезпечення, пріоритетності вимог і контрольних повноважень
Поетапне залучення	Джерела відкриваються, доповнюються або заміщуються після досягнення проєктом установлених контрольних подій	Найповніше відповідає стадійній природі девелопменту. Потребує чіткого визначення умов переходу між стадіями та критеріїв доступності кожного джерела
Резервне фінансування	Додаткове джерело активується за виникнення дефіциту ліквідності, перевищення бюджету, уповільнення продажів або іншої заздалегідь визначеної критичної події	Підвищує здатність проєкту реагувати на відхилення. Може передбачати плату за резервування ресурсу, додаткове забезпечення або жорсткіші умови його використання

Продовження табл.1.9

Заміщення джерел шляхом рефінансування	Короткострокове, дороге або ризикове фінансування замінюється довгостроковим ресурсом після зниження правових, будівельних чи ринкових ризиків	Доцільне після завершення будівництва, введення об'єкта в експлуатацію або стабілізації грошового потоку. Містить ризик недоступності рефінансування чи погіршення його умов
<i>Систематизація за організаційно-правовим механізмом</i>		
Балансове фінансування підприємством-девелопером	Активи, зобов'язання, доходи, витрати та залучені ресурси проєкту відображаються безпосередньо в системі обліку підприємства-девелопера	Прийнятне для відносно невеликих проєктів або фінансово стійких підприємств. Ризики окремого проєкту безпосередньо впливають на фінансовий стан усього підприємства
Фінансування через окрему проєктну компанію	Для реалізації проєкту створюється окрема юридична особа, у межах якої відокремлюються активи, зобов'язання, рахунки та грошові потоки	Підвищує прозорість і сприяє відокремленню проєктних ризиків. Потребує додаткових витрат на корпоративне управління, звітність і контроль операцій між пов'язаними особами
Фінансування в межах партнерства або спільного підприємства	Девелопер, землевласник, фінансовий інвестор чи інший партнер об'єднують ресурси та розподіляють права, ризики, доходи й управлінські повноваження	Доцільне за недостатності ресурсів одного учасника або потреби у спеціальних компетентностях. Основними обмеженнями є ризики конфлікту інтересів, втрати контролю та складність виходу з партнерства
Фінансування через довірче управління або інститути спільного інвестування	Акумуляція і використання коштів здійснюється через фонди фінансування будівництва, фонди операцій із нерухомістю, інститути спільного інвестування або інші передбачені законодавством конструкції	Забезпечує спеціальний порядок управління і контролю коштів. Застосування залежить від законодавчих вимог, структури учасників і витрат на функціонування фінансового посередника
Залучення ресурсів через емісію цінних паперів	Фінансування мобілізується шляхом випуску облігацій, акцій, інвестиційних сертифікатів або інших передбачених законодавством цінних паперів	Доцільне для великих проєктів і підприємств, здатних забезпечити належне розкриття інформації. Обмежується регуляторними вимогами, витратами емісії, станом фондового ринку та довірою інвесторів
Фінансування в межах державно-приватного партнерства	Публічний і приватний партнери об'єднують ресурси та розподіляють ризики, обов'язки і результати реалізації проєкту відповідно до довгострокового договору	Характерне для інфраструктурних, відновлювальних і суспільно значущих проєктів. Потребує складної договірної підготовки, визначення бюджетних зобов'язань, розподілу ризиків і контролю результативності

Джерело: систематизовано автором

Примітки: Е - власний капітал девелопера; І - партнерський або інституційний капітал; В - борговий капітал; Р - авансові кошти покупців, отримані до завершення або передачі об'єкта; С - внутрішньопроєктний ресурс від комерційної монетизації; G - фактично отримані гранти; SH - кошти державних цільових житлових програм; с - клас і продуктова характеристика нерухомості; t - стадія життєвого циклу.

За визначеним критерієм характеру зобов'язання, фінансову конфігурацію проекту класу c на стадії t доцільно подати як вектор номінальних часток семи компонентів, що конкретизує для джерельного розрізу категорію фінансової конфігурації $FC_{p,t}$, введену в підрозділі 1.1:

$$FC_{c,t} = \{E_{c,t}; B_{c,t}; P_{c,t}; I_{c,t}; C_{c,t}; G_{c,t}; SH_{c,t}\} \quad (1.3)$$

де E - власний капітал девелопера;

I - партнерський або інституційний капітал;

B - борговий капітал;

P - авансові кошти покупців, отримані до завершення або передачі об'єкта;

C - внутрішньопроєктний ресурс від комерційної монетизації;

G - фактично отримані гранти;

SH - кошти державних цільових житлових програм;

c - клас і продуктова характеристика нерухомості;

t - стадія життєвого циклу.

Умова нормування забезпечує повноту структурного подання фактично залучених або підтверджених ресурсів.

$$E_{c,t} + B_{c,t} + P_{c,t} + I_{c,t} + C_{c,t} + G_{c,t} + SH_{c,t} = 1 \quad (1.4)$$

Прогнозні доходи, непідтверджені кредитні наміри, гарантії та страхове покриття не включаються до суми часток, доки не набули статусу фінансового ресурсу. Вони враховуються як умови доступності та параметри ризику.

Форму змішаного фінансування доцільно описувати трійкою ознак: набором економічних джерел J , правилом їх часової послідовності Q та інституційно-договірною оболонкою H :

$$FF = \langle J; Q; H \rangle \quad (1.5)$$

Така конструкція відмежовує форму від конкретної моделі. Наприклад, дві моделі можуть належати до однакової трикомпонентної послідовно-стадійної форми, але відрізнятися частками E , B і P , строками кредиту, способом забезпечення, видом договорів із покупцями та правами партнера. Конфігурація $FC_{c,t}$ характеризує конкретний кількісний стан моделі в межах обраної форми.

Стадійна конфігурація є функцією системи предикторів п'яти рівнів:

$$FC_{c,t} = \Phi(XM,t; XR,t; XF,t; XP,t; XS,t / c; t) \quad (1.6)$$

де XM,t - макроінституційні;

XR,t - галузево-регіональні;

XF,t - корпоративно-портфельні;

XP,t - проєктно-продуктові;

XS,t - стадійно-контрактні предиктори.

Оскільки однакові умови можуть допускати кілька економічно життєздатних комбінацій, доцільно використовувати поняття області допустимих конфігурацій:

$$\Omega_{c,t} = \{FC_{c,t} : \sum s_{j,c,t} = 1; l_{j,c,t}(Z_t) \leq s_{j,c,t} \leq u_{j,c,t}(Z_t); \Lambda_{c,t}(FC, Z_t) \leq 0\} \quad (1.7)$$

де $j \in \{E, B, P, I, C, G, SH\}$; $s_{j,c,t}$ - частка j -го компонента;

$l_{j,c,t}$ і $u_{j,c,t}$ - нижня та верхня межі, що залежать від стадії, класу та значень предикторів Z_t ;

$\Lambda_{c,t}$ - система правових, ліквідних, договірних і портфельних обмежень.

Область $\Omega_{c,t}$ не є таблицею універсальних нормативів. Вона звужується за зростання ризику, дефіциту ліквідності або регуляторних обмежень і розширюється після отримання дозволів, підтвердження попиту, завершення контрактної підготовки, залучення гарантій чи зростання заставної цінності.

Методично важливо розрізняти доступність і економічну придатність джерела. Кредит може бути формально доступним, але непридатним через короткий строк, валютну невідповідність або надмірну вартість. Кошти покупців можуть бути юридично допустимими, однак їх висока частка створює неприйнятну залежність від темпу продажів. Партнерський капітал може знижувати борговий ризик, проте його залучення є не вигідним за надмірної передачі контролю й доходу. Тому включення компонента до області $\Omega_{c,t}$ потребує одночасної перевірки правової допустимості, фактичної доступності, економічної доцільності та сумісності з іншими джерелами.

Ознак змішаного фінансування така конфігурація набуває за наявності публічного, донорського або філантропічного компонента, який цілеспрямовано змінює розподіл ризиків, дохідності чи строковості та забезпечує залучення

приватного капіталу, який без відповідної підтримки не був би мобілізований. Гарантії, страхування ризиків, компенсація процентної ставки та резервні кредитні лінії не включаються до складу джерел, якщо вони не передбачають фактичного надходження коштів, а розглядаються як модифікатори умов фінансування. Виручка від продажу завершених об'єктів, орендна плата та інші доходи від експлуатації належать до внутрішньопроєктних грошових потоків і не утворюють самостійного компонента структури залученого капіталу.

Наступним етапом дослідження є встановлення відповідності між фінансовою конфігурацією та стадією життєвого циклу девелоперського проєкту. Такий зв'язок є принциповим, оскільки зі зміною стадії змінюються ризиковий профіль проєкту, потреба у фінансуванні та доступність окремих джерел капіталу. Саме життєвий цикл зумовлює динамічність фінансової архітектури: на різних етапах відрізняються рівень невизначеності, заставна цінність активу, можливість контролювати фактичний прогрес, обсяг необхідних ресурсів і здатність проєкту генерувати грошові надходження.

Стадію реалізації доцільно визначати не лише за календарним часом, а насамперед за досягненням контрольних подій. Два проєкти однакової тривалості можуть мати різний фінансовий стан, якщо один уже має оформлені права, завершене техніко-економічне обґрунтування та підтверджений попит, а інший залишається на етапі отримання дозволів. Отже, саме фактична готовність проєкту, а не кількість місяців від його початку, визначає можливість залучення певних джерел фінансування.

На стадії ініціювання проєкт характеризується найвищим рівнем невизначеності. Основними є ризики непридатності земельної ділянки, помилкового вибору продукту, неможливості оформлення прав і відсутності економічно життєздатної концепції. Передати такі ризики кредитору або покупцю складно, оскільки проєкт ще не має достатнього забезпечення, підтвердженої вартості та прогнозованого грошового потоку. Тому на цій стадії переважають власний капітал девелопера, внесок землевласника, кошти стратегічного партнера або іншого інвестора, готового прийняти підвищений

залишковий ризик. Висока частка власного і партнерського капіталу на ранньому етапі є наслідком ризикового характеру проєкту, а не універсальною нормативною вимогою.

Після оформлення прав на земельну ділянку, завершення техніко-економічного обґрунтування і проєктування, а також отримання основних дозволів рівень невизначеності знижується. Проєкт стає більш зрозумілим для банків, інституційних інвесторів та інших зовнішніх постачальників капіталу. Водночас доступ до боргового фінансування зазвичай супроводжується вимогами щодо мінімального внеску девелопера, надання забезпечення, контролю бюджету, технічного моніторингу, дотримання фінансових ковенантів і обмеження вільного розподілу коштів. Чим вищою є правова, технічна та контрактна готовність проєкту, тим більшою стає його банківська придатність, оскільки зменшується обсяг ризиків, які залишаються непокритими.

На стадії фінансового закриття та початку будівництва потреба в капіталі різко зростає. До фінансової конфігурації можуть приєднуватися банківські кредитні транші, облігаційні запозичення, додаткові партнерські внески та інші інструменти. Кошти покупців можуть залучатися лише після виконання законодавчих вимог, досягнення належного рівня готовності проєкту та формування достатньої довіри до підприємства-девелопера. На цьому етапі ключовим завданням стає узгодження графіка надходження коштів із календарем будівельних витрат, щоб не допустити касових розривів і затримки реалізації проєкту. Закон України № 2518-IX установлює спеціальний правовий режим майбутніх об'єктів нерухомості та вимоги до їх обороту [17], а Закон України № 978-IV регулює фінансово-кредитні механізми й управління майном під час будівництва житла [17; 29]. Нормативна допустимість є необхідною, але недостатньою умовою: частка P має узгоджуватися з темпом будівництва, резервом незалежного капіталу і здатністю покривати відхилення продажів.

Під час активного будівництва та продажів зростає роль B і P , але одночасно посилюється потреба у синхронізації надходжень із календарем робіт. Попередні продажі знижують потребу в дорогому капіталі, проте переносять частину ризику на покупців і формують зобов'язання завершити об'єкт.

Банківський борг забезпечує відносно передбачуваний графік траншів, але створює фіксовані платежі й ковенантні обмеження. Партнерський капітал зберігає буферну функцію за відхилень кошторису та строків. Рациональна модель тому поєднує базове джерело, резервний канал і механізм реагування на касовий розрив.

На завершальній стадії технічний ризик зменшується, але концентруються ризики ліквідності, остаточних розрахунків, введення в експлуатацію, державної реєстрації прав, зняття обтяжень і виконання зобов'язань перед покупцями. Фінансове управління переходить від мобілізації капіталу до закриття касових розривів, погашення боргу, формування гарантійного резерву та вивільнення вкладеного капіталу. Після введення об'єкта модель або завершується продажем і виходом інвесторів, або трансформується у довгострокове володіння та експлуатацію, де основним джерелом обслуговування капіталу стає орендний чи операційний потік. У цій фазі може відбутися рефінансування короткострокового будівельного боргу довгостроковим кредитом під стабілізований актив.

Вікна доступності є оборотними. Зупинка будівництва, втрата дозволу, істотне перевищення кошторису, падіння продажів, порушення ковенантів або погіршення репутації можуть закрити доступ до боргу і коштів покупців, навіть якщо формальна стадія проєкту не змінилася. Тому стадійна конфігурація повинна переглядатися за подіями, які змінюють ризиковий профіль, а не за наперед установленим календарним інтервалом.

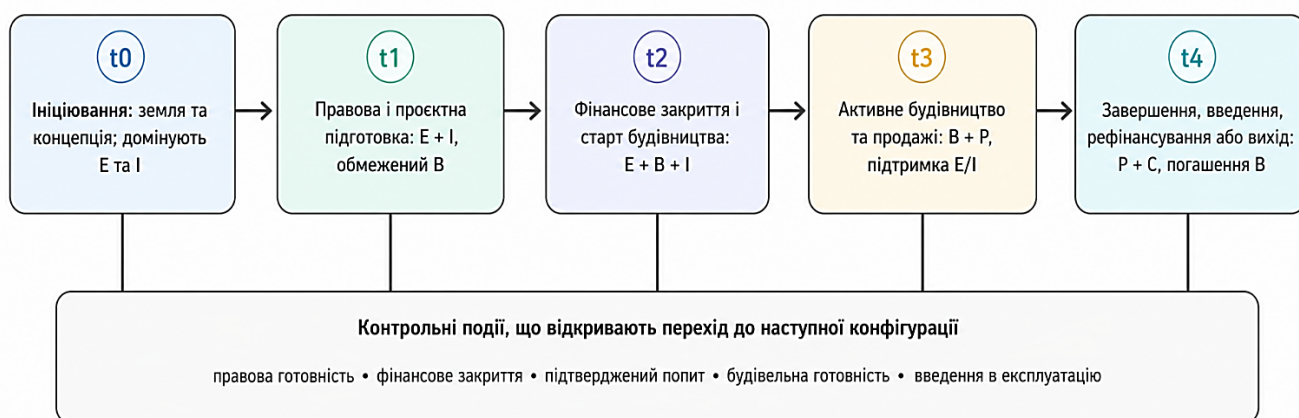


Рис. 1.4. Логіка стадійної трансформації джерел змішаного фінансування

Джерело: розроблено автором

Таблиця 1.10

Стадійні вікна доступності джерел і контрольні умови їх відкриття

Стадія	Домінуючі ризики	Переважно придатні компоненти	Контрольна умова переходу
t0. Ініціювання та концепція	Земельний, продуктовий, правовий, ризик відмови від проекту	Е; І; умовна підтримка власника землі	Підтвердження правової й ринкової здійсненності концепції
t1. Правова, проєктна і дозвільна підготовка	Дозвільний, кошторисний, проєктний, інформаційний	Е; І; обмежений bridge-B; за доступності - G/SH	Оформлені права, затверджений бюджет, ключові дозволи й контракти
t2. Фінансове закриття та старт будівництва	Ризик фінансового незакриття, забезпечення, зміни вартості	Е+В+І; початкове Р за правової допустимості	Підтверджені ліміти, внесок спонсора, система контролю коштів
t3. Активне будівництво і продажі	Календарний, кошторисний, ринковий, ліквідний	В+Р; резерв Е/І; поступове формування С	Стійкий темп робіт і продажів, достатність ресурсів до завершення
t4. Завершення, введення, вихід або експлуатація	Остаточні розрахунки, введення, реєстрація, гарантійні зобов'язання	Р+С; погашення В; рефінансування; повернення Е/І	Введення в експлуатацію, оформлення прав, стабілізація грошового потоку

Джерело: розроблено автором за положеннями життєвого циклу фінансування, проєктного фінансування та законодавства України.

Систематизація детермінант повинна відповідати двом вимогам. Перша - повнота охоплення середовища, підприємства і проєкту. Друга - можливість операціоналізації, тобто перетворення теоретичного чинника на показник із визначеним джерелом даних, часовою прив'язкою та напрямом інтерпретації. Для цього запропоновано п'ятирівневу структуру: макроінституційний, галузево-регіональний, корпоративно-портфельний, проєктно-продуктовий і стадійно-контрактний рівні.

Макроінституційний рівень охоплює процентні ставки, інфляцію, валютну нестабільність, стан банківського кредитування, правове регулювання залучення коштів, воєнний ризик, державні програми та гарантії. Ці чинники визначають ціну й строк боргу, валютний розрив, платоспроможний попит і необхідний власний буфер. Їх доцільно вимірювати ефективною ставкою, строком підтвердженого кредитного ліміту, часткою валютно чутливих витрат, індексом

цін будівельних ресурсів, параметрами іпотечної підтримки та наявністю страхового покриття. Домінування власних коштів у кризові періоди підтверджує залежність будівництва від макрофінансової доступності [96].

Галузево-регіональний рівень відображає місткість і ліквідність ринку нерухомості, конкуренцію, цінову еластичність, безпекові умови, інфраструктуру, доступність підрядників, логістику та забезпеченість ресурсами. Кредитор оцінює ліквідність сегмента й локації, а покупець - ціну, безпеку, інфраструктуру та довіру до девелопера. Предикторами є темп поглинання пропозиції, строк експозиції, частка відмов від бронювань, вакантність комерційних площ, динаміка цін та регіональна вартість ресурсів. Цифрова прозорість будівництва посилює підтверджувальність прогресу і зменшує інформаційну асиметрію [97].

Корпоративно-портфельний рівень охоплює обсяг і ліквідність власного капіталу, кредитну історію, репутацію, досвід завершення проєктів, якість управлінського обліку, прозорість корпоративного управління, земельний банк, компетентність у структуруванні фінансування та календар навантаження портфеля. Власний капітал виконує дві функції: безпосередньо фінансує ризикові роботи й слугує сигналом прихильності спонсора, що відкриває інші джерела. Репутація впливає на довіру покупців, умови кредиту і готовність партнерів брати участь у проєкті. Портфельний календар обмежує можливість одночасного запуску декількох об'єктів: навіть фінансово життєздатний проєкт стає недопустимим, якщо його стартова потреба в Е та гарантіях збігається з піком потреб інших проєктів.

Проєктно-продуктовий рівень охоплює клас і функціональне призначення нерухомості, масштаб, капіталомісткість, строк реалізації, технічну складність, очікувану маржинальність, комерційну складову, можливість чергового введення, статус земельної ділянки, ліквідність забезпечення та прогнозну швидкість продажів. Клас об'єкта є комплексним предиктором цільової аудиторії, цінової чутливості, тривалості продажів, вимог до інфраструктури й обсягу капіталу, замороженого до завершення [98]. Його вплив

операціоналізується через бюджет на одиницю площі, темп продажів, середній платіж, частку іпотечних угод, строк експозиції та ліквідність комерційних площ.

Стадійно-контрактний рівень безпосередньо характеризує поточний стан проєкту: правову й дозвільну готовність, будівельну готовність, фактично вкладений капітал, залишкову вартість до завершення, підтверджені продажі та оплати, виконання бюджету, наявність фінансового закриття, запас до порушення ковенантів, забезпеченість ключовими договорами й залишковий ризик. Саме цей рівень перетворює загальні зовнішні й корпоративні умови на конкретні межі часток. Висока ставка не повністю виключає борг для майже завершеного об'єкта з підтвердженими надходженнями, тоді як помірна ставка не робить кредит прийнятним за невизначених земельних прав і відсутності надійного кошторису.

Рівнева класифікація показує місце виникнення чинника, а для вибору моделі потрібно враховувати характер його дії. За керованістю предиктори поділяються на некеровані, частково керовані й керовані; за часовою роллю - на випереджальні, синхронні та запізнілі; за напрямом - на стимулюючі, обмежувальні й нелінійні; за силою - на блокувальні, суттєві та коригувальні. Блокувальна умова, наприклад відсутність права на землю, виключає джерело незалежно від інших значень. Нелінійний предиктор має поріг: попередні продажі спочатку розширюють P і підтримують кредитоспроможність, але надмірна залежність від майбутніх платежів підвищує ризик незавершення за падіння попиту.

Детермінанти взаємодіють, тому їх не можна інтерпретувати ізольовано. Правова готовність посилює позитивний вплив попиту на P ; будівельна готовність підвищує заставну цінність і послаблює негативний вплив ставки на V ; репутація розширює доступ до P та I лише за достатньої прозорості інформації; гарантія збільшує допустимий V , якщо залишковий потік забезпечує обслуговування боргу; висока маржинальність не компенсує критичної нестачі ліквідності. Отже, модель має містити ефекти взаємодії та порогові умови, а не тільки лінійні коефіцієнти окремих факторів.

У вітчизняних дослідженнях фінансові інструменти будівництва

систематизовано за ризиком, прибутковістю, доступністю капіталу, контролем і гнучкістю [99]. Також обґрунтовано роль фінансово-кредитних інструментів і змішаного фінансування стратегічно важливих проєктів [100]. Запропонована система предикторів розвиває ці результати через установлення причинних і часових зв'язків між умовами проєкту та допустимою комбінацією інструментів.

Таблиця 1.11

Багаторівнева класифікація детермінант і предикторів стадійної фінансової конфігурації

Рівень	Основні детермінанти	Приклади предикторів	Переважаючий канал впливу
Макроінституційний	Ставки, інфляція, валютний і воєнний ризик, кредитна політика, законодавство, державна підтримка	Ефективна ставка; строк ліміту; індекс цін; валютна частка витрат; наявність гарантії	Вартість і доступність В; мінімальна потреба в Е/І; платоспроможний попит на Р; доступність G/SH у пільгових програмах
Галузево-регіональний	Місткість ринку, конкуренція, ціни, безпека, інфраструктура, підрядні та логістичні умови	Темп поглинання; строк експозиції; відмови; вакантність; регіональна динаміка цін і ресурсів	Потенціал Р і С; ліквідність забезпечення; ризик завершення
Корпоративно-портфельний	Ліквідність, капітал, репутація, кредитна історія, прозорість, портфель і компетентності	Резерв коштів; підтверджені ліміти; частка завершених проєктів; календар пікових потреб	Доступ до В та І; мінімальна Е; довіра покупців; межі запуску нових проєктів
Проектно-продуктовий	Клас, масштаб, бюджет, строк, маржинальність, технічна складність, комерційна складова, земля	Бюджет на 1 м ² ; строк реалізації; прогнозний темп продажів; частка комерційних площ; індекс правової готовності	Потреба в капіталі; оборотність; потенціал Р і С; вимоги до Е/І
Стадійно-контрактний	Готовність, вкладений капітал, залишкова вартість, контракти, продажі, ковенанти, контроль потоків	% готовності; cost-to-complete; підтверджені оплати; запас до ковенанта; наявність фінансового закриття	Безпосереднє відкриття/закриття джерел і зміна меж Е, В, Р, І, С, G, SH

Джерело: систематизовано автором за працями з структури капіталу, проєктного фінансування, економіки нерухомості й будівельного ризик-менеджменту.

Для переходу від класифікації до методичного інструментарію необхідно визначити очікуваний напрям впливу ключових предикторів на компоненти FCS,t. Знак впливу не слід трактувати як універсальний причинний коефіцієнт. Він відображає теоретичне очікування за інших рівних умов і слугує основою для

подальшої емпіричної, сценарної або експертної перевірки. Особливої уваги потребують умовні та нелінійні ефекти, коли напрям змінюється після проходження порогу або залежить від стадії.

Таблиця 1.12

Матриця очікуваного впливу основних предикторів на компоненти FCS,t

Предиктор	Е	В	Р	І	С	Ключова умова інтерпретації
Правова й дозвільна готовність	-	+	+	±	+	Позитивний ефект виникає після юридичної придатності інструменту
Зростання ефективної ставки	+	-	±	+	0	Заміщення боргу можливе за наявності власного або партнерського резерву
Підтверджений попит і фактичні оплати	-	+	+	+	+	Ефект залежить від репутації, законності продажів і готовності виконати зобов'язання
Зростання будівельної готовності	-	+	+	±	+	Зменшує ризик завершення й підвищує ліквідність активу
Перевищення кошторису / затримка строків	+	-	-	+	-	Потребує додаткового ризик-поглинаючого капіталу
Висока репутація та прозорість	-	+	+	+	+	Знижує інформаційну асиметрію та премію за ризик
Високе портфельне навантаження	-	-	±	±	0	Звужує доступний власний буфер і гарантійну спроможність
Гарантія / страхове покриття	0	+	±	+	0	Модифікує межі джерел, але саме по собі не є їх часткою

Джерело: розроблено автором.

Примітка: «+» - очікуване розширення допустимої частки; «-» - звуження; «±» - умовний або нелінійний вплив; «0» - відсутність прямого впливу. Компоненти G і SH до матриці не включено: їх доступність визначається умовами окремих цільових програм, а не наведеними ринковими предикторами, тому приписування їм напряму впливу було б необґрунтованим; емпірична неактивність цих компонентів у воєнний період пояснена у підрозділі 2.2.

Матриця показує, що зміна одного предиктора спричиняє не механічне збільшення певного джерела, а перерозподіл меж між компонентами. Наприклад, підвищення ставки звужує В, однак не визначає, чим саме буде заміщений борг: Е, І або Р. Вибір залежить від ліквідності девелопера, готовності партнера, законності та стабільності продажів. Погіршення будівельного графіка одночасно знижує Р і В, оскільки послаблює довіру покупців та збільшує ризик кредитора, тому потребує ризик-поглинаючого Е або І. Така взаємозалежність обґрунтовує конфігураційний, а не однофакторний підхід.

Для емпіричної перевірки теоретичних положень доцільно сформулювати обмежену систему гіпотез. Їх кількість повинна відповідати доступності проектно-стадійних даних і не підміняти подальшу модель надмірним переліком слабо вимірюваних припущень. Частина гіпотез може перевірятися статистично, частина - сценарним моделюванням або порівняльним аналізом кейсів. Причинна інтерпретація потребуватиме контролю альтернативних пояснень, тоді як прогнозна модель може використовувати змінні без остаточного доведення причинності.

Таблиця 1.13

Дослідницькі гіпотези щодо стадійної конфігурації змішаного фінансування

Код	Зміст гіпотези	Теоретичне обґрунтування	Доцільний спосіб перевірки
H1	Зростання правової, дозвільної та будівельної готовності розширює допустимі частки В і Р.	Зниження інформаційної асиметрії та ризику незавершення	Панельна/порогова модель за стадіями
H2	Вищий залишковий ризик ранньої стадії збільшує мінімально необхідну сукупну частку E+I.	Ризик має поглинатися капіталом без фіксованого платежу	Скоринг ризику, сценарний аналіз
H3	Підтверджений попит розширює Р і опосередковано В лише за достатньої правової визначеності.	Взаємодія ринкового сигналу з юридичною придатністю	Модель взаємодії / кейс-порівняння
H4	Репутація та прозорість знижують ціну зовнішнього капіталу і розширюють доступ до В, Р та І.	Зменшення інформаційної асиметрії та сертифікаційний ефект	Регресія умов фінансування / експертне оцінювання
H5	Синхронізація капіталомістких стадій портфеля звужує допустиму конфігурацію нового проекту.	Обмеженість корпоративної ліквідності та гарантійної спроможності	Портфельне стрес-тестування
H6	Вплив класу нерухомості на конфігурацію опосередковують капіталомісткість, швидкість продажів і ліквідність продукту.	Клас є комплексною, а не самодостатньою змінною	Медіаційна модель / групове порівняння
H7	Надмірна концентрація на одному джерелі знижує стійкість, але механічне збільшення кількості джерел не гарантує її.	Вирішальною є сумісність строків, валют, прав і пріоритетів	Індекс концентрації разом із аналізом строкової відповідності
H8	Подієво адаптивна конфігурація є стійкішою за статичну модель, встановлену на початку проекту.	Вікна доступності відкриваються і закриваються після контрольних подій	Сценарне та імітаційне моделювання

Джерело: сформульовано автором за результатами теоретичного синтезу.

Методична послідовність формування конфігурації включає: визначення класу, функціонального призначення та стадії проекту; вибір базової форми змішаного фінансування за складом джерел, часовою організацією та інституційною оболонкою; ідентифікацію критичних детермінант; операціоналізацію обмеженого ядра предикторів; побудову залишкового ризикового профілю після врахування контрактів і гарантій; установлення доступних інструментів; визначення нижніх і верхніх меж компонентів; перевірку сумісності строків, валют, пріоритетів і прав контролю; вибір конфігурації в межах $\Omega_{c,t}$; установлення контрольних подій і тригерів повторного перегляду.

Наукова новизна полягає в розвитку теоретико-методичного підходу до змішаного фінансування девелоперських проектів через поєднання трьох аналітичних зрізів. Перший зріз - категоріальний: форма змішаного фінансування відмежована від інструменту, механізму, моделі, конфігурації й архітектури та визначена як поєднання набору джерел, правила їх часової послідовності й інституційно-договірної оболонки. Другий зріз - причинно-прогностичний: детермінанти розмежовано з операціоналізованими предикторами та систематизовано за п'ятьма рівнями. Третій зріз - конфігураційно-стадійний: фінансову конфігурацію представлено як область допустимих співвідношень $\Omega_{c,t}$, межі якої змінюються після контрольних подій і під впливом ризикового профілю. На відміну від статичного переліку фінансових інструментів, запропонований підхід пояснює механізм переходу від умов середовища до конкретного фінансового рішення. Він також усуває подвійний рахунок: кредит, облігація і мезонін є різними інструментами компонента В; ФФБ та договір щодо майбутнього об'єкта реалізують різні механізми компонента Р; акції, пайова участь та інвестиційні сертифікати належать до І; грант і кошти цільових державних житлових програм визнаються ресурсом лише за фактичного надходження і формують окремі компоненти G та SH, а не частину Е чи І; гарантії, страхування і компенсації змінюють межі компонентів, але не утворюють окремої частки без надходження ресурсу.

1.3. Концептуально-методичний базис формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів за змішаного фінансування будівництва

Специфіка девелопменту зумовлена необхідністю одночасного управління постійно діючим підприємством і сукупністю тимчасових проєктів. Кожен об'єкт характеризується окремим правовим статусом, календарем витрат, графіком надходжень, складом контрагентів і ризиковим профілем, проте спирається на спільні управлінські компетентності, корпоративну ліквідність, ділову репутацію та доступ до фінансових інституцій. Запуск нового проєкту може скоротити резерв ліквідності, передбачений для чинних об'єктів; затримка дозвільних процедур - відтермінувати відкриття боргового фінансування або залучення коштів покупців; перевищення кошторисної вартості - спричинити необхідність перерозподілу капіталу, забезпечення та гарантій у межах усього портфеля. За таких умов стратегія розвитку має узгоджувати корпоративний, портфельний і проєктний рівні управління.

У класичній теорії стратегія пов'язується з визначенням довгострокових цілей, вибором напрямів діяльності, розподілом ресурсів і формуванням відмінної конкурентної позиції. А. Чандлер розкрив взаємозв'язок цілей, напрямів дій і розміщення ресурсів, тоді як М. Портер визначив стратегію як створення відмінної системи взаємопов'язаних видів діяльності [101; 102]. У контексті девелопменту це передбачає формування логіки відтворення портфеля проєктів, вибір продуктових сегментів і територій діяльності, встановлення правил використання ресурсів, а також визначення меж допустимого фінансового навантаження. Отже, предметом стратегічного управління є не окремий об'єкт, а система взаємопов'язаних рішень щодо розвитку підприємства та його проєктного портфеля.

Водночас стратегія не може розглядатися як незмінний довгостроковий план. Г. Мінцберг трактував її як стійку модель фактичних рішень, а Г. Мінцберг і Дж. Вотерс розмежували навмисні та емерджентні стратегії [103; 104]. У девелоперській діяльності початкові рішення уточнюються після оформлення прав на земельну ділянку, одержання дозвільної документації, підтвердження ринкового попиту та погодження умов фінансування. Проте адаптація не повинна набувати форми

ситуативного реагування. Коригування доцільно здійснювати в межах визначеної цільової траєкторії, установленого ризик-апетиту та формалізованих правил перегляду стратегічних рішень.

Ресурсний підхід пояснює формування стратегії через накопичення, комбінування та використання специфічних ресурсів і компетентностей. Б. Вернерфельт розглядає підприємство як портфель ресурсів, а Дж. Барні пов'язує стійкі конкурентні переваги з їх цінністю, рідкісністю, складністю імітації та спроможністю організації забезпечити їх результативне використання [105; 106]. У девелоперській діяльності до стратегічних ресурсів належать земельний банк, доступ до капіталу, репутація своєчасного завершення об'єктів, проєктні та кошторисні компетентності, партнерська мережа, цифрові дані, а також організаційна спроможність проходити дозвільні процедури. Водночас ресурсний підхід не дає вичерпної відповіді щодо стадійної послідовності використання таких ресурсів і граничного рівня одночасного навантаження проєктного портфеля.

Ринковий підхід спрямовує стратегічний вибір на визначення цільових сегментів, позиціонування продукту, територіальну спеціалізацію, цінові параметри та прогнозований темп поглинання пропозиції. Його застосування дає змогу обґрунтувати клас нерухомості, функціональне призначення об'єкта, цільову групу споживачів і конкурентні характеристики девелоперського продукту. Однак ринкова привабливість сама по собі не забезпечує фінансової здійсненності проєкту. Навіть за наявності підтвердженого попиту реалізація може бути обмежена недостатністю стартового капіталу, невідповідністю строків кредитування календарю будівництва або правовими обмеженнями щодо залучення коштів покупців. Тому продуктові й територіальні рішення мають проходити фінансову, правову та портфельну перевірку.

Портфельний підхід переносить центр стратегічного аналізу з окремого проєкту на сукупність об'єктів, їх структуру та взаємний вплив. Принцип диверсифікації був обґрунтований Г. Марковіцем, а в проєктному менеджменті доповнений критеріями стратегічної відповідності, конкуренції за ресурси та управлінської спроможності. С. Мескендаль установив зв'язок між бізнес-

стратегією та успішністю портфеля, тоді як М. Мартінсуо наголосила на контекстній зумовленості практик портфельного управління [87; 107; 108]. У девелопменті такий підхід дає змогу узгоджувати календар запусків, співвідношення проєктів на різних стадіях, концентрацію за сегментами й територіями, потребу у власному капіталі та обсяг ліквідних резервів. Його методологічне обмеження пов'язане з недостатнім урахуванням юридичної відокремленості об'єктів, режимів цільового використання коштів і пріоритетності вимог різних постачальників капіталу.

Фінансовий підхід розглядає стратегію крізь призму структури капіталу, вартості фінансових ресурсів, ліквідності, строковості зобов'язань і розподілу контрольних прав. Теорема Ф. Модільяні та М. Міллера формує аналітичну основу дослідження структури капіталу, а теорія ієрархії джерел С. Майєрса і Н. Майлуфа пояснює вплив інформаційної асиметрії на послідовність залучення фінансування [4; 57]. Проте мінімізація вартості капіталу не може виступати єдиним критерієм стратегічного вибору. Необхідно враховувати обов'язок завершення об'єкта, залежність заставної вартості від рівня будівельної готовності, дію кредитних ковенантів, строкову структуру грошових потоків і можливість виникнення дефіциту ліквідності на рівні всього портфеля.

Процесний підхід розкриває стратегію як послідовність управлінських дій, контрольних перевірок і переходів між стадіями. Модель етапних «воріт» Р. Купера передбачає прийняття рішення про продовження, коригування або припинення ініціативи після оцінювання наперед установлених критеріїв [109]. У девелоперському циклі такими контрольними точками є підтвердження прав на земельну ділянку, продуктово-ринкова здійсненність, дозвільна готовність, фінансове закриття, забезпеченість ресурсами до завершення будівництва та введення об'єкта в експлуатацію. Методологічна цінність цього підходу знижується, коли стадії подаються як незмінна лінійна послідовність. Реальний перебіг проєкту передбачає зворотні переходи, повторне оцінювання параметрів і перегляд структури фінансування.

Інституційний підхід пояснює стратегічні рішення через систему формальних

правил, прав власності, контрактів і взаємодії економічних агентів. П. Гілі обґрунтувала обмеженість суто стадійних моделей і запропонувала інституційне пояснення процесу девелопменту, а Т. Гор і Д. Ніколсон систематизували моделі земельного розвитку за домінуючими чинниками [8; 9; 10]. Застосування цього підходу дає змогу врахувати, що однакова потреба у фінансуванні може реалізовуватися через різні правові механізми, тоді як права кредитора, партнера, покупця та управителя мають різний економічний зміст і не можуть розглядатися як взаємозамінні. Водночас інституційний аналіз окремо не визначає цільової структури портфеля, допустимого рівня фінансового навантаження та критеріїв економічної прийнятності проєктів.

В Україні інституційні межі стратегічного вибору формуються, зокрема, законодавством про гарантування речових прав на майбутні об'єкти нерухомості, фінансово-кредитні механізми будівництва, містобудівну та інвестиційну діяльність [17; 28; 29; 30]. Відповідні норми визначають момент, з якого допускається залучення коштів, перелік правових конструкцій і договорів, порядок реєстрації майнових прав, а також відповідальність учасників. Тому перевірка правової допустимості має здійснюватися на етапі формування стратегії, а не після прийняття продуктових, фінансових і портфельних рішень.

Ризик-орієнтований підхід пов'язує стратегічний вибір із величиною залишкового ризику, що зберігається після його контрактного розподілу між учасниками. А. Акінтоє і М. Маклеод систематизували підходи до аналізу ризиків у будівництві, а Б. Флівб'єрг довів системний характер помилок у прогнозуванні витрат, строків і результатів великих проєктів [88; 110]. У межах цього підходу стратегія повинна встановлювати ризик-апетит, ліміти концентрації, резерви часу, бюджету та ліквідності, порядок проведення стрес-тестування і перелік тригерів, за настання яких підлягають перегляду параметри проєкту або всього портфеля.

Адаптивний підхід зосереджується на здатності підприємства своєчасно виявляти зміни зовнішнього та внутрішнього середовища, перебудовувати ресурсні комбінації й підтримувати відповідність між стратегічними цілями та фактичними умовами діяльності. Д. Тіс, Г. Пізано й Е. Шуен пов'язують стратегічну результативність із динамічними спроможностями, тоді як К. Айзенгардт і Дж.

Мартін конкретизують їх як організаційні процеси інтегрування, реконфігурації та оновлення ресурсів [111; 112]. У девелопменті адаптивність реалізується через перенесення строків запуску, зміну продуктової концепції, заміщення джерел фінансування, перегляд контрактів і перерозподіл ресурсів між об'єктами. Такі дії мають здійснюватися за визначеними сигналами, із дотриманням стратегічних обмежень і врахуванням уже прийнятих зобов'язань перед кредиторами, інвесторами, партнерами та покупцями.

Сценарний підхід доцільний за умов, коли невизначеність не може бути адекватно відображена одним прогнозом. П. Шумейкер розглядає сценарне планування як інструмент охоплення множини можливих майбутніх станів, а Г. Кортні, Дж. Кіркланд і П. Вігері розмежовують рівні невизначеності та відповідні їм типи стратегічних дій [113; 114]. У девелоперській діяльності сценарії повинні враховувати можливі зміни попиту, процентних ставок, вартості будівельних ресурсів, строків проходження дозвільних процедур, безпекових обмежень і доступності каналів фінансування. Практична цінність такого аналізу виникає лише за умови, що кожен сценарій пов'язаний із критеріями його розпізнавання, допустимими межами відхилень і заздалегідь визначеними управлінськими реакціями. Без цього сценарне планування перетворюється на формальне множення прогнозних варіантів, які не впливають на прийняття рішень.

Таблиця 1.14

Порівняльна характеристика підходів до формування стратегії розвитку підприємства-девелопера

Підхід	Аналітичний фокус	Внесок у стратегію девелопера	Методологічне обмеження
Ресурсний	Ресурси та компетентності	Земельний банк, репутація, доступ до капіталу, проєктні й цифрові спроможності	Не визначає стадійну послідовність використання ресурсів
Ринковий	Сегменти, позиціонування, попит	Вибір класу, функції, локації, цінової та продуктової пропозиції	Ринкова привабливість не гарантує фінансової здійсненності
Портфельний	Сукупність і взаємодія проєктів	Синхронізація запусків, розподіл капіталу, контроль концентрації	Недостатньо відображає правову відокремленість і цільове використання коштів
Інституційний	Правила, права, договори, агенти	Правова допустимість інструментів і розподіл прав та ризиків	Не визначає економічно прийнятний портфель

Продовження табл.1.14

Фінансовий	Капітал, вартість, ліквідність, контроль	Фінансові межі зростання, ліміти боргу, резерви, строковість	Схильний зважувати стратегію до структури капіталу
Процесний	Етапи, процедури, контрольні переходи	Етапні «ворота», регламенти і відповідальність	Лінійна схема не враховує зворотних переходів
Ризик-орієнтований	Залишковий ризик і ліміти	Ризик-апетит, резерви, стрес-тестування, тригери	Залежить від якості даних і оцінювання ризиків
Адаптивний	Перебудова ресурсів і рішень	Заміщення джерел, перенесення запусків, реконфігурація портфеля	Без правил перегляду може перетворитися на ситуативність
Сценарний	Множина можливих станів	Перевірка життєздатності рішень за невизначеності	Ризик формальності без критеріїв вибору і реакцій

Джерело: систематизовано та розроблено автором за результатами аналізу [101-114].

Проведений порівняльний аналіз засвідчив, що жоден із розглянутих теоретичних підходів окремо не охоплює всієї сукупності умов, які визначають розвиток підприємства-девелопера: портфельного характеру діяльності, стадійної зміни джерел фінансування, залежності від надходжень покупців, правових і договірних обмежень, а також взаємозв'язку проєктної та корпоративної ліквідності. Тому концептуальний базис формування стратегії розвитку доцільно будувати на інтеграції взаємодоповнювальних положень. Ресурсний і ринковий підходи визначають потенціал підприємства та напрями його ринкового розвитку; портфельний - склад, збалансованість і послідовність реалізації проєктів; фінансовий - межі капіталу, боргового навантаження та ліквідності; процесний - контрольні точки переходу між стадіями; інституційний - допустимі правові й договірні конструкції; ризик-орієнтований, адаптивний і сценарний - здатність стратегічних рішень зберігати прийнятність за зміни зовнішніх і внутрішніх умов.

Інтеграція зазначених підходів потребує чіткого розмежування категорій, які характеризують різні рівні стратегічного управління. Найширшою серед них є стратегія розвитку підприємства, що визначає його довгострокову цільову траєкторію, продуктові та територіальні пріоритети, темпи зростання, структуру портфеля, необхідні компетентності, межі ризику та правила ресурсного забезпечення. Її функціональну й об'єктну конкретизацію забезпечують фінансова,

інвестиційна та проєктна стратегії. Модель фінансування встановлює параметри залучення та поєднання ресурсів для окремого проєкту або портфеля, тоді як механізм реалізації переводить стратегічні рішення у систему процедур, бюджетів, договорів, повноважень і контрольних дій. Розмежування змісту, об'єктів і рівнів застосування цих категорій наведено в табл. 1.15.

Таблиця 1.15

**Розмежування базових категорій стратегічного управління
підприємством-девелопером**

Категорія	Об'єкт стратегічного рішення	Горизонт і рівень управління	Змістова відмінність
Стратегія розвитку	Цільова траєкторія підприємства, ринки, продукти, портфель, компетентності, ресурсні та ризикові межі	Довгостроковий; корпоративний із поширенням на портфельний і проєктний рівні	Є інтегрувальною категорією, що визначає загальну логіку розвитку підприємства
Фінансова стратегія	Структура капіталу, вартість ресурсів, ліквідність, резерви, боргові ліміти, забезпечення та фінансові ризики	Довгостроковий і середньостроковий; функціональний	Установлює фінансові умови та обмеження реалізації стратегії розвитку
Інвестиційна стратегія	Напрями вкладення капіталу, склад інвестиційних об'єктів і критерії їх відбору	Довгостроковий; корпоративний і портфельний	Визначає напрями розміщення капіталу та вимоги до очікуваної віддачі
Проєктна стратегія	Продуктова концепція, календар реалізації, контрактна модель, команда, стейкхолдери та ризики об'єкта	Життєвий цикл конкретного проєкту; проєктний	Конкретизує спосіб досягнення результатів окремого об'єкта в межах корпоративних і портфельних обмежень
Модель фінансування	Джерела, інструменти, обсяги, строковість, вартість, забезпечення, черговість платежів і контрольні права	Конкретний проєкт або портфель; фінансово-проєктний	Є індивідуалізованим фінансовим дизайном та об'єктом стратегічного вибору
Механізм реалізації стратегії	Організаційні процедури, бюджети, договори, ліміти, повноваження, контроль і коригувальні дії	Усі рівні управління; операціоналізація стратегічних рішень	Забезпечує перетворення стратегічних орієнтирів на практичні дії та результати

Джерело: систематизовано та розроблено автором на основі [115-124]

Як випливає з табл. 1.15, наведені категорії утворюють ієрархічно пов'язану систему, проте не є взаємозамінними. Стратегія розвитку задає загальний вектор і межі діяльності, фінансова та інвестиційна стратегії конкретизують залучення і розміщення капіталу, а проєктна стратегія визначає спосіб реалізації окремого об'єкта. Вибір моделі фінансування підпорядковується цим стратегічним рішенням

і має враховувати клас проєкту, його поточну стадію, календар грошових потоків, доступність джерел та допустимий рівень ризику. Механізм реалізації забезпечує узгодження зазначених рішень через портфельне управління, бюджетування, етапні перевірки, казначейський контроль, управлінський облік, комплаєнс і стратегічний моніторинг.

Зважаючи на попереднє уточнення сутності змішаного фінансування, яке поєднує власні, боргових, партнерські, публічних і ресурси споживачів, та те, що у вузькому міжнародному значенні воно передбачає каталітичну участь державного, донорського або філантропічного компонента, який змінює співвідношення ризику й дохідності та мобілізує приватний капітал, що без підтримки не був би залучений [125; 52].

Відповідно з урахуванням проведеного в табл.1.15 розмежування стратегію розвитку підприємства-девелопера за змішаного фінансування будівництва запропоновано визначати як інтегровану систему довгострокових і адаптивно переглядуваних управлінських рішень щодо формування цільової траєкторії розвитку, вибору ринків і продуктів, створення та синхронізації портфеля девелоперських проєктів, розвитку організаційних спроможностей і побудови стадійно узгодженої фінансової архітектури, яка забезпечує завершення проєктів, виконання договірних зобов'язань, прийнятний рівень ліквідності та ризику, збалансоване зростання і відновлюваність підприємства після зовнішніх дестабілізуючих чинників. Таким чином, подальший розвиток категорії набуває за трьома положеннями: встановленням цільової траєкторії, критеріями стратегічної стійкості та механізмом адаптивного перегляду. Стратегія, таким чином, характеризує не статичний набір рішень, а керовану послідовність змін портфеля, фінансової архітектури та організаційних спроможностей.

Принципи формування стратегії виконують функцію нормативно-методичної рамки, у межах якої визначаються вимоги до змісту управлінських рішень та критерії їх взаємної узгодженості. На відміну від цілі, що відображає бажаний результат, і показника, який забезпечує його кількісне або якісне вимірювання, принцип установлює обов'язкове правило формування, вибору та

реалізації стратегічного рішення. Систематизацію принципів формування стратегії розвитку підприємства-девелопера за змішаного фінансування, їх зміст і напрями практичного застосування наведено в табл. 1.16.

Таблиця 1.16

**Принципи формування стратегії розвитку підприємства-девелопера
за змішаного фінансування**

Принцип	Зміст	Практичне втілення
Портфельна узгодженість	Оцінювання кожного проекту з урахуванням його впливу на структуру портфеля, сукупні грошові потоки, ризики та потребу в капіталі	Узгодження календаря запусків, установлення лімітів концентрації, розподіл капіталу, гарантій і резервів між проектами
Фінансова збалансованість	Узгодження темпів розвитку з доступністю ресурсів і резервом ліквідності	Ресурсне забезпечення до завершення, формування резервів, обмеження кількості одночасних запусків
Стадійна відповідність	Відповідність джерел, строків і умов фінансування правовій, технічній та ринковій готовності проекту	Визначення вікон доступності джерел, контрольних подій і порядку поетапного фінансування
Проектна відокремленість потоків	Забезпечення простежуваності надходжень і напрямів використання коштів	Окремі рахунки, управлінський облік, контроль цільового використання ресурсів
Ризик-орієнтованість	Урахування залишкового ризику після його договірної розподілу та застосування інструментів захисту	Ризик-апетит, ліміти, резерви, страхування, гарантії, стрес-тестування
Адаптивність	Можливість перегляду портфеля та фінансової конфігурації без втрати стратегічної спрямованості	Тригери заміщення джерел, перенесення запусків, рефінансування
Сценарність	Перевірка прийнятності рішень за альтернативних станів зовнішнього і внутрішнього середовища	Базовий, несприятливий і стресовий сценарії
Комплаєнс	Дотримання правових вимог щодо залучення, використання та повернення фінансових ресурсів	Правова експертиза, контроль договорів, дозвільних і реєстраційних умов
Прозорість	Зменшення інформаційної асиметрії між учасниками фінансування та реалізації проекту	Регулярна звітність, цифровий облік, розкриття інформації про хід реалізації
Узгодження інтересів	Збалансування прав, доходів, ризиків, зобов'язань і відповідальності учасників	Стейкхолдерні карти, договірні черговість платежів, комунікаційні регламенти
Стратегічна стійкість	Збереження спроможності завершувати проекти та відтворювати потенціал розвитку після несприятливих впливів	Критерії ліквідності, завершення об'єктів, виконання зобов'язань і відновлення ресурсного потенціалу

Джерело: систематизовано автором на основі [115-119]

Наведені принципи мають застосовуватися як взаємопов'язана система, оскільки дотримання одного з них не компенсує порушення інших. Наприклад,

економічно приваблива модель фінансування не може бути визнана стратегічно прийнятною за відсутності правової допустимості, достатнього резерву ліквідності або відповідності поточній стадії проєкту. Так само збалансований за структурою портфель не забезпечує стратегічної стійкості, якщо одночасна реалізація проєктів перевищує фінансову й управлінську спроможність підприємства.

Стратегія розвитку формується на корпоративному, портфельному та проєктному рівнях (рис.1.5).

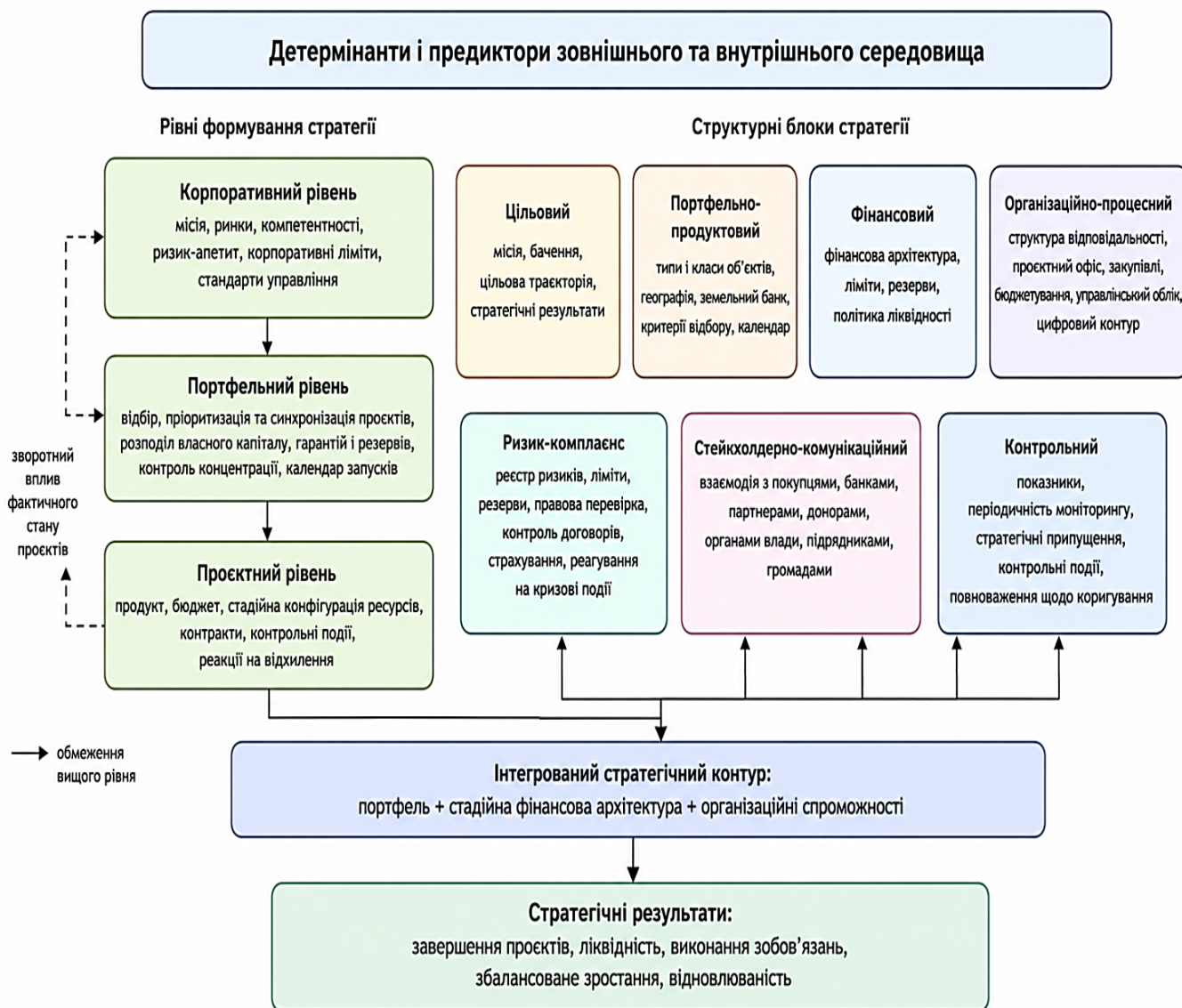


Рис. 1.5. Рівні та структурні блоки формування стратегії розвитку підприємства-девелопера

Джерело: розроблено автором.

Корпоративний рівень визначає місію, цільові ринки, напрями розвитку компетентностей, ризик-апетит, фінансові обмеження та загальні стандарти управління. На портфельному рівні здійснюються відбір, пріоритизація і синхронізація проєктів, розподіл власного капіталу, гарантій і резервів, контроль концентрації та формування календаря запусків. Проєктний рівень конкретизує параметри продукту, бюджет, календар реалізації, стадійну конфігурацію фінансування, контрактну модель, контрольні події та порядок реагування на відхилення. Між зазначеними рівнями існує двосторонній зв'язок. Проєктні рішення повинні відповідати портфельним і корпоративним обмеженням, тоді як фактичні дані про строки, витрати, ризики, грошові потоки та рівень будівельної готовності є підставою для перегляду портфельних пріоритетів і параметрів стратегії розвитку підприємства

Рівнева організація доповнюється сімома структурними блоками. Цільовий блок фіксує місію, бачення, цільову траєкторію та стратегічні результати. Портфельно-продуктовий визначає типи й класи об'єктів, географію, земельний банк, критерії відбору й календар. Фінансовий формує правила побудови фінансової архітектури, ліміти, резерви та політику ліквідності. Організаційно-процесний забезпечує структуру відповідальності, проєктний офіс, закупівлі, бюджетування, управлінський облік і цифровий контур.

Ризик-комплаєнс блок поєднує реєстр ризиків, ліміти, резерви, правову перевірку, контроль договорів, страхування і реагування на кризові події. Стейкхолдерно-комунікаційний регламентує взаємодію з покупцями, банками, партнерами, донорами, органами влади, підрядниками й громадами. Контрольний блок визначає показники, періодичність моніторингу, стратегічні припущення, контрольні події та повноваження щодо коригування.

Теоретичним підґрунтям стейкхолдерного блоку є розуміння підприємства як системи відносин із групами, що мають різні права й можливості впливу. Т. Дональдсон і Л. Престон розмежовують описовий, інструментальний і нормативний аспекти стейкхолдерної теорії, а Р. Мітчелл, Б. Ейгл і Д. Вуд пропонують оцінювати значущість стейкхолдерів за владою, легітимністю та

терміновістю вимог [126; 127]. Оскільки взаємодія підприємства-девелопера зі стейкхолдерами реалізується через систему прав, зобов'язань, фінансових вимог і механізмів контролю, стейкхолдерний підхід безпосередньо пов'язаний із формуванням фінансової архітектури підприємства. Саме її конфігурація визначає, яким чином розподіляються фінансові ресурси, ризики, права на грошові потоки та пріоритетність задоволення вимог різних груп учасників девелоперського проєкту. Відтак здатність підприємства узгоджувати інтереси стейкхолдерів і своєчасно виконувати зобов'язання значною мірою залежить від обраної структури фінансування, що зумовлює необхідність розгляду фінансової архітектури як основи стратегічної стійкості підприємства-девелопера.

Зважаючи на те, що фінансова архітектура як цілісний фінансовий дизайн бізнесу охоплює організаційну форму, структуру власності, систему стимулів, механізми фінансування та розподіл ризику [33], вона передбачає взаємопов'язаний вибір рівня фінансового важеля, строковості залучення капіталу та пріоритетності вимог різних учасників фінансування [61]. У девелопменті така архітектура визначає права на грошові потоки, порядок здійснення платежів, механізми контролю рахунків, види забезпечення, траншування фінансування, обмеження використання коштів і взаємозв'язок проєкту з корпоративним балансом підприємства. Однак для використання фінансової архітектури як інструменту стратегічного аналізу та моделювання недостатньо її лише змістовно охарактеризувати, оскільки необхідно формалізувати її складові та взаємозв'язки.

З цією метою доцільно методологічно розмежувати економічні джерела фінансових ресурсів, інструменти й інституційні механізми їх залучення, модифікатори умов фінансування, грошові потоки проєкту та часову послідовність їх реалізації. Такий підхід дає змогу уникнути змішування різнорідних за економічною природою елементів і сформулювати цілісну модель фінансової архітектури. Відповідно фінансову архітектуру проєкту класу c на стадії t запропоновано подати у вигляді:

$$FA_{c,t} = \{Sc,t; Hc,t; Mc,t; CF_{proj\ c,t}; Qc,t\}, \quad (1.8)$$

де S - структура економічних джерел;

H - інструменти та інституційно-договірні механізми;

M - модифікатори ризику, вартості, строку й доступності;

CFproj - внутрішньопроєктні грошові потоки;

Q - послідовність залучення, заміщення та повернення ресурсів.

Структуру економічних джерел фінансування подано у формулі (1.3). Водночас сама частка окремого джерела не дає повного уявлення про його вплив на стійкість проєкту, оскільки цей вплив залежить від умов залучення коштів і розподілу ризиків між учасниками. С. Шах і А. Такор обґрунтували взаємозв'язок між проєктним фінансуванням і структурою капіталу [75]. Б. Есті розглядає проєктне фінансування як систему контрактного розподілу ризиків [16], а М. Дайламі та Р. Гаусвальд досліджують вплив взаємопов'язаних контрактів на величину кредитного спреда [37]. Отже, однакова частка боргового фінансування може мати різні стратегічні наслідки залежно від строку погашення, виду забезпечення, черговості задоволення вимог і обсягу прав кредитора.

Фінансова архітектура пов'язана зі стратегічною стійкістю через достатність ресурсів до завершення, синхронізацію надходжень і витрат, гнучкість договірних прав, концентрацію джерел і довіру постачальників капіталу. Стратегічну стійкість не слід ототожнювати з поточною платоспроможністю. С. Дучек розглядає організаційну стійкість як сукупність спроможностей передбачення, подолання й використання наслідків несприятливих подій [128]; Дж. Гіллман і Е. Гюнтер систематизують її як багатовимірний управлінський конструкт [129]; Т. Вільямс та співавтори поєднують дослідження кризового менеджменту і стійкості [130].

Стратегічну стійкість підприємства-девелопера запропоновано визначати як здатність за збереження економічної життєздатності завершувати проєкти, підтримувати достатню ліквідність, виконувати договірні зобов'язання, адаптувати структуру фінансування, уникати критичної залежності від одного джерела, зберігати збалансованість портфеля та продовжувати розвиток після зовнішнього шоку. Її функціональне подання має вигляд:

$$SR_t = \Psi(COMPt; LIQt; OBL_t; ADPt; DIV_t; PB_t; RE Ct), \quad (1.9)$$

де COMP - спроможність завершення проєктів;

LIQ - ліквідність;

OBL - виконання зобов'язань;

ADP - адаптивність фінансової конфігурації;

DIV - диверсифікація джерел і контрагентів;

PB - збалансованість портфеля; REC - відновлюваність розвитку.

Формула (1.9) визначає склад категорії, але не передбачає механічного додавання різновимірних показників.

Таблиця 1.17

Критерії стратегічної стійкості підприємства-девелопера

Критерій	Економічний зміст	Аналітичні ознаки	Критична загроза
Спроможність завершення	Наявність ресурсів і організаційної здатності довести об'єкти до передачі	Ресурс до завершення, будівельна готовність, резерв бюджету і часу	Незабезпечений розрив фінансування
Ліквідність	Своєчасне покриття календарних платежів	Касове покриття, платіжний календар, доступний резерв	Зупинка робіт або прострочення платежів
Виконання зобов'язань	Дотримання договорів із покупцями, кредиторами і підрядниками	Ковенанти, строки передачі, претензії, забезпечення	Юридичні санкції та втрата довіри
Адаптивність фінансування	Здатність замінювати або перебудовувати джерела	Резервні лінії, можливість рефінансування, швидкість рішення	Закриття ключового каналу без альтернативи
Диверсифікація	Відсутність критичної залежності від одного джерела або контрагента	Концентрація джерел, кредиторів, покупців і регіонів	Однофакторна залежність портфеля
Портфельна збалансованість	Сумісність стадій, потреб у капіталі та потоків проєктів	Піки потреби, календар запусків, кореляція ризиків	Синхронний дефіцит ліквідності
Відновлюваність	Збереження здатності продовжувати розвиток після шоку	Швидкість відновлення, доступ до нового фінансування, збереження компетентностей	Вичерпання капіталу і зупинка відтворення портфеля

Джерело: систематизовано та розроблено автором [128-130].

Стратегічна стійкість підприємства-девелопера має пороговий і конфігураційний характер. Висока прибутковість не компенсує дефіциту ресурсів, необхідних для завершення проєкту; значний обсяг власного капіталу не гарантує стійкості за одночасної реалізації надмірної кількості об'єктів; диверсифікація джерел фінансування втрачає свої переваги, якщо строки

залучення ресурсів, умов контролю та порядок виконання зобов'язань не узгоджені між собою. Тому оцінювання стратегічної стійкості має бути спрямоване не на визначення одного універсального нормативу, а на виявлення критичних обмежень і перевірку сумісності складових фінансової архітектури, портфеля проєктів та ресурсних можливостей підприємства. Такий підхід узгоджується з ISO 22316:2017, у якому організаційну стійкість розкрито через систему принципів і атрибутів, адаптованих до особливостей конкретної організації, а не через єдиний уніфікований показник [131].

Зазначене зумовлює необхідність побудови концептуальної моделі, яка поєднувала б детермінанти діяльності підприємства, параметри фінансової архітектури, результати діагностики та процедури вибору стратегічного рішення. Логіку формування стратегії розвитку підприємства-девелопера подано на рис. 1.6 як послідовність дев'яти взаємопов'язаних етапів: стратегічної діагностики; формування цільової траєкторії розвитку; конструювання портфеля проєктів; побудови стадійної фінансової архітектури; фінансово-економічної діагностики; сценарного оцінювання стратегічної стійкості; вибору стратегічної альтернативи; операціоналізації стратегії та оцінювання стратегічних результатів. Зовнішні й внутрішні детермінанти та предиктори формують вихідні умови стратегічного процесу, тоді як адаптивний стратегічний контроль забезпечує зворотний зв'язок, перевірку початкових припущень і коригування цільової траєкторії, портфеля, фінансової архітектури та параметрів реалізації.

Методичний зміст етапів, очікувані результати та підстави переходу між ними систематизовано в табл. 1.18. Стратегічна діагностика є вихідним етапом і встановлює загальні умови функціонування підприємства, його можливості, обмеження та стратегічні розриви. Натомість фінансово-економічна діагностика здійснюється після формування цільового портфеля і побудови стадійної фінансової архітектури та перевіряє їх практичну життєздатність. Її результатом має бути не механічна сукупність коефіцієнтів, а висновок щодо достатності ресурсів для завершення кожного проєкту, узгодженості календаря робіт і надходжень, допустимого одночасного обсягу запусків, запасу до порушення договірних обмежень і спроможності портфеля витримувати уповільнення

продажів.



Рис. 1.6. Логіка формування та адаптивного перегляду стратегії розвитку підприємства-девелопера

Джерело: розроблено автором.

Таблиця 1.18

Методичні етапи формування стратегії розвитку підприємства-девелопера

Етап	Основні процедури	Результат	Підстава переходу
1. Стратегічна діагностика	Аналіз зовнішнього середовища, стану підприємства, портфеля, проєктів, ресурсів і чинної моделі фінансування	Визначені детермінанти, обмеження, можливості, критичні залежності та стратегічні розриви	Сформована достатня й верифікована інформаційна база
2. Формування цільової траєкторії розвитку	Визначення цільових ринків, продуктової структури, темпів розвитку, необхідних компетентностей і допустимого ризику	Цільовий профіль і параметри розвитку підприємства	Узгодження стратегічних цілей власниками та керівництвом
3. Конструювання портфеля проєктів	Відбір, пріоритизація та синхронізація проєктів за строками, стадіями, ресурсними потребами, ризиками й стратегічною роллю	Цільовий портфель проєктів і календар їх запуску та реалізації	Відповідність портфеля ресурсним лімітам, ризик-апетиту та цільовій траєкторії
4. Побудова стадійної фінансової архітектури	Визначення джерел, інструментів, умов залучення ресурсів, резервів, черговості платежів, забезпечення та можливостей рефінансування	Конфігурація фінансування за проєктами й стадіями їх реалізації	Підтвердження доступності ресурсів і прийнятності договірних умов
5. Фінансово-економічна діагностика	Оцінювання ліквідності, грошових розривів, фінансової стійкості, достатності ресурсів, ризиків і взаємозалежності проєктних потоків	Діагностичний висновок щодо життєздатності портфеля та фінансової архітектури	Відсутність критичних дефіцитів або визначення способів їх усунення
6. Сценарне оцінювання стратегічної стійкості	Моделювання базового, несприятливого і стресового сценаріїв; перевірка порогових обмежень, резервів і здатності виконувати зобов'язання	Сценарний профіль стійкості стратегічних альтернатив	Дотримання мінімально допустимих критеріїв стратегічної стійкості
7. Вибір стратегічної альтернативи	Порівняння альтернатив за результативністю, ризиком, ресурсомісткістю, фінансовою стійкістю та реалізованістю	Обґрунтована стратегічна альтернатива	Формалізоване управлінське рішення щодо її прийняття
8. Операціоналізація стратегії	Розроблення програм, бюджетів, договорів, календарів, лімітів, показників, розподіл повноважень і відповідальності	План реалізації стратегії та система відповідальності	Затвердження ресурсів, бюджетів, виконавців і контрольних показників
9. Стратегічні результати	Оцінювання завершення проєктів, ліквідності, виконання зобов'язань, темпів розвитку та відновлюваності портфеля	Встановлені фактичні результати, відхилення та потреба в коригуванні	Досягнення цільових параметрів або настання події, що запускає адаптивний перегляд

Джерело: систематизовано автором.

Конструювання портфеля має поєднувати використання сформованих компетентностей із контрольованим освоєнням нових ринків, продуктів і технологій. Дж. Марч обґрунтував, що надмірне домінування експлуатаційних можливостей обмежує організаційне оновлення, тоді як надмірна орієнтація на пошук нових можливостей підвищує витрати й невизначеність [132]. Для підприємства-девелопера це означає необхідність поєднання проєктів із прогнозованими потоками на освоєних ринках із контрольованою часткою проєктів у нових сегментах, із новими технологіями або моделями партнерства.

Фінансово-економічна діагностика формує інформаційну основу сценарного оцінювання стратегічної стійкості. У межах базового, несприятливого і стресового сценаріїв необхідно перевіряти не лише очікувану прибутковість, а й здатність підприємства зберігати ліквідність, фінансувати завершення проєктів, виконувати договірні зобов'язання та не перевищувати встановлені порогові обмеження. Стратегічна альтернатива може бути прийнята лише за умови її життєздатності щонайменше в базовому та несприятливому сценаріях і наявності визначеного плану реагування на стресові відхилення.

Операціоналізація стратегії потребує узгодженої системи організаційного забезпечення, до якої можуть входити інвестиційний або портфельний комітет, функції управління ризиками й комплаєнсом, проєктний офіс, проєктно відокремлений облік, казначейський календар, регламент контрольних «воріт» і єдиний цифровий контур даних. Значення портфельної організації, економіко-управлінських предикторів і цифрової інтеграції для девелопменту висвітлено у вітчизняних дослідженнях [23; 24; 97].

Адаптивний стратегічний контроль не є завершальним лінійним етапом, а функціонує впродовж усього циклу формування та реалізації стратегії. Він має охоплювати перевірку фактичних результатів, виконання програм і бюджетів, а також чинності припущень, на яких ґрунтувалися цільова траєкторія, портфель і фінансова архітектура. Збалансована система показників Р. Каплана і Д. Нортонa обґрунтовує необхідність поєднання фінансових і нефінансових індикаторів [133, 134]. Для підприємства-девелопера фінансові показники доцільно доповнювати

індикаторами стану прав і дозвільної документації, будівельної готовності, темпів продажів, виконання договорів, концентрації джерел фінансування та достатності резервів.

Узагальнення проведеного дослідження дає змогу сформулювати концептуальну позицію: стратегія розвитку підприємства-девелопера за змішаного фінансування є системою керування траєкторією портфеля в межах ресурсних, інституційних і ризикових обмежень. Її центральним об'єктом є взаємна відповідність портфеля, стадійної фінансової архітектури та організаційних спроможностей. Фінансування в даному випадку виконує структуроутворювальну функцію, оскільки визначає допустимий масштаб, темп і послідовність розвитку, але не підмінює ринковий, продуктовий та інституційний зміст стратегії.

Висновки до першого розділу.

1. У першому розділі поглиблено теоретико-методичні засади формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування. На основі систематизації вартісного, трансформаційного, підприємницького, інвестиційно-процесного, нормативно-правового, інтеграційно-інституційного та проектно-портфельного підходів підприємство-девелопер визначено як підприємницьку організацію, яка ініціює, організовує та структурує девелоперські проекти, формує їх продуктово-ринкову концепцію, координує учасників і стадії інвестиційно-будівельного циклу, визначає фінансову архітектуру, розподіляє права, зобов'язання та ризики і в межах обраної організаційно-договірної моделі створює передумови і несе економічну та репутаційну відповідальність за створення вартості й завершення проекту.

Фінансову архітектуру девелоперського проекту пропонується визначити як упорядковану, договірно закріплену та змінювану за стадіями життєвого циклу систему джерел і інструментів фінансування, строків і черговості грошових потоків, вартості капіталу, прав і зобов'язань стейкхолдерів, розподілу ризиків, забезпечення, контролю, обліку та комплаєнсу, яка узгоджує фінансові

можливості проєкту з потребами його реалізації та з портфельними і корпоративними обмеженнями підприємства-девелопера. Фінансову конфігурацію подано як область допустимих співвідношень компонентів, межі якої визначаються правовою допустимістю, доступністю капіталу, ліквідністю, договірними обмеженнями, ризиковим профілем і портфельною спроможністю підприємства.

2. Змішане фінансування девелоперського проєкту пропонується визначати як організовану на договірних засадах і стадійно змінювану систему поєднання двох або більше економічно різнорідних джерел капіталу та відповідних фінансових інструментів, узгоджених за обсягами, строками, вартістю, ризиками, забезпеченням і порядком використання, яка забезпечує покриття потреб проєкту протягом його життєвого циклу та визначає розподіл між учасниками прав на грошові потоки, контрольних повноважень, зобов'язань і ризиків.

Обґрунтовано, що змішане фінансування не зводиться до механічного поєднання кількох джерел капіталу. Його форму визначають склад економічних джерел, часова послідовність їх залучення та інституційно-договірна оболонка. Детермінанти відмежовано від предикторів за причинною і прогностичною функціями та систематизовано на макроінституційному, галузево-регіональному, корпоративно-портфельному, проєктно-продуктовому і стадійно-контрактному рівнях.

3. Стратегію розвитку підприємства-девелопера за змішаного фінансування обґрунтовано як інтегровану систему довгострокових і адаптивно переглядуваних рішень щодо цільової траєкторії, ринків і продуктів, портфеля проєктів, організаційних спроможностей та стадійної фінансової архітектури. Її формування пов'язано з критеріями стратегічної стійкості, що характеризують здатність завершувати проєкти, зберігати ліквідність, виконувати зобов'язання та відновлювати розвиток після дестабілізуючих впливів. Запропоновано послідовність етапів від стратегічної діагностики до оцінювання результатів, доповнену адаптивним контролем і подієвими тригерами перегляду рішень.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІТИКО-МЕТОДИЧНА ДІАГНОСТИКА РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ-ДЕВЕЛОПЕРІВ ТА СТРУКТУРНОЇ СТІЙКОСТІ МОДЕЛЕЙ ЇХ ЗМІШАНОГО ФІНАНСУВАННЯ

2.1. Оцінка загального стану та тенденцій розвитку підприємств-девелоперів будівництва

Відповідно до положень економічної діагностики, фінансово-економічний стан підприємства визначається системою показників, що характеризують рівень його фінансової стійкості, інвестиційної активності, ділової активності, конкурентоспроможності та перспектив розвитку. Як зазначає І.В. Кривов'язюк, економічну діагностику доцільно розглядати як аналітичне оцінювання всіх сфер діяльності підприємства з погляду досягнення максимально можливого економічного результату шляхом оптимального й ефективного використання обмежених економічних ресурсів для обґрунтування результативних управлінських рішень [135, с.16]. Вона є інструментом комплексного дослідження діяльності підприємства, спрямованим на виявлення тенденцій його розвитку, оцінку впливу факторів зовнішнього та внутрішнього середовища та обґрунтування управлінських рішень.

Будівельна галузь традиційно виступає одним із ключових секторів національної економіки, забезпечує створення виробничої та соціальної інфраструктури, формує мультиплікативний ефект для суміжних галузей – промисловості будівельних матеріалів, транспорту, машинобудування, фінансового сектору та сфери послуг, визначає попит на продукцію суміжних галузей та сприяє економічному зростанню [136, с.8]. Особливу роль в управлінні та функціонуванні будівельної галузі з перспективами розвитку в технологічно-фінансовому аспекті посідають підприємства-девелопери.

Разом з тим повномасштабна війна суттєво змінила умови функціонування будівельних підприємств та девелоперських компаній України. Руйнування житлових, виробничих та інфраструктурних об'єктів, зниження платоспроможності населення, порушення логістичних ланцюгів постачання будівельних матеріалів, скорочення обсягів банківського кредитування та

високий рівень інвестиційних ризиків призвели до істотного погіршення фінансово-економічного стану більшості учасників ринку [137].

Для підприємств-девелоперів особливого значення набуває оцінка інвестиційної активності, оскільки їх функціонування безпосередньо залежить від доступності фінансових ресурсів та стану ринку нерухомості.

Одним із ключових індикаторів стану підприємств-девелоперів є динаміка капітальних інвестицій. Саме інвестиційні ресурси забезпечують можливість реалізації будівельних проєктів, відновлення основних фондів та розширення діяльності.

Згідно з методологією фінансово-економічної діагностики, оцінка стану підприємств-девелоперів повинна ґрунтуватися насамперед на аналізі інвестиційної активності галузі, оскільки саме обсяги капітальних інвестицій відображають перспективи розвитку будівельного сектору та рівень довіри інвесторів до ринку.

Динаміка капітальних інвестицій у будівельній галузі України протягом 2020-2022 рр. характеризувалася суттєвими коливаннями під впливом зовнішніх кризових чинників. Зокрема, у 2020 році обсяг освоєних капітальних інвестицій у будівництво знизився до 37,98 млрд. грн., що на 36,4% менше, порівняно з попереднім роком. Таке скорочення було зумовлене негативними наслідками пандемії COVID-19, зокрема обмеженням економічної активності, порушенням виробничо-логістичних процесів та зниженням інвестиційної привабливості галузі. Варто зазначити, що темпи падіння інвестицій у будівництві перевищували середньоекономічні показники: якщо загальний обсяг капітальних інвестицій в економіці України у 2020 році скоротився на 28,2 [138], то в будівельній сфері цей показник становив 36,4%. Це підтверджує високу залежність будівельної діяльності від макроекономічної кон'юнктури та доступності фінансових ресурсів [137, с.146].

У перший рік повномасштабної війни будівельна галузь України зазнала різкого скорочення ділової активності. Цей період 2022 року характеризується майже повною зупинкою інвестиційної діяльності в Україні, принаймні від

24.02.2022 – грудня 2022 року. В низці наукових досліджень зазначається, що за даними аналітичних досліджень ринку нерухомості, навесні 2022 року лише близько 50 % житлових комплексів відновили будівельні роботи, тоді як значна частина проєктів залишалася замороженою [139-140]. Одночасно забудовники масово відкладали запуск нових проєктів через високий рівень воєнних ризиків, скорочення інвестиційної активності та невизначеність ринкової кон'юнктури. За оцінками експертів ринку, до 70% новобудов могли бути введені в експлуатацію із затримкою понад один рік [141-142]. За таких умов підприємства-девелопери були змушені трансформувати власні стратегії розвитку, орієнтуючись не стільки на нове житлове будівництво, скільки на проєкти реконструкції, відновлення та модернізації пошкоджених об'єктів [143, с.328].

За даними Державної служби статистики України, після критичного падіння інвестиційної активності у 2022 році внаслідок початку повномасштабної війни у 2023-2024 роках спостерігається поступове відновлення інвестиційних процесів. Загальний обсяг капітальних інвестицій в економіку України у 2024 році зріс до 534,4 млрд. грн., що на 35% перевищує показник попереднього року. Основним джерелом фінансування залишалися власні кошти підприємств (71%), а частка коштів державного бюджету становила 10,9% [144]. Найбільша сума капінвестицій припала на промисловість (209 млрд. грн.), держуправління та оборону (61 млрд. грн.), транспорт та складські приміщення (48 млрд. грн.), наземний та трубопровідний транспорт (32 млрд. грн.), інформацію та телекомунікацію (23 млрд. грн.) [145].

Дані Державної служби статистики України щодо капітальних інвестицій за видами економічної діяльності підтверджують, що у 2020-2025 рр. інвестиційна активність у будівельній галузі також розвивалася нерівномірно та перебувала під впливом двох масштабних кризових чинників – пандемії COVID-19 та повномасштабної війни. Статистичні дані Держстату за 2020-2025 рр. візуалізовані на рис. 2.1 з дотриманням вимог Закону України «Про офіційну статистику» щодо забезпечення гарантій органів державної статистики щодо статистичної конфіденційності та/або відповідно до Закону України «Про захист

інтересів суб’єктів подання звітності та інших документів у період дії воєнного стану або стану війни». Аналітична обробка даних, наведена в таблиці 2.1, засвідчує тотальну відповідність обсягів інвестицій в галузь соціально-політичним подіям, які відбуваються в світі та регіоні зокрема.



Рис. 2.1. Статистика капітальних інвестицій в будівництво України в період 2020-2025 рр.

Джерело: Складено автором за даними Державної служби статистики України [145].

Таблиця 2.1

Динаміка капітальних інвестицій у будівництво України

Рік	Темп приросту в		Причина змін в обсягах капітальних інвестицій
	% до попереднього року	млрд. грн.	
2020	-	-	Пандемічний спад. Обсяг капітальних інвестицій у будівництво скоротився до 37,98 млрд грн, що було на 36,4 % менше порівняно з попереднім роком. Це стало наслідком карантинних обмежень, зниження ділової активності, погіршення інвестиційного клімату та порушення логістичних ланцюгів постачання. При цьому темпи падіння в будівництві перевищили середній показник по економіці України, де скорочення капітальних інвестицій становило 28,2 %.

Продовження табл.2.1

2021	+40,8	13,99293	Відновлення у 2021 році. Спостерігалось швидке відновлення інвестиційної активності. Зростання було зумовлене пом'якшенням карантинних обмежень, реалізацією державних інфраструктурних програм та пожвавленням ринку житлового будівництва. Будівельна галузь фактично компенсувала значну частину втрат пандемічного періоду.
2022	-41,8	-19,2352	Вплив повномасштабної війни. Початок повномасштабної агресії РФ у лютому 2022 року призвів до нового різкого скорочення інвестиційної активності. Руйнування виробничої та транспортної інфраструктури, високі безпекові ризики, зупинка значної кількості будівельних проєктів, дефіцит фінансових ресурсів та відтік населення суттєво обмежили інвестиційні можливості галузі. У 2023 році обсяги капітальних вкладень у будівництво залишалися значно нижчими за довоєнний рівень, що свідчить про тривалий вплив воєнних ризиків на інвестиційні рішення суб'єктів господарювання.
2023	+27,9	4,375157	
2024	+20,1	11,92266	Поступове відновлення. В будівельній галузі зафіксовано позитивну динаміку. Обсяг капітальних інвестицій досяг 41,7 млрд грн, що на 36,1 % більше порівняно з 2023 роком. Зростання було обумовлене активізацією проєктів відбудови пошкоджених об'єктів, збільшенням державних видатків на інфраструктуру, підтримкою міжнародних партнерів та поступовою адаптацією бізнесу до умов воєнного стану. Водночас показник все ще залишався нижчим від рівня 2021 року, що свідчить про незавершеність процесів відновлення галузі.
2025	+21,7	9,624532	Перспективи. Доступні статистичні дані за 2025 рік демонструють збереження позитивної тенденції щодо капітальних вкладень. Основними драйверами зростання виступають міжнародні програми фінансування відбудови України, збільшення інвестицій у житлову та транспортну інфраструктуру, а також реалізація проєктів реконструкції енергетичних об'єктів. Очікується, що саме будівельна галузь стане одним із ключових реципієнтів інвестицій у процесі повоєнного відновлення держави.

Джерело: розраховано автором за даними Державної служби статистики України [145].

Представлені дані свідчать про поступове відновлення інвестиційної активності після різкого спаду у 2022 році. Зростання капітальних інвестицій у 2024 році більш ніж на третину стало наслідком адаптації економіки до воєнних умов, збільшення державних видатків на відновлення інфраструктури, активізації міжнародної фінансової допомоги та реалізації програм відбудови пошкоджених територій.

Проте для виокремлення тенденцій капітальних вкладень, сталості обсягів інвестицій, складання прогностичних сценаріїв слід чітко вирізняти природу наступних фінансових потоків, а саме: фактично залучені інвестиції під час війни (2022-2025 рр.) та задекларовані програми фінансування та прогностні потреби післявоєнної відбудови (2025-2035 рр.). З цією метою проаналізовано відкриті звіти міжнародних фінансових організацій, зокрема Світового банку, Європейської Комісії, ООН, ЄБРР.

Загальна оцінка міжнародних організацій щодо інвестиційних потреб України в умовах війни та післявоєнного відновлення базується на даних звітів міжнародних організацій, складених у співпраці з Урядом України, World Bank Group, European Commission та United Nations. Так в оцінці обсягів необхідних інвестицій в проєкті Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA), відзначається, що повномасштабна військова агресія РФ проти України спричинила безпрецедентні соціально-економічні втрати, які охопили практично всі сфери національної економіки. Найбільшого негативного впливу зазнали житловий фонд, транспортна та енергетична інфраструктура, промислові підприємства, об'єкти соціальної сфери та комунального господарства. Масштаби руйнувань зумовили необхідність формування довгострокової міжнародної стратегії фінансування відбудови України, яка передбачає залучення значних обсягів інвестиційних ресурсів як на етапі ведення воєнних дій, так і в період післявоєнного відновлення.

Відповідно до четвертого звіту RDNA (Rapid Damage and Needs Assessment 4), оприлюдненого у 2025 році, загальна потреба України у фінансуванні відновлення та реконструкції станом на кінець 2024 року оцінювалася у 524 млрд.

дол. США протягом наступних десяти років [146]. Ця сума майже у 2,8 рази перевищує довоєнний обсяг валового внутрішнього продукту України та відображає масштабність руйнувань, завданих військовими діями на кінець третього року війни. Подальше загострення воєнних ризиків та продовження руйнувань об'єктів цивільної та критичної інфраструктури зумовили перегляд попередніх оцінок. Згідно з оновленою оцінкою RDNA5, оприлюдненою у 2026 році, загальна потреба України у фінансуванні відбудови зросла до 587,7 млрд. дол. США [147]. Таким чином, лише протягом одного року оцінка необхідних ресурсів збільшилася більш ніж на 63 млрд. дол. США, або на 12%. Це свідчить про продовження накопичення збитків та розширення масштабів майбутніх відновлювальних робіт.

Враховуючи тенденції затягування війни, залучення все більших коштів на військову підтримку України, не виключається можливість обмеження (зменшення вільних коштів) інвестиційних ресурсів у країн західної Європи, як основних спонсорів підтримки країни. На підтвердження цього є дані Європейської Комісії (звіти RDNA2-3), систематизовані в таблиці 2.2, які вказують що прогресуючі потреби в економічній підтримці й мають накопичувальний характер з коефіцієнтом щорічного збільшення від 12% по відношенню до попереднього звітного періоду.

Таблиця 2.2

Оцінка потреб України у відновленні та реконструкції

Рік оцінки	Загальна потреба, млрд. дол. США	Темп приросту в	
		% до попереднього року	млрд. дол. США
2023 (RDNA2)	411	-	-
2024 (RDNA3)	486	18,25	75
2025 (RDNA4)	524	7,82	38
2026 (RDNA5)	587,7	12,16	63,7

Джерело: розраховано автором за даними [146-148].

Основними інвесторами з 2022-2025 рр. в українську економіку, а саме в фінансування відновлення, гранти, гарантії та інвестиційні програми, є міжнародні урядові та приватні організації та фонди. За даними Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released [146] найбільша доля інвестицій припадає на ЄС – Європейська Комісія, EBRD, EIB, Ukraine Facility (понад 140 млрд. дол. США); США та організації, афілійовані з ними – USAID, DFC, Світовий банк, приватні фонди (понад 100 млрд. дол. США); понад 10 млрд. дол. США з Великої Британії, Японії (JICA, урядові фонди) та приватних міжнародних фондів (Horizon Capital, BlackRock FMA, IFC), а також Канади (Canada-Ukraine programs), країн Близького Сходу (Mubadala, Saudi Fund, Qatar Fund), Південної Кореї (EDCF, KEXIM).

Проте коштів, які інвестуються, катастрофічно не вистачає для відновлення країни, що продемонстровано на графіку зростання обсягів необхідних інвестицій (рис. 2.2).

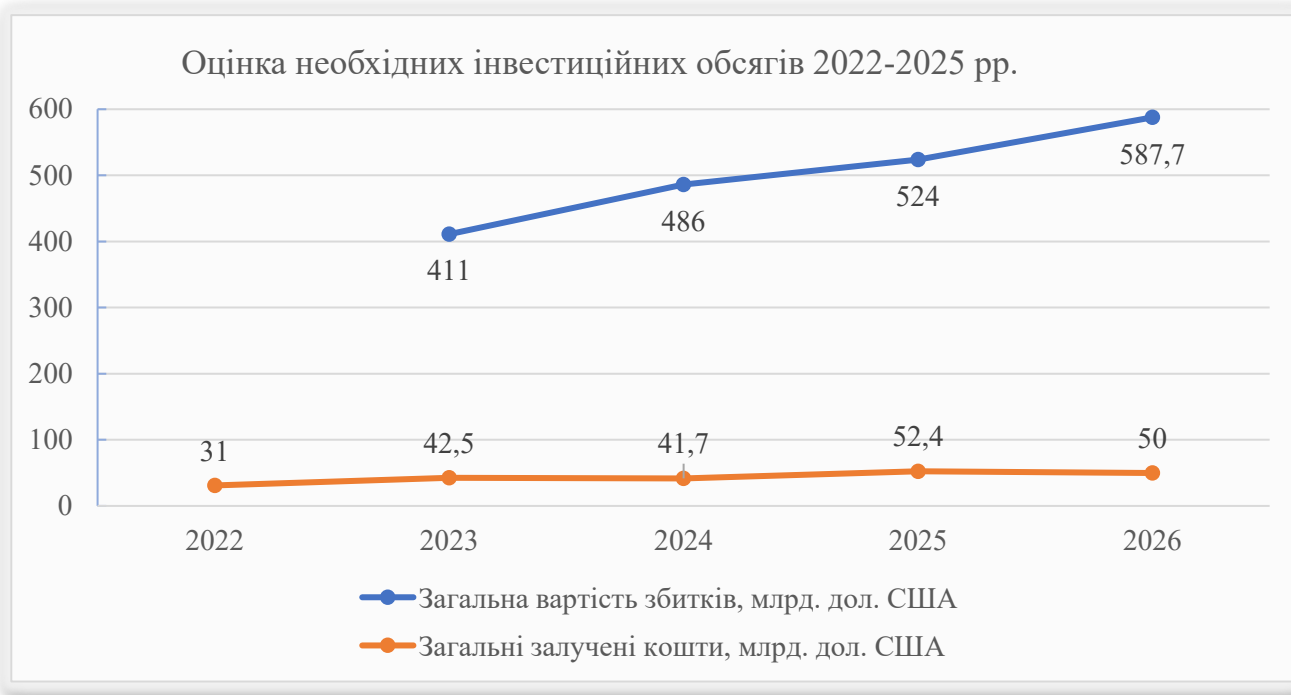


Рис. 2.2. Динаміка залучення інвестиційних коштів на фоні загальної оцінки збитків, завданих військовими діями Україні в період 2020-2025 рр. *Складено автором за даними звітів Світового банку [146-148].*

За даними того ж Світового банку, Європейської Комісії та міжнародних інвестиційних організацій (ООН, ЄБРР) викладеними в звіті Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA), Україна за умови закінчення військових дій та, як слідства, зупинки руйнувань потребуватиме не менше фінансових стимулювань в різних галузях народного господарства – від житлового фонду й інфраструктури до енергетики та промисловості. За прогнозами аналітиків, які ґрунтуються на міжнародній співпраці в рамках створених політично-економічних альянсів та підписаних меморандумів, Україні планується надати протягом десятиліття інвестиційні кошти в обсязі 525-600 млрд. дол. США при потребі вже на 2025 рік в 588 млрд. дол. [148]. Основними донорами виступлять країни Євросоюзу та США. Більш деталізована мапа прогнозованого інвестиційного портфелю представлена на рис. 2.3. Для девелоперських компаній це створює передумови для поступового пожвавлення діяльності, однак рівень інвестиційної активності все ще залишається нижчим від довоєнного потенціалу галузі.

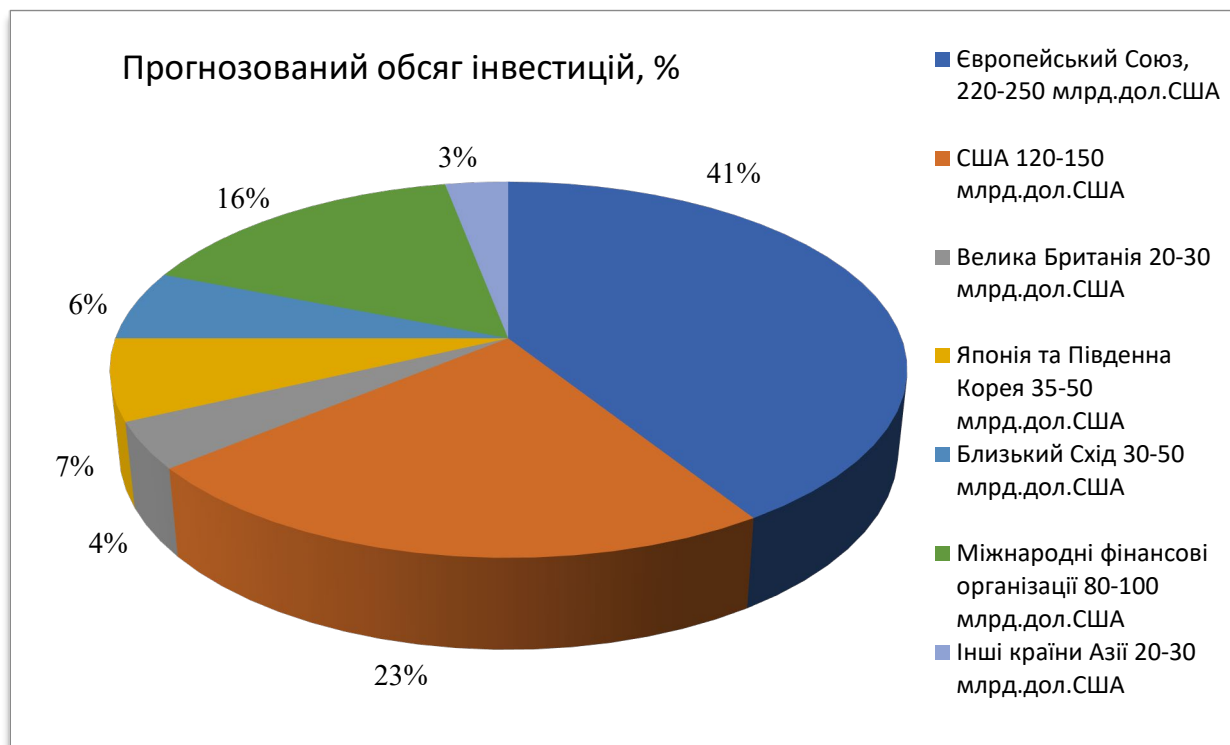


Рис. 2.3. Структурно-кількісний прогноз інвестиційних коштів для України на період 2026-2035 рр. Складено автором за даними [146-148].

В зв'язку з цим стратегію відновлення економіки країни, окремої галузі чи підприємства, а тим паче розвитку й розширення, слід формувати, виходячи з умови недостатності інвестиційних коштів сьогодні та в найближчий перспективі. Тому важливим є визначення перспективного напрямку інвестування в будь-якому секторі економіки.

На підставі міжнародних та урядових звітів, зокрема RDNA4 та RDNA5, встановлено, що найбільші потреби у фінансуванні стосуються сфери житлового будівництва, транспортної інфраструктури, енергетики, промислового виробництва та аграрного сектору. Саме ці галузі визначені міжнародними фінансовими інституціями як пріоритетні напрями майбутніх інвестиційних вкладень. Особливе значення при цьому відводиться будівельному комплексу, який виступає базовою платформою для реалізації проєктів реконструкції та модернізації економіки. У структурі загальних потреб найбільша частка припадає на житловий сектор та інфраструктурні об'єкти, що свідчить про визначальну роль будівельної галузі у процесі післявоєнного відновлення країни.

Особливістю оновленої оцінки є концентрація найбільших потреб саме у секторах, безпосередньо пов'язаних із будівельною діяльністю. За даними міжнародних організацій, найбільші інвестиції в поствоєнний період відбудови направляють на:

- відновлення житлового фонду та соціальної інфраструктури;
- реконструкція транспортної інфраструктури (автомобільних доріг, мостів, залізничних об'єктів, логістичних центрів);
- модернізація та відбудова енергетичної системи;
- реконструкція промислових підприємств;
- розвиток комунальної інфраструктури та систем життєзабезпечення громад.

Аналіз структури майбутніх інвестиційних потреб свідчить про домінування секторів інфраструктури, житлового будівництва та енергетики, що формують понад половину загального обсягу майбутніх інвестиційних потреб країни [147, 148]. Кількісні характеристики інвестиційних потреб наведено в

таблиці 2.3.

Таблиця 2.3

Найбільші потреби у фінансуванні відбудови України за секторами

Сектор	Потреба у фінансуванні, млрд. дол. США
Транспортна інфраструктура	96
Енергетика	91
Житловий фонд	90
Промисловість та бізнес	63
Сільське господарство	55

Джерело: систематизовано автором за даними [147, 148].

Наведені дані демонструють, що найбільші обсяги фінансування мають бути спрямовані на відновлення транспортної інфраструктури, потреби якої оцінюються у 96 млрд. дол. США. Значні руйнування автомобільних доріг, мостів, залізничних вузлів, логістичних центрів та портової інфраструктури обумовлюють необхідність реалізації масштабних інвестиційних проєктів, що потребуватимуть залучення значної кількості будівельних організацій, інжинірингових компаній та девелоперів.

Друге місце за обсягом необхідного фінансування займає енергетичний сектор із потребою 91 млрд. дол. США. Масштабні пошкодження генеруючих потужностей, підстанцій та об'єктів розподільчих мереж вимагають не лише відновлення втрачених потужностей, а й модернізації енергетичної системи відповідно до стандартів Європейського Союзу. У зв'язку з цим значна частина майбутніх інвестицій має бути спрямована на будівництво нових енергетичних об'єктів, реконструкцію існуючої інфраструктури та впровадження енергоефективних технологій.

Особливого значення для будівельної галузі набуває сектор житлового фонду, потреба якого у фінансуванні оцінюється у 90 млрд. дол. США, оскільки мільйони квадратних метрів житла були пошкоджені або повністю зруйновані внаслідок бойових дій. Відповідно, відновлення житлової нерухомості стане

одним із найбільших сегментів ринку для підприємств-девелоперів, будівельних компаній та виробників будівельних матеріалів. Водночас нове житлове будівництво має здійснюватися з урахуванням сучасних вимог щодо енергоефективності, безпеки та інклюзивності.

Сектор промисловості та бізнесу потребує на 2025 р. близько 63 млрд. дол. США інвестицій. Основна частина цих коштів має бути спрямована на реконструкцію виробничих потужностей, індустріальних парків, логістичних центрів та об'єктів комерційної нерухомості. Реалізація відповідних проєктів сприятиме відновленню економічної активності та створенню нових робочих місць.

Потреби аграрного сектору оцінюються у 55 млрд. дол. США. Хоча ці інвестиції переважно спрямовуватимуться на відновлення виробничого потенціалу сільського господарства, значна їх частина також буде пов'язана з будівництвом та реконструкцією елеваторів, складських приміщень, логістичних комплексів та об'єктів аграрної інфраструктури. Відсотково в структурі потреб у фінансуванні відбудови України частка транспортної інфраструктури, енергетики та житлового сектору становить понад 2/3 від усіх потреб, що видно на рис. 2.4.

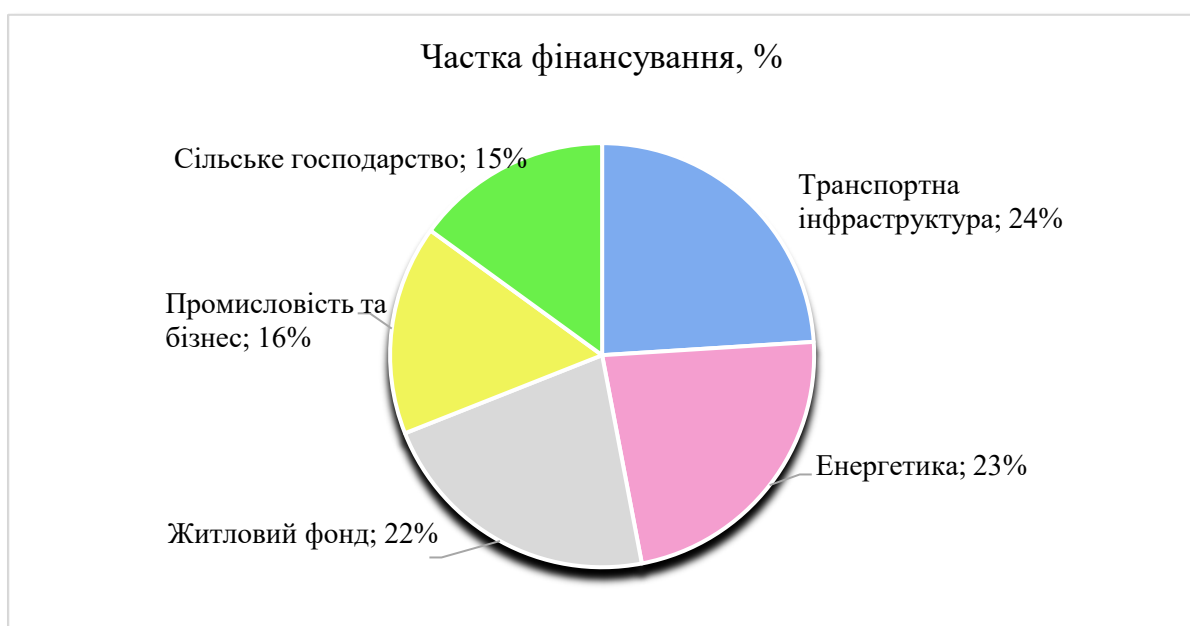


Рис. 2.4. Структура потреб у фінансуванні відбудови України.

Складено автором за даними [147-148].

Структуризація потреб у фінансуванні відбудови України дозволяє зробити висновок, що саме будівельна галузь та суміжні види економічної діяльності стануть основними реципієнтами інвестиційних ресурсів у процесі повоєнного відновлення, а сама Україна стане одним із найбільших інвестиційних проєктів у сучасній Європі. Масштаб майбутніх капіталовкладень, за умови стабільного мирного середовища може створити значні можливості для розвитку будівельної галузі, активізації діяльності підприємств-девелоперів та залучення іноземних інвесторів до реалізації проєктів реконструкції житлової, виробничої та інфраструктурної нерухомості.

Тому виникає необхідність в класифікації інвестиційних проєктів за системою ефективних для девелопера критеріїв. По-перше, наявність прогнозованих обсягів інвестування свідчить про формування довгострокового та масштабного ринку будівельних послуг, який зберігатиме високий рівень попиту протягом щонайменше наступного десятиліття. По-друге, очікується активне залучення міжнародного капіталу через механізми державно-приватного партнерства, міжнародні фінансові програми та інвестиційні фонди розвитку. По-третє, зростатиме потреба у впровадженні сучасних технологій проєктування та будівництва, енергоефективних рішень, цифрових систем управління будівельними проєктами та інноваційних фінансових інструментів. Та позачергово слід визначитись з пріоритетними об'єктами для інвестування в будівництві. Це можуть бути будівлі й споруди стратегічного значення, які гарантовано будуть фінансуватись лише державою та на її вимогах. Або це будуть об'єкти комерційні, інвестування в які передбачають різні форми та, відповідно, й різні строки окупності й прибутковості.

Аналіз структури (рис. 2.4) свідчить, що близько 69 % усіх потреб припадає на транспортну інфраструктуру, енергетику та житловий сектор. Саме ці напрями формують основний попит на будівельні роботи та визначатимуть перспективи розвитку девелоперського бізнесу в Україні протягом наступних років. Підтвердженням цієї тези є те, що сукупний обсяг інвестиційних потреб у

транспортній інфраструктурі, енергетиці та житловому фонді становить понад 277 млрд. дол. США, що фактично формує довгостроковий ринок для будівельних підприємств. Такий обсяг фінансування значно перевищує довоєнні масштаби будівельного ринку України та створює передумови для суттєвого зростання ділової активності підприємств-девелоперів.

Також на основі проведеного аналізу можна виділити такі ключові тенденції розвитку для підприємств-девелоперів будівництва.

1) Переорієнтація на проекти відновлення та реконструкції. В умовах війни відбувається зміна структури попиту на будівельні послуги. Якщо до 2022 року основним напрямом діяльності девелоперів було житлове та комерційне будівництво, то сьогодні пріоритетного значення набувають: реконструкція пошкоджених будівель; відновлення критичної інфраструктури; будівництво тимчасового житла для внутрішньо переміщених осіб; модернізація соціальних об'єктів. За оцінками експертів, лише житловий фонд України потребує відновлення близько 45 млн. м² житла, що створює значний потенціал для розвитку девелоперських компаній протягом наступних років [143].

2) Зростання собівартості будівництва. Суттєвою тенденцією останніх років стало підвищення вартості будівельних робіт внаслідок інфляційних процесів, подорожчання енергоресурсів, зростання цін на будівельні матеріали, порушення логістичних маршрутів, дефіциту кваліфікованої робочої сили. В результаті девелопери змушені переглядати бюджети проєктів та підвищувати ціни на житлову нерухомість. Як наслідок, вартість житла в окремих регіонах протягом вже 2023 року зросла на 30-60%. Так, у Львові середня вартість 1м² збільшилася на 63,1%, у Києві – на 34,4%, у Київській області – на 32,9% [149-150].

3) Зміна структури попиту на нерухомість. Внаслідок масштабної внутрішньої міграції населення попит концентрується переважно у західних та центральних регіонах України. Найбільш привабливими для забудови залишаються Львівська, Закарпатська, Івано-Франківська, Вінницька та Київська області [151-152]. Водночас попит на новобудови залишається істотно нижчим за

довоєнний рівень. Покупці переважно віддають перевагу об'єктам із високим ступенем готовності або вже введеним в експлуатацію будинкам [149]. Лише близько 20% потенційних інвесторів готові вкладати кошти в об'єкти з терміном введення в експлуатацію понад шість місяців.

4) Диверсифікація джерел фінансування. Сучасні умови господарювання змушують девелоперів відмовлятися від традиційної моделі фінансування за рахунок коштів інвесторів-фізичних осіб. Основними джерелами фінансування поступово стають міжнародні фонди та інвестиційні фонди, банківське кредитування, механізми державно-приватного партнерства, спільні інвестиційні проекти. Оптимальною схемою фінансування змішана, адаптована під конкретний проєкт.

На думку експертів світового банку (World Bank Group) та Комісії ООН (United Nations), після завершення активної фази війни відбудова України потребуватиме поєднання державних ресурсів, міжнародної допомоги, коштів міжнародних фінансових організацій та приватних інвестицій. Важливу роль у фінансуванні майбутніх проєктів можуть відігравати інвестиційні фонди, механізми державно-приватного партнерства, гарантійні інструменти та програми страхування воєнних ризиків. Саме тому одним із ключових завдань українських девелоперських компаній є підвищення інвестиційної привабливості та відповідності міжнародним стандартам корпоративного управління. Експерти з Європейської Комісії (European Commission) також наголошують на необхідності забезпечення прозорості використання коштів та впровадження сучасних цифрових технологій управління проєктами.

Проте накопичені проблеми довоєнного періоду – бюрократія і корупційні ризики, та воєнного часу – руйнування інфраструктури й галузевої бази, кадровий дефіцит, відсутність достатнього національного інвестиційного потенціалу, можуть суттєво повпливати на загальний фінансовий клімат. Інвестиційна політика багатьох будівельних підприємств в таких умовах стає реактивною та обмеженою – компанії скорочують інвестиції до мінімуму, спрямовуючи ресурси лише на найнеобхідніше (підтримання вже розпочатих проєктів, ремонт техніки,

забезпечення життєдіяльності підприємства) [137]. Головні детермінанти фінансово-інвестиційної політики девелоперів наведено на рис.2.5.

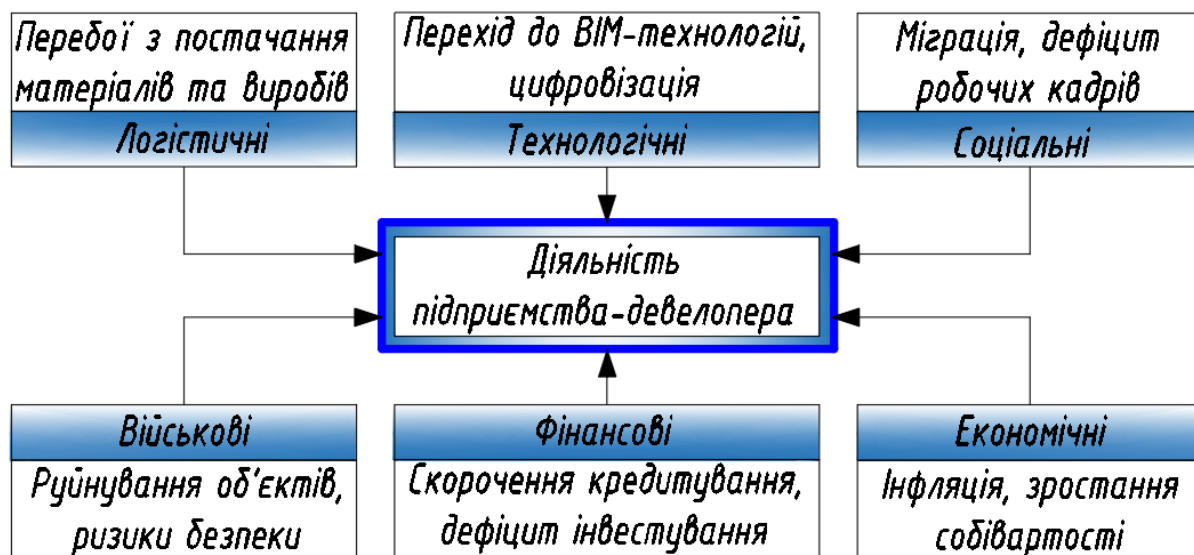


Рис. 2.5. Основні фактори, що впливають на діяльність підприємств-девелоперів.

Джерело: розроблено автором.

Більшість зовнішніх факторів, які впливають на формування та реалізацію стратегії діяльності підприємств-девелоперів України в умовах повоєнної трансформації економіки, доцільно структурувати за такими основними групами (рис. 2.5):

- група *воєнних* факторів – охоплює наслідки збройної агресії, що проявляються у руйнуванні житлових, комерційних та інфраструктурних об'єктів, зростанні ризиків для безпеки працівників і населення, обмеженні доступу до окремих територій та необхідності врахування безпекових вимог під час реалізації девелоперських проєктів. Вплив даної групи факторів визначає пріоритетність відбудови зруйнованих територій та підвищує значення ризик-менеджменту у діяльності підприємств;

- група *фінансових* факторів – пов'язана зі скороченням обсягів банківського кредитування, обмеженим доступом до довгострокових фінансових ресурсів, дефіцитом інвестиційного капіталу та підвищенням вартості залучення коштів. Такі умови ускладнюють реалізацію нових будівельних проєктів і зумовлюють

необхідність пошуку альтернативних джерел фінансування, зокрема міжнародної допомоги та партнерських інвестиційних програм;

- група *економічних* факторів – включає інфляційні процеси, коливання валютного курсу, зростання цін на будівельні матеріали, енергоносії та трудові ресурси. Сукупний вплив цих факторів призводить до збільшення собівартості будівництва, перегляду кошторисів проєктів та необхідності підвищення ефективності використання ресурсів;

- група *логістичних* факторів – характеризується перебоями у постачанні будівельних матеріалів, порушенням транспортних маршрутів, зростанням витрат на перевезення та залежністю від імпортних поставок окремих видів продукції. Логістичні обмеження безпосередньо впливають на строки реалізації будівельних проєктів та рівень їх економічної ефективності;

- група *соціальних* факторів – охоплює процеси внутрішньої міграції населення, зміну демографічної структури регіонів, зростання потреб у житлі для внутрішньо переміщених осіб та трансформацію попиту на об'єкти житлової й комерційної нерухомості. Зазначені тенденції формують нові просторові та функціональні вимоги до девелоперських проєктів;

- група *технологічних* факторів – пов'язана з активним впровадженням цифрових технологій у будівельну галузь, зокрема використанням BIM-технологій (Building Information Modeling), автоматизацією процесів проєктування та управління будівництвом, застосуванням сучасних програмних рішень для контролю ресурсів і моніторингу реалізації проєктів. Вплив цієї групи факторів сприяє підвищенню продуктивності праці, скороченню витрат та покращенню якості управлінських рішень.

Таким чином, сукупний вплив воєнних, фінансових, економічних, логістичних, соціальних та технологічних факторів формує складне зовнішнє середовище функціонування підприємств-девелоперів України, що потребує адаптивного стратегічного управління та впровадження інноваційних підходів до реалізації будівельних проєктів. Для подолання згаданих проблем і стимулювання інвестицій у будівництво необхідні комплексні заходи на

державному та галузевому рівнях. В першу чергу – це державна підтримка та гарантії для інвесторів. Уряд повинен запровадити спеціальні механізми заохочення інвестицій у відбудову та розвиток будівництва. Це може включати державні гарантії по кредитах для будівельних проєктів, страхування воєнних ризиків для інвесторів за участі міжнародних партнерів, податкові пільги для компаній, що інвестують у відновлення зруйнованої інфраструктури та житла.

Поступові кроки в цьому напрямку вживаються: 21 червня 2022 року Верховна Рада України ухвалила Закони України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо створення сприятливих умов для залучення масштабних інвестицій у промислове виробництво», Закон № 2330 (так званий закон про «інвестиційних нянь» для великих інвесторів) [153]. Необхідно розширити сферу його застосування на будівельні проєкти середнього масштабу, спростити критерії отримання державної підтримки та прискорити укладення спеціальних інвестиційних договорів.

Доцільно активізувати використання альтернативних інструментів фінансування будівельних проєктів, зокрема шляхом розвитку інноваційних фінансових механізмів, таких як державно-приватне партнерство [154] (публічно-приватне партнерство), краудфандинг [155], спеціальні інвестиційні фонди. Слід посилити державні гарантії для приватних інвесторів у проєктах публічно-приватного партнерства та забезпечити прозорість процедур їх реалізації з метою стимулювання бізнесу до участі у відбудові країни [137]. Існуюча практика залучення коштів населення у будівництво потребує подальшої інституціоналізації та регулювання – зокрема, посилення довіри вкладників через ефективний державний контроль за діяльністю відповідних фондів і механізмів [156].

Для формування ефективної інноваційної політики у будівництві необхідна комплексна стратегія, яка включатиме вдосконалення законодавства, інституційного середовища та диверсифікацію джерел фінансування – від приватного капіталу до ресурсів міжнародних організацій [137, 156-157]. Удосконалення процедур, пов'язаних із будівництвом (наприклад, отримання

дозволів, приєднання до мереж), має стати пріоритетом державної політики з урахуванням слабких позицій України у рейтингу Doing Business 2020 [158]. Уряд разом із профільними асоціаціями, такими як Конфедерація будівельників України, тощо мають продовжити реформу галузевого регулювання. Пріоритет – мінімізація бюрократії та корупції у дозвільних процедурах. Електронна система дозволів на будівництво повинна повноцінно запрацювати по всій Україні, забезпечуючи прозорість. Необхідно гарантувати захист прав інвесторів і власників: посилити відповідальність забудовників за порушення зобов'язань перед приватними інвесторами, створити дієві механізми добудови проблемних об'єктів. Також доцільно впровадити єдині стандарти і вимоги до відбудови, що спростять погодження проектів з боку різних відомств.

Подальший розвиток підприємств-девелоперів значною мірою залежатиме від темпів післявоєнного відновлення України, масштабів міжнародної фінансової підтримки та стабілізації інвестиційного середовища.

Враховуючи військово-політичні та соціально-економічні аспекти зовнішнього світу, їх активний вплив на Україну, доводиться констатувати, що в прогнозуванні економічного розвитку, яке ґрунтується на класичних теоріях й історичному досвіді поведінки фінансових систем в воєнний та поствоєнний період, вірогідність похибки дуже висока, оскільки проглядається сингулярність явищ, спровокованих розвитком інформаційно-цифрових технологій та падінням світових інституцій стримування. Нарешті, критично важливо покращити інвестиційний імідж України. Для цього уряду слід демонструвати успішні кейси навіть у складний час – наприклад, завершення інфраструктурних об'єктів, відкриття нових виробництв, боротьба з корупцією [137].

Крім зовнішніх факторів, які впливають на ефективність діяльності підприємств-девелоперів, є внутрішні чинники. Один з них – якість управління, яка визначається не лише максимальною оцінкою зовнішнього середовища, але й оперативністю реагування системи управління. З теорії систем відомо, що чим більша система, чим більше вона має зв'язків всередині себе, тим більше чинників буде враховано при обранні оптимального рішення. Проте інформація

в таких системах буде проходити довший шлях, що негативно вплине на швидкість аналізу зібраної інформації, формування стратегії та прийняття остаточного рішення. Тому пропонується розглянути модель прийняття управлінських рішень на основі інтегрального показника фінансово-економічного стану девелоперського проекту за трьома рівнями управління фінансуванням.

2.2. Аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики проєктів будівельного девелопменту

Перехід до змішаного фінансування, обґрунтований у попередньому підрозділі, докорінно змінює сам предмет фінансово-економічного аналізу в девелопменті. Якщо за умов монофінансування (наприклад, виключно за рахунок банківського кредиту або власних коштів забудовника) центральним питанням аналізу залишається прибутковість окремого об'єкта, то за багатоканального залучення ресурсів на перший план виходять зовсім інші запитання: чи узгоджені строки надходження коштів із календарем будівельних витрат, чи не порушуються кредитні ковенанти, чи достатньо ліквідності для безперервності робіт, наскільки структура капіталу проєкту відповідає його стадії та класу житла, що споруджується. Відповіді на ці запитання не можна отримати з допомогою однієї узагальнювальної формули рентабельності. Потрібен цілісний діагностичний інструментарій, який розглядає проєкт девелопменту як систему взаємопов'язаних грошових потоків, прав, зобов'язань і ризиків.

Тому основним завданням під час формування стратегії підприємства-девелопера є розроблення аналітико-методичного базису фінансово-економічної діагностики проєктів будівельного девелопменту, який, на відміну від традиційного опису джерел фінансування, формує впорядковану систему оцінювання за п'ятьма взаємопов'язаними напрямками – структура капіталу та частки окремих каналів (власні кошти, кредити, кошти населення, бюджетні кошти, кошти інституційних інвесторів), ліквідність і достатність грошового потоку, фінансова стійкість, ризики фінансування та відповідність обраної моделі

змішаного фінансування класу житла. Така постановка завдання прямо впливає з обґрунтованого раніше положення про те, що фінансова архітектура є структуроутворюючим елементом стратегії розвитку девелопера [159-162], а отже й об'єктом систематичної діагностики, а не разової оцінки.

Під фінансово-економічною діагностикою проєкту будівельного девелопменту в роботі розуміється процес упорядкованого збирання, оброблення та інтерпретації фінансових, договірних, ринкових і дозвільних даних проєкту з метою визначення його поточного фінансово-економічного стану, виявлення відхилень від планових параметрів і прихованих загроз життєздатності, а також підготовки обґрунтованих рішень щодо коригування структури фінансування, темпів будівництва та портфельних пріоритетів. Від класичної діагностики фінансового стану підприємства цей вид діагностики відрізняється трьома суттєвими ознаками.

По-перше, об'єктом виступає не підприємство загалом, а проєкт як відносно автономний центр генерування грошових потоків, часто відокремлений у формі проєктної компанії або принаймні в системі управлінського обліку [48, с. 26]. По-друге, діагностика є фазово-чутливою: нормальні (прийнятні) значення показників не є сталими, а змінюються залежно від стадії життєвого циклу проєкту, оскільки структура фінансування закономірно трансформується від переважно власного капіталу на передпроєктній стадії до коштів покупців і боргу на будівельній і завершальній стадіях. По-третє, вона є багатоканальною: кожне джерело фінансування привносить власний профіль ризику, обмежень і вимог до розкриття інформації, тому діагностика має оцінювати не лише обсяги, а й сумісність каналів між собою.

Логічну побудову запропонованої діагностичної системи розроблено через чотири складники: вхід (інформаційна база), нормативну рамку (принципи), власне діагностичне ядро (п'ять блоків та механізм їх інтеграції) і вихід (діагностична картка, інтегральний показник, рішення «воріт»). Архітектуру системи фінансово-економічної діагностики унаочнено на рис. 2.6. Вхідними даними діагностики є: кошторисна та бюджетна документація проєкту; графік

фінансування й календарний план будівельно-монтажних робіт; договірна база (кредитні договори та договори забезпечення, договори з управителями фондів фінансування будівництва, інвестиційні договори, попередні договори та договори щодо майнових прав на майбутні об'єкти нерухомості, підрядні контракти); дані управлінського обліку за проєктом; ринкова інформація (динаміка попиту, цін, темпів продажів за класом житла); стан дозвільних процедур і реєстраційних дій [28, 163].

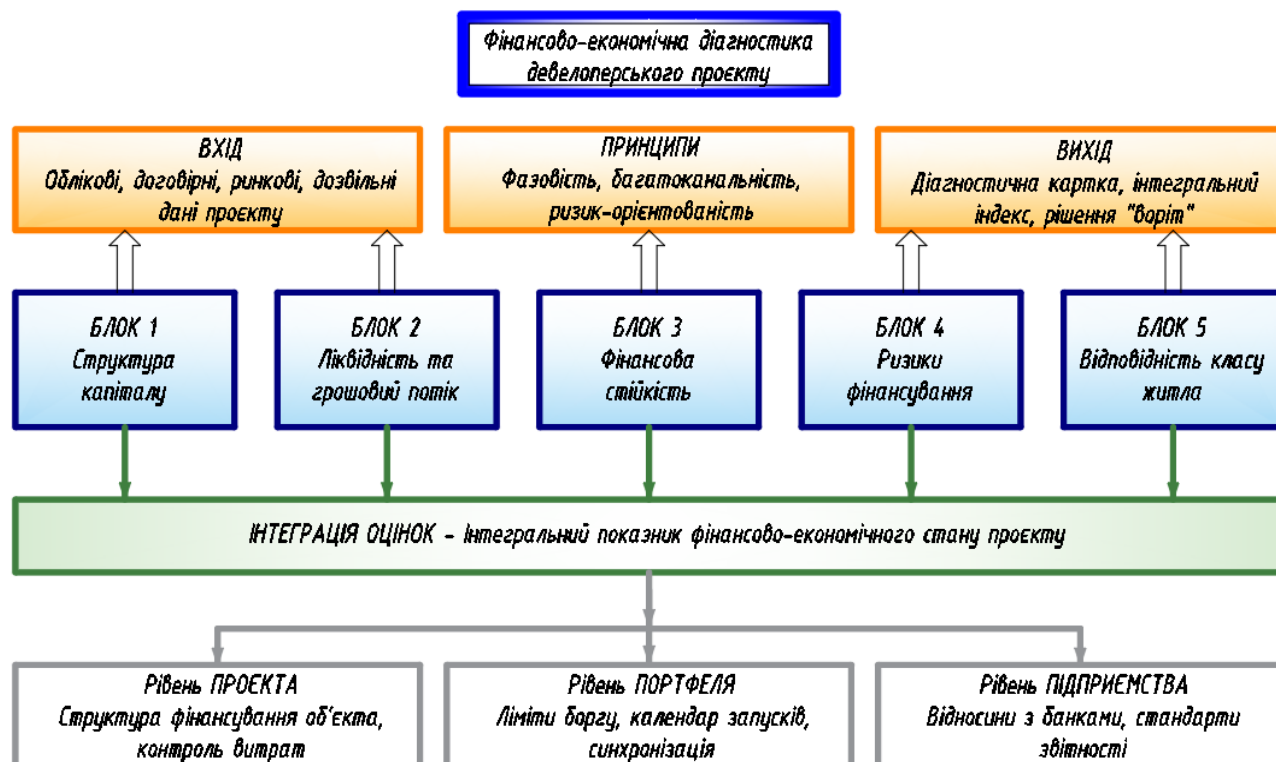


Рис. 2.6. Архітектура системи фінансово-економічної діагностики девелоперського проєкту за умов змішаного фінансування

Джерело: розроблено автором.

Вимога до інформаційної бази – її проєктна відокремленість: показники мають формуватися в розрізі конкретного об'єкта, а не «розчинятися» у консолідованій звітності компанії, інакше діагностика втрачає чутливість до проблем окремого проєкту.

Нормативну рамку діагностики становлять принципи, що визначають спосіб тлумачення показників. Ключовими з них є: принцип фазової відповідності (оцінювання показника здійснюється відносно нормативу, що відповідає поточній

стадії проекту); принцип багатоканальності (структура джерел оцінюється не лише за вартістю, а й за сумісністю строків, валют, забезпечення та правових конструкцій); принцип ризик-орієнтованості (кожен показник доповнюється оцінкою відповідного ризику); принцип суттєвості (діагностичні «ворота» зосереджуються на показниках, відхилення яких здатне зупинити проєкт); принцип своєчасності (діагностика прив'язується до контрольних точок календаря, а не до завершених звітних періодів). Перелічені принципи узгоджуються із засадами стратегічного управління девелопером, систематизованими раніше, й конкретизують їх до рівня вимірюваних процедур [160].

Діагностичне ядро утворюють п'ять блоків.

Блок 1 оцінює структуру капіталу та частки окремих каналів фінансування.

Блок 2 діагностує ліквідність і достатність грошового потоку.

Блок 3 визначає фінансову стійкість проєкту й девелопера.

Блок 4 ідентифікує та вимірює ризики фінансування.

Блок 5 перевіряє відповідність обраної моделі змішаного фінансування класу житла, яке споруджується.

Оцінки блоків зводяться до інтегрального показника фінансово-економічного стану проєкту, який, своєю чергою, обслуговує три рівні управлінських рішень – проєктний, портфельний і рівень підприємства, відповідно до запропонованого розмежування рівнів управління фінансуванням.

Таблиця 2.4

Рівні фінансово-економічної діагностики девелоперського проєкту та відповідні предиктори й цільові показники

Рівень	Об'єкт спостереження	Предиктори та цільові показники
Проектний	Структура фінансування об'єкта, бюджет, грошовий потік	Коефіцієнт покриття потреби у фінансуванні; накопичений і періодичний грошовий потік; величина та тривалість касового розриву; відхилення фактичних витрат від бюджету; частка забезпеченого фінансування до завершення проєкту; відповідність використання коштів їх цільовому призначенню; дотримання графіка фінансування

Продовження табл.2.4

Портфельний	Сукупність проєктів, структура їх фінансування, боргові ліміти, календар запусків	Сукупний дефіцит або профіцит ліквідності портфеля; пікова потреба у фінансуванні; коефіцієнт боргового навантаження; частка власного капіталу, одночасно залученого до проєктів; концентрація фінансування за джерелами, стадіями та об'єктами; резерв ліквідності; відповідність календаря запусків фінансовій спроможності підприємства
Підприємства	Репутаційна політика, фінансовий стан, кредитоспроможність, відносини з банками та інвесторами, прозорість звітності	Вартість залученого капіталу; підтверджений кредитний ліміт; частка доступних, але невикористаних фінансових ресурсів; коефіцієнти ліквідності, фінансової стійкості та покриття боргу; запас до порушення ковенантів; кредитний рейтинг або внутрішня оцінка кредитоспроможності; своєчасність і повнота розкриття інформації; частка завершених у встановлений строк проєктів

Джерело: складено автором на основі [48; 159-160]

Трирівневе подання діагностики має практичне значення: помилки управління фінансуванням у девелопменті найчастіше виникають саме через нехтування одним із рівнів – надмірне боргове навантаження та нецільове використання коштів покупців діагностуються на проєктному рівні, одночасний запуск надмірної кількості об'єктів – на портфельному, а втрата довіри банків та інвесторів – на рівні підприємства. Тому інтегральний показник, що завершує діагностичний цикл, має «розкладатися» назад на ці три рівні, забезпечуючи адресність управлінських рішень.

Власне діагностичний цикл доцільно подати як послідовність шести взаємопов'язаних кроків, що повторюються в кожній контрольній точці життєвого циклу проєкту.

Крок 1. Збирання та верифікація даних. Формується проєктно відокремлений масив фінансових, договірних, ринкових і дозвільних даних; перевіряється їх повнота й узгодженість (зокрема відповідність графіка фінансування календарному плану робіт).

Крок 2. Розрахунок показників за блоками. Обчислюються коефіцієнти структури капіталу, ліквідності, стійкості та скоринговий індекс ризику; визначається відповідність моделі фінансування класу житла.

Крок 3. Зіставлення з еталонами. Значення показників порівнюються з нормативами, відкоригованими за стадією проєкту (принцип фазової відповідності) та класом житла.

Крок 4. Інтеграція оцінок. Блокові оцінки нормуються й згортаються в інтегральний показник із урахуванням ваг, диференційованих за стадією, та коригувального впливу ризиків.

Крок 5. Формування діагностичної картки та рішення «воріт». Результати агрегуються у компактну картку; визначається зона (зелена / жовта / червона) і відповідне рішення щодо переходу на наступну стадію.

Крок 6. Моніторинг і повторна діагностика. Встановлюються тригери коригування (відхилення бюджету чи графіка, зміна вартості фінансування, падіння темпів продажів, регуляторні зміни), за настанням яких діагностичний цикл запускається повторно.

Для визначення інтегрального показника більш детально слід розглянути механізми функціонування діагностичних блоків.

Блок 1. Діагностика структури капіталу та часток джерел фінансування

Структура капіталу є відправною точкою діагностики, оскільки саме вона визначає вартість фінансування, розподіл ризиків і допустимі темпи реалізації проєкту. У межах змішаного фінансування доцільно виокремлювати п'ять базових каналів, кожен із яких має власну економічну природу та діагностичні маркери: власні кошти девелопера; банківські кредити та інші боргові інструменти; кошти населення (покупців) у формах попередніх договорів, договорів щодо майнових прав, участі у фондах фінансування будівництва; бюджетні кошти (державні та місцеві програми, компенсації, державна підтримка попиту через іпотеку); кошти інституційних інвесторів (інститути спільного інвестування, фонди операцій з нерухомістю, партнерське й пайове фінансування) [99; 156; 163; 29].

Власні кошти девелопера – статутний капітал, нерозподілений прибуток, кошти материнських структур – виконують у змішаній моделі роль «несучого каркаса». Саме вони фінансують найризикованішу передінвестиційну стадію, коли проєкт ще не має ані дозвільної документації, ані продажів, а тому

недоступний ні для банку, ні для покупця. Діагностичний сенс цього каналу подвійний: з одного боку, достатня частка власного капіталу на старті є сигналом фінансової спроможності та готовності девелопера розділити ризик; з іншого – надмірне «застрягання» власних коштів на пізніх стадіях свідчить про невміння залучити дешевші джерела й знижує рентабельність власного капіталу. Тому в діагностиці частка власних коштів аналізується не як константа, а як спадна в часі величина, що поступається місцем боргу та коштам покупців у міру зниження проєктного ризику [163].

Банківський кредит та інші боргові інструменти є найбільш «дисциплінуючим» каналом. Його доступність прямо залежить від інституційної зрілості девелопера, якості застави та підтвердженого попиту, а супровідні ковенанти (обмеження на співвідношення боргу й власного капіталу, цільове використання траншів, графіки погашення) фактично нав'язують компанії зовнішній контур фінансової дисципліни. Діагностичні маркери цього каналу – вартість обслуговування боргу, відповідність графіка погашення графіку надходжень від продажів, наявність валютної складової. Оскільки в українській макроструктурі частка кредиту тривалий час утримується в межах 4-5 % і лише поступово зростає, для девелопера борг не є дешевим масовим ресурсом «за замовчуванням»; його залучення розглядається радше як структурований важіль, що вмикається після підтвердження попиту й отримання дозволів [164].

Кошти населення (покупців) – найспецифічніший канал змішаного фінансування житла. Економічно це безпроцентний, але юридично й репутаційно «дорогий» ресурс: залучаючи кошти на ранніх стадіях, девелопер фактично переносить частину будівельного ризику на покупця, а отже бере на себе підвищені правові зобов'язання щодо строків і якості. Діагностика цього каналу вимагає одночасного контролю двох параметрів – обсягу залучених коштів і стадії, на якій вони залучаються. Помірне нарощування коштів покупців у міру зростання будівельної готовності прискорює оборотність капіталу та знижує потребу в борзі; натомість агресивний продаж «на котловані» до отримання

дозволів різко підвищує правовий і репутаційний ризик, особливо за умов перегляду регулювання обороту майбутніх об'єктів нерухомості [17; 28].

Бюджетний канал у житловому девелопменті діє переважно опосередковано. Пряме бюджетне фінансування будівництва комерційного житла є радше винятком; натомість держава та місцева влада системно впливають на платоспроможний попит – через програми доступної іпотеки, компенсації частини відсоткової ставки, підтримку окремих категорій покупців. Через це бюджетний канал у діагностиці враховується не як самостійне джерело капіталу проєкту, а як чинник, що прискорює реалізацію квартир і, відповідно, оборотність коштів покупців. Найвиразніший приклад – програма «єОселя», яка дедалі більше переорієнтовується на первинний ринок і фактично робить частину попиту на новобудови залежною від параметрів державної підтримки [165].

Кошти інституційних інвесторів – інститути спільного інвестування, фонди операцій з нерухомістю, партнерське й пайове фінансування – залишаються в Україні найменш розвиненим, але стратегічно найперспективнішим каналом. Їхня перевага для девелопера полягає в «терплячості» капіталу: інституційний інвестор орієнтований на середньо- та довгострокову дохідність і готовий розділити проєктний ризик, не вимагаючи, на відміну від покупця, негайної передачі готового об'єкта. Діагностичний маркер цього каналу – наявність структурованих угод спільного фінансування та частка проєкту, покрита «терплячими» грошима. Низька частка інституційних коштів у структурі сигналізує про обмежений доступ девелопера до ринку капіталу й підвищену залежність від коштів покупців, що для вищих класів житла є самостійним фактором ризику [29; 156].

Щоб обґрунтувати орієнтовні діагностичні нормативи часток, доцільно спершу розглянути фактичну макроструктуру джерел фінансування капітальних інвестицій в Україні, яка задає зовнішній контекст для будь-якого окремого проєкту. За даними Державної служби статистики України, обсяг капітальних інвестицій у 2025 році становив 669,3 млрд. грн., що на 25,2 % більше, ніж роком раніше; при цьому головним джерелом залишалися власні кошти підприємств та

організацій – 71,2 % загального обсягу, тоді як частка коштів державного бюджету дорівнювала 7,0 %, місцевих бюджетів – 6,4 %, коштів населення на будівництво житла – 5,7 %, банківських кредитів та інших позик – 5,1 %, а коштів іноземних інвесторів – лише 0,1 % [164]. Динаміку цієї структури за останні періоди наведено в таблиці 2.5.

Таблиця 2.5

**Структура капітальних інвестицій в Україні за джерелами
фінансування, % загального обсягу**

Джерело фінансування	2020 р.	2021 р.	2023 р.	2024 р.	2025 р.
Власні кошти підприємств та організацій	66,5	68,6	71,0	71,0	71,2
Кошти державного бюджету	8,7	10,0	11,6	10,9	9,8
Кошти місцевих бюджетів	10,4	10,7	5,8	5,7	3,6
Кошти населення на будівництво житла	4,9	5,4	6,1	6,1	5,7
Банківські кредити та інші позики	6,7	5,0	3,8	3,8	5,1
Кошти іноземних інвесторів	0,5	0,5	0,2	0,1	0,3
Інші джерела	2,3	0,1	1,5	2,4	4,3

Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України [164, 166]

Наведені дані висвітлюють дві важливі для діагностики обставини. По-перше, банківський кредит відіграє в українському інвестиційному процесі помітно меншу роль, ніж у країнах з розвиненими ринками проєктного фінансування: його частка коливається в межах 4-5 % і лише поступово зростає. Це означає, що для девелопера борг не є «дешевим за замовчуванням» масовим ресурсом, а структурованим інструментом, доступність якого критично залежить від інституційної надійності компанії. По-друге, кошти населення на будівництво житла стабільно тримаються близько 6 %, що в абсолютному вимірі робить їх співмірними з банківським кредитуванням; саме тому коректна діагностика частки й режиму використання коштів покупців є для девелопера не другорядним, а одним із центральних завдань [163; 17].

Окремої уваги потребує бюджетний канал. Хоча в макроструктурі держбюджет і місцеві бюджети разом дають близько 13% інвестицій, для

житлового девелопменту вони впливають переважно не як пряме фінансування будівництва, а опосередковано – через підтримку платоспроможного попиту. Найвиразнішим прикладом є державна програма доступної іпотеки «єОселя»: за 2025 рік банки-партнери видали за нею близько 7,8 тис. кредитів на суму майже 15 млрд. грн., причому на іпотеку загалом припало близько 94% усього іпотечного кредитування, а програма дедалі більше переорієнтовувалася на первинний ринок – у першому півріччі 2025 року майже 60% угод стосувалися квартир у новобудовах [165]. Для девелопера це означає, що бюджетний канал у діагностиці слід враховувати як чинник прискорення оборотності коштів покупців, а не як самостійне джерело капіталу проекту. Проте слід зазначити й причини, які гальмують оборотність коштів, зокрема й залучення державних донорських програм. Однією з головних стала зміна нормативно-дозвільної бази в будівництві, зокрема початок дії з 1 листопада 2023 року ДБН В.2.2-5:2023 «Захисні споруди цивільного захисту», за вимогами п. 6.18 якого «Загальна місткість захисних споруд та СПП житлових будинків визначається можливістю укриття 100 % розрахункової кількості осіб, що постійно перебувають на об'єкті». Через цю вимогу виникли затримки або замороження введення в експлуатацію переважної кількості житлових будинків, будівництво яких було розпочато до 1.11.2023 р. В зв'язку з цим частина забудовників вимушені були підвищувати вартість продукції та корегувати строки будівництва (без врахування періоду введення в експлуатацію). Однак змін в попиті суттєво не відбулось через низку причин: збільшення вартості 1м² здебільшого стосувалось нереалізованого до 1.11.2023 р. житла, але наявність укриття в будинку робить його більш привабливим з точки зору безпеки проживання в військовий час. Тому відбулась компенсація і вирівнювання попиту серед населення.

Для кількісної діагностики структури капіталу проекту запропоновано систему показників, наведену в таблиці 2.6. Кожен показник супроводжується орієнтовним діагностичним діапазоном, який, відповідно до принципу фазової відповідності, тлумачиться з огляду на стадію проекту.

Таблиця 2.6

Показники діагностики структури капіталу девелоперського проєкту

Показник	Формула / зміст	Діагностичне тлумачення
Коефіцієнт автономії проєкту (K_a)	Власний капітал / загальний капітал проєкту	$\geq 0,2-0,3$ на передпроектній стадії як «якір» довіри; може знижуватися на будівельній стадії за належного забезпечення
Частка коштів покупців ($\mathcal{C}_n$)	Кошти населення / загальний капітал проєкту	Помірне зростання прискорює оборот; надмірна частка підвищує правові та репутаційні ризики при затримках [17]
Частка боргу ($\mathcal{C}_b$)	Банківські кредити та позики / загальний капітал	Контролюється через ковенанти; зростання виправдане після підтвердження попиту й отримання дозволів
Коефіцієнт фінансового важеля ($K_{фв}$)	Позиковий капітал / власний капітал	Зростання підсилює масштаб, але збільшує чутливість до процентних і валютних шоків [163]
Індекс диверсифікації джерел (ННІ)	Сума квадратів часток усіх каналів	Чим ближче до 1 – тим вища концентрація на одному джерелі та залежність від нього; нижчі значення свідчать про диверсифікацію

Джерело: розроблено автором

Особливе значення для діагностики змішаного фінансування має *індекс диверсифікації джерел*, побудований за логікою індексу концентрації Герфіндаля-Гіршмана. Він обчислюється як сума квадратів часток усіх каналів фінансування в загальному капіталі проєкту: $ННІ = \sum (\text{частка каналу})^2$. Значення, близькі до одиниці, означають, що проєкт майже повністю спирається на одне джерело (наприклад, лише на кошти покупців), а отже надзвичайно вразливий до шоку саме в цьому каналі – падіння продажів, зміни регулювання обороту майбутніх об'єктів нерухомості або відкликання кредитної лінії. Натомість нижчі значення індексу свідчать про збалансовану структуру, у якій просідання одного каналу може бути компенсоване іншими. Цей показник прямо операціоналізує принцип фінансової збалансованості [161].

Діагностика структури капіталу не зводиться до фіксації часток на певну дату. Її головна цінність – у відстеженні траєкторії часток у часі та зіставленні цієї траєкторії з еталонною для відповідного класу житла (Блок 5). Якщо, наприклад, на завершальній стадії частка власного капіталу залишається аномально високою, це може свідчити про «заморожування» коштів девелопера й неефективне

використання важеля; якщо ж частка коштів покупців різко зростає ще до отримання дозволів, діагностика має сигналізувати про підвищений правовий ризик [28; 163].

Блок 2. Діагностика ліквідності та достатності грошового потоку

Друга група показників відповідає на запитання, яке для девелопера є чи не найгострішим: чи вистачить коштів, щоб не зупинити будівництво. Специфіка девелоперського грошового потоку полягає в його різкій нерівномірності – витрати концентруються на будівельній стадії, тоді як надходження від продажів і боргового фінансування розподілені в часі та залежать від ринкової кон'юнктури й виконання ковенантів. Саме розрив між цими двома кривими породжує ризик касового розриву, який у девелопменті є основною причиною появи об'єктів незавершеного будівництва [159; 163]. Для діагностики ліквідності проєкту запропоновано показники, наведені в таблиці 2.7.

Таблиця 2.7

Показники діагностики ліквідності та достатності грошового потоку проєкту

Показник	Економічний зміст	Орієнтир
Коефіцієнт покриття будівельних витрат попередніми продажами ($K_{пп}$)	Законтраговані надходження від покупців / залишкові будівельні витрати	Зростання знижує потребу в борзі та ризик незавершення; критично низькі значення – сигнал тривоги
Коефіцієнт обслуговування боргу (DSCR)	Чистий операційний грошовий потік / платежі з обслуговування боргу за період	$\geq 1,2$ – прийнятний запас; $< 1,0$ – недостатність для обслуговування боргу
Запас ліквідності (резерв)	Доступні ліквідні кошти й невибрані ліміти / середньомісячні будівельні витрати	Бажано покриття щонайменше кількох місяців безперервного будівництва
Коефіцієнт поточної ліквідності ($K_{пл}$)	Оборотні активи проєкту / поточні зобов'язання	1,5–2,5 – зона комфорту; нижчі значення підвищують ризик неплатежів підрядникам
Тривалість касового покриття (днів)	Період, протягом якого проєкт фінансує витрати без нових надходжень	Менша тривалість – вища вразливість до затримок продажів чи фінансування

Джерело: розроблено автором з використанням підходів фінансового аналізу проєктів [48; 167]

Центральним серед них є коефіцієнт покриття будівельних витрат попередніми продажами, що відображає, якою мірою потреба у фінансуванні робіт уже забезпечена законтракованими надходженнями від покупців, а отже зменшує залежність від боргу. Діагностика ліквідності тісно пов'язана з правилом пріоритетності платежів: за дефіциту коштів першочергово фінансуються витрати, що гарантують безперервність будівництва та дотримання вимог безпеки, далі – обслуговування боргу й зобов'язань перед інвесторами, і лише потім – інвестиції в нові проєкти портфеля. Тому показники цього блоку доцільно діагностувати не лише за фактом, а й у прогностичному режимі – на основі платіжного календаря проєкту, що дає змогу виявити майбутній касовий розрив завчасно, до його настання, і вчасно ввести в дію тригери коригування (рефінансування, перегляд темпів будівництва, зміна частки попередніх продажів).

Важливо, що коефіцієнт покриття витрат попередніми продажами має тлумачитися з урахуванням класу житла. У сегментах «економ» і «комфорт»-класу, де темпи продажів зазвичай вищі, а одиничний чек нижчий, цей коефіцієнт природно нарощується швидше й може стати основним джерелом фінансування будівельної стадії. У «бізнес» і «преміум»-сегментах продажі частіше зміщені до пізніших стадій готовності, тому покриття будівельних витрат попередніми продажами є меншим, а роль власного капіталу й боргу – більшою. Ця залежність деталізується в Блоці 5.

Блок 3. Діагностика фінансової стійкості

Якщо ліквідність характеризує здатність проєкту виконувати поточні платежі, то фінансова стійкість відображає його спроможність зберігати життєздатність у довшій перспективі та витримувати несприятливі зміни середовища – подорожчання будівельних матеріалів, зростання вартості фінансування, уповільнення продажів. Для девелопера зі змішаним фінансуванням стійкість має подвійну природу: вона стосується як окремого проєкту, так і компанії-девелопера, оскільки саме інституційна надійність компанії визначає доступність і вартість залучення ресурсів для нових об'єктів

портфеля [159].

Базовий набір показників фінансової стійкості наведено в таблиці 2.8. Він поєднує класичні коефіцієнти структури капіталу з показниками, адаптованими до проєктної специфіки девелопменту.

Таблиця 2.8

Показники діагностики фінансової стійкості проєкту та девелопера

Показник	Зміст	Орієнтовний норматив
Коефіцієнт фінансової стійкості	(Власний капітал + довгострокові зобов'язання) / сукупний капітал	$\geq 0,6$ свідчить про опору на стабільні джерела
Коефіцієнт забезпеченості власними коштами	Власні оборотні кошти / оборотні активи	$\geq 0,1$ – мінімально прийнятний рівень
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	Власні оборотні кошти / власний капітал	Помірні значення; занадто низькі вказують на «заморожування» капіталу
Коефіцієнт покриття відсотків	Операційний результат / процентні платежі	$\geq 1,5-2,0$ для прийнятного запасу міцності
Рівень незавершеного будівництва в активах	Незавершене будівництво / сукупні активи	Високі значення підвищують ризик у разі зупинки проєкту [137]

Джерело: розроблено автором

Для отримання згорнутої оцінки ймовірності фінансової неспроможності в діагностиці доцільно застосовувати інтегральні дискримінантні моделі, передусім класичну модель *Z-рахунку Альтмана*, яка поєднує показники ліквідності, рентабельності, фінансового важеля та оборотності в єдиному індексі [168]. Водночас пряме перенесення оригінальної моделі на девелоперський проєкт є некоректним рішенням: тривалий інвестиційний цикл, значна частка незавершеного будівництва в активах і специфіка визнання доходу спотворюють низку коефіцієнтів. Тому в роботі модель Альтмана розглядається не як остаточний вердикт, а як один із вхідних сигналів інтегральної діагностики, що обов'язково доповнюється проєктно-специфічними показниками покриття будівельних витрат і коефіцієнтом обслуговування боргу. Такий комбінований підхід дає змогу уникнути як хибної тривоги (коли формальне значення *Z* занижене через велику частку незавершеного будівництва на піку будівельної стадії), так і хибного спокою (коли проєкт формально прибутковий, але має

критичний касовий розрив).

Принциповим для девелопменту є врахування фазової динаміки стійкості. Структура фінансування проєкту закономірно змінюється з переходом між стадіями: чим вища невизначеність (земля, дозволи, проєктування), тим виправданішими є власний капітал, партнерські внески й умовно-поворотні ресурси; зі зростанням визначеності (отримані дозволи, підтверджений попит) розширюється боргове фінансування й залучення коштів покупців на структурованих умовах [167]. Цю закономірність – принцип фазової відповідності – унаочнено на рис. 2.7; вона є нормативною основою для тлумачення показників усіх попередніх блоків.

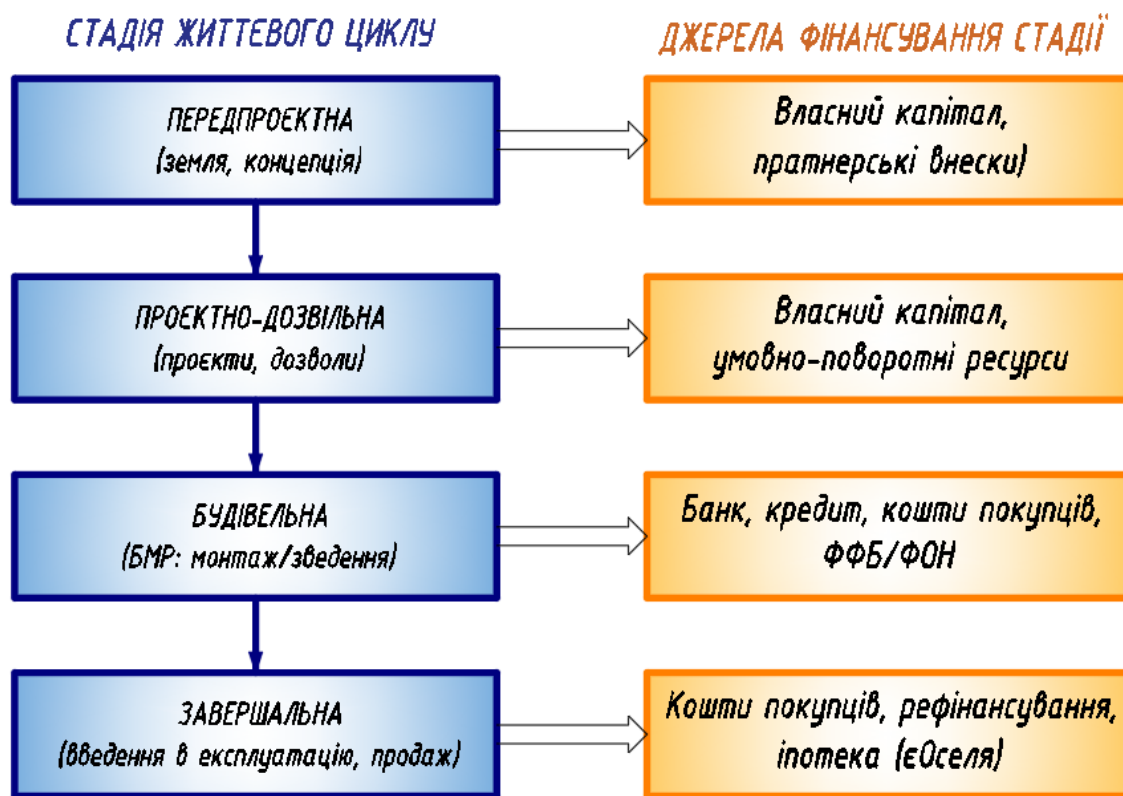


Рис. 2.7. Фазова відповідність структури фінансування ризиковості стадії життєвого циклу девелоперського проєкту

Джерело: складено автором на основі [48; 167]

Діагностичний висновок цього блоку формулюється не як «стійкий / нестійкий», а як характеристика відповідності фактичної структури капіталу фазовому еталону: відхилення в бік надмірного боргу на ранніх стадіях сигналізує про підвищений ризик, тоді як надмірна обережність на пізніх стадіях

– про втрату ринкових можливостей і неефективне використання важеля. Обидва відхилення є типовими помилками управління фінансуванням, ідентифікованими в роботі раніше.

Блок 4. Діагностика ризиків фінансування

Четвертий блок переводить якісне розуміння ризиків девелопменту у вимірювану оцінку. Ризики проєкту зручно групувати за джерелом виникнення: правові (дозвільні процедури, реєстраційні дії, оборот прав на майбутні об'єкти нерухомості), фінансові (процентні, валютні, ризик ліквідності, порушення ковенантів), будівельні (кошторисні відхилення, затримки, недобросовісність підрядників), ринкові (падіння попиту, конкуренція, зміна цін), репутаційні (втрата довіри покупців та інвесторів). Така класифікація узгоджується з переліком факторів, які впливають на діяльність підприємств-девелоперів, обґрунтованим у підрозділі 2.1 на рис. 2.5 [48; 163].

Орієнтовну карту ключових ризиків фінансування девелоперського проєкту наведено в таблиці 2.9.

Таблиця 2.9

Карта ключових ризиків фінансування девелоперського проєкту

Ризик	Імовірність	Вплив	Діагностичний маркер
Касовий розрив на будівельній стадії	Середня	Високий	Зниження тривалості касового покриття, $K_{m} < \text{орієнтиру}$
Порушення кредитних ковенантів	Середня	Високий	DSCR наближається до 1,0; зростання фінансового важеля
Уповільнення темпів продажів	Висока	Високий	Відставання фактичних продажів від плану за класом житла
Правовий ризик обороту майбутніх об'єктів	Середня	Високий	Залучення коштів покупців до отримання дозволів [163]
Кошторисні відхилення (подорожчання БМР)	Висока	Середній	Перевитрата бюджету проєкту, зростання собівартості
Процентний / валютний ризик боргу	Середня	Середній	Висока частка валютного боргу, плаваюча ставка
Репутаційний ризик	Низька	Високий	Затримки введення, негативна комунікація з покупцями

Джерело: розроблено автором на основі [17; 48; 163]

Для діагностики кожен ризик оцінюється за двома вимірами – імовірністю настання та силою впливу на грошовий потік проєкту – з подальшим зведенням до карти ризиків.

Для згортання карти ризиків у єдину оцінку пропонується *скоринговий індекс ризику фінансування* проєкту, що обчислюється як зважена сума добутоків бальних оцінок імовірності та впливу за кожним ризиком:

$$R = \Sigma (\text{вага ризику} \times \text{бал імовірності} \times \text{бал впливу}).$$

Бальні оцінки задаються за порядковою шкалою (наприклад, від 1 до 3 для «низький / середній / високий»), а ваги відображають відносну значущість ризику для конкретного класу житла та стадії проєкту. Отриманий індекс нормується й переводиться у три зони – прийнятну, підвищену та критичну, – кожній з яких відповідає визначений набір управлінських дій: від звичайного моніторингу до обов'язкового перегляду структури фінансування або призупинення переходу на наступну стадію через механізм «воріт». Такий підхід робить ризик-орієнтованість, як принцип, операційно вимірюваною.

Принципово, що скоринговий індекс ризику не використовується ізольовано: він входить до інтегрального діагностичного показника поряд з оцінками структури капіталу, ліквідності та стійкості. Це відповідає логіці, за якою правові ризики в девелопменті трансформуються у фінансові – затримки, штрафи, блокування реєстраційних дій і втрата довіри безпосередньо позначаються на грошовому потоці [17]. Отже, висока оцінка правового ризику має «штрафувати» інтегральний показник навіть за формально прийнятних фінансових коефіцієнтів.

Блок 5. Методичний підхід до вибору моделі змішаного фінансування залежно від класу житла

П'ятий блок є вузловим для всього аналітико-методичного базису, оскільки саме він перетворює діагностику з констатації стану на інструмент обґрунтованого вибору. Його вихідна теза проста: оптимальна структура змішаного фінансування не є універсальною – вона істотно залежить від класу житла, що споруджується, бо клас визначає профіль попиту, платоспроможність

покупців, доступність іпотечної підтримки, темп і часовий розподіл продажів, а отже й здатність проєкту фінансуватися коштами покупців порівняно з власним капіталом і боргом.

2.3. Ринково-конкурентна діагностика та емпіричне обґрунтування стратегічного позиціювання і фінансування підприємства-девелопера на ринку житлової нерухомості

Сформований у підрозділі 2.2 аналітико-методичний базис визначає склад показників, рівні спостереження та логіку фінансово-економічної діагностики девелоперського проєкту. Наступним етапом дослідження є перевірка того, як ринкове позиціювання житлового продукту трансформується у параметри попиту, продажів і фінансового забезпечення. Для цього необхідно перейти від загальних характеристик галузі до порівняльного аналізу конкретних сегментів, конкурентних об'єктів і проєктної концепції. Такий перехід дає змогу визначити емпіричні передумови вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера, не підмінюючи аналітичний висновок заздалегідь заданою моделлю фінансування.

Ринок житлової нерухомості формує для девелопера систему взаємопов'язаних обмежень. Продуктова концепція визначає необхідний рівень капітальних витрат, одиничний чек і тривалість реалізації; локація впливає на місткість цільового сегмента та допустиму цінову премію; репутація підприємства визначає готовність покупців укласти договори на ранніх стадіях; темп продажів формує календар надходжень, від якого залежить потреба у власному, борговому та партнерському капіталі. У професійному девелопменті ринкова, продуктова і фінансова складові розглядаються як єдина система прийняття рішень, оскільки зміна однієї з них коригує бюджет, строки, ризики та інвестиційну привабливість проєкту [89].

В Україні поділ житла на класи не закріплено на законодавчому рівні: жорстко регламентується нормативними документами лише соціальне житло, тоді як галузева класифікація формувалася професійними об'єднаннями забудовників. Найпоширенішим є чотирикласовий поділ – «економ», «комфорт»,

«бізнес» і «преміум» (з проміжними сегментами «комфорт плюс» і «бізнес плюс»), запропонований у межах галузевих ініціатив будівельних об'єднань [169]. Через відсутність законодавчого закріплення межі класів залишаються розмитими, що, по-перше, відкриває простір для маніпуляцій із позиціонуванням, а по-друге, робить діагностику класу самотійним аналітичним завданням, а не формальною довідкою з рекламних матеріалів забудовника.

Клас житла у цій системі виконує функцію узагальненого параметра позиціонування. Він відображає не формальну назву сегмента, а поєднання локаційних, технічних, інфраструктурних, сервісних і репутаційних характеристик, за які покупець готовий сплачувати певну ціну. У територіальному вимірі клас також задає характер взаємодії об'єкта з міською або приміською інфраструктурою, транспортною доступністю, природним середовищем та перспективами розвитку території [89]. Отже, однакова назва класу не гарантує однакової економічної природи продукту: міський багатоквартирний комплекс, заміський малоповерховий об'єкт і котеджне містечко можуть мати різні структури собівартості, канали формування цінової премії та графіки реалізації.

Для цілей фінансово-економічної діагностики клас житла доцільно характеризувати не маркетинговими ознаками, а сукупністю фінансово значущих параметрів: рівнем ціни квадратного метра та одиничного чека, профілем платоспроможності цільового покупця, доступністю для нього іпотечного фінансування, типовим темпом продажів, часовим розподілом надходжень за стадіями готовності, чутливістю попиту до зміни ціни й обсягом витрат на підтримання заявленої якості. Такий підхід узгоджується з положенням про класозалежний характер структури змішаного фінансування: розширення цінового сегмента підвищує потенційну частку коштів покупців, тоді як звуження попиту й зростання вимог до продукту збільшують потребу у початковому капіталі та фінансовому резерві [98–100]. Узагальнену характеристику класів наведено в табл. 2.10. Наведена характеристика показує, що клас об'єкта одночасно задає дохідну й витратну сторони девелоперського проекту. Перехід до вищого класу потенційно збільшує ціну реалізації, проте потребує дорожчої

ділянки або виразнішої природної переваги, складніших архітектурних рішень, якіснішого благоустрою, більшої кількості паркомісць, автономних інженерних систем і професійного сервісу.

Таблиця 2.10

Фінансово значущі характеристики класів житла для ринково-конкурентної діагностики

Клас	Профіль попиту та платоспроможності	Ціна й одиничний чек	Темп продажів і розподіл надходжень	Вимоги до продукту	Наслідок для фінансування
Економ	Широкий, максимально чутливий до ціни; значна залежність від доступності іпотеки та розстрочки	Найнижчі в сегментації; обмежений резерв для перенесення зростання витрат у ціну	Відносно високий; значна частина продажів можлива на ранніх стадіях	Функціональність, базова інфраструктура, мінімізація експлуатаційних витрат	Вища потенційна роль коштів покупців; критична залежність від масового попиту та безперервності продажів
Комфорт	Масовий середній сегмент; орієнтація на співвідношення ціни, якості та щомісячних витрат	Помірні; покупець оцінює загальний чек і витрати на подальше утримання	Стабільний за конкурентної ціни; надходження розподіляються від ранньої до завершальної стадії	Якісна територія, транспорт, паркінг, базовий сервіс, зручні планування	Можливе збалансування власного капіталу, боргу й коштів покупців; потрібен резерв на уповільнення продажів
Бізнес	Вищий за середній дохід; підвищена вимогливість до локації, архітектури, приватності та сервісу	Високі; рішення довше порівнюється з альтернативами, але допускає цінову премію за підтверджену якість	Помірний; значна частина покупців очікує вищої будівельної готовності	Висока якість матеріалів, достатній паркінг, керована інфраструктура, сервіс і репутація	Зростає потреба у власному, борговому й партнерському капіталі до відкриття достатнього потоку продажів
Преміум	Вузький сегмент із високим доходом; статусні, інвестиційні та приватні мотиви купівлі	Найвищі; ціна залежить від унікальності, бренду, дефіцитності локації та конфіденційності	Низький у кількісному вимірі; продажі часто зміщені до пізніх стадій або завершеного об'єкта	Унікальна архітектура, високий сервіс, приватність, виняткова локація й індивідуалізація	Переважна роль довгострокового власного та партнерського капіталу; низька допустима залежність від ранніх продажів

Джерело: систематизовано автором за [98–100].

Відповідно зростає частка витрат, які виникають до отримання основного потоку надходжень. За відсутності достатнього власного чи партнерського ресурсу завищення класу створює подвійний ризик: підприємство приймає підвищену капіталомісткість, але не отримує очікуваної цінової премії через недостатню відповідність продукту вимогам сегмента. Причинний зв'язок між класом, попитом і структурою ресурсного забезпечення можна подати як послідовність, у якій продуктове рішення формує ціну й одиничний чек, вони звужують або розширюють коло покупців, місткість попиту визначає темп і стадійність продажів, а календар надходжень установлює межі використання коштів покупців та обсяг зовнішнього капіталу. У результаті клас житла перетворюється на один із предикторів стратегічного позиціонування і фінансування, хоча не замінює оцінювання локації, правової готовності, бюджету й ризиків. Логіку цього взаємозв'язку відображено на рис. 2.8.

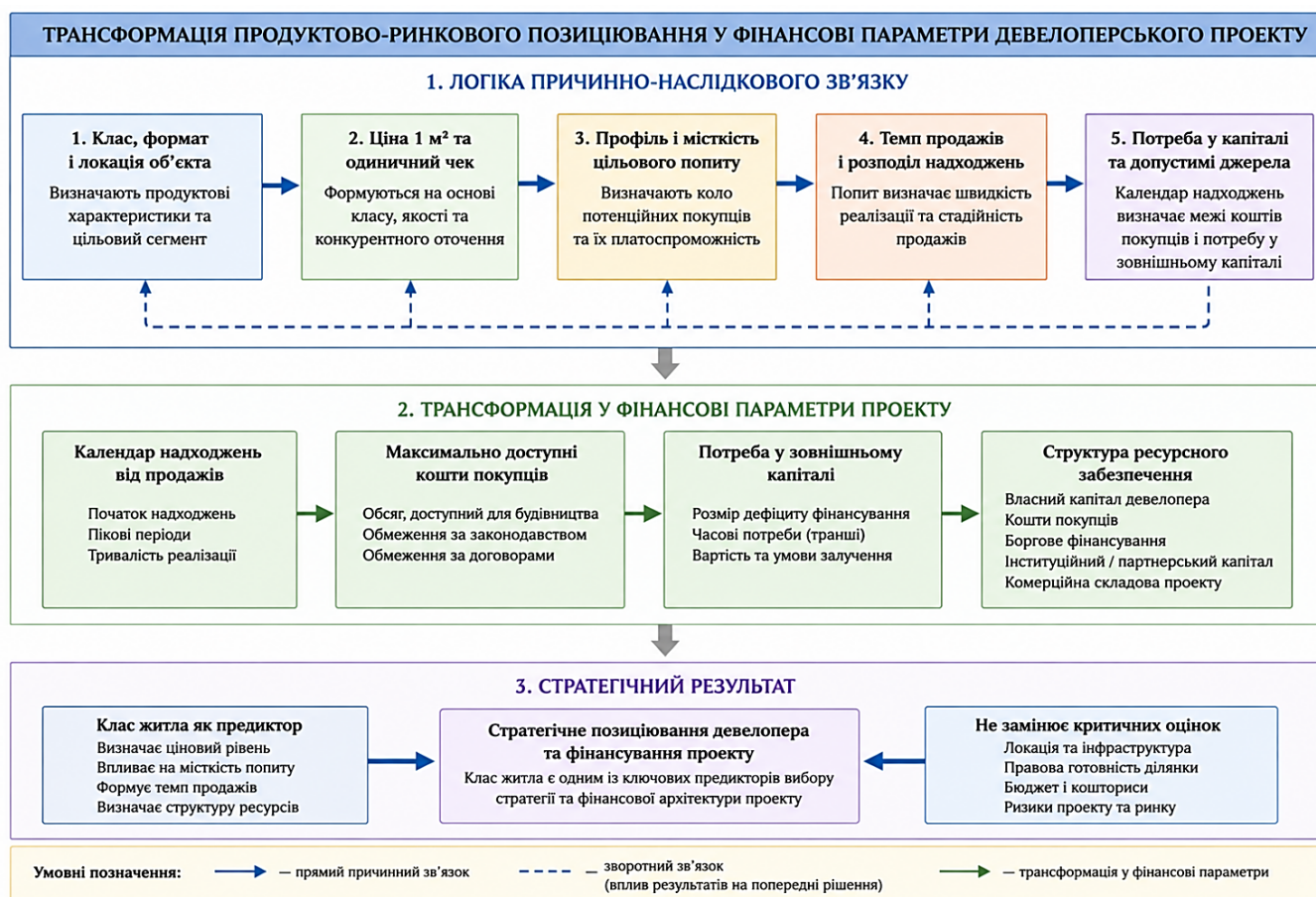


Рис. 2.8. Трансформація продуктово-ринкового позиціонування у фінансові параметри девелоперського проєкту

Джерело: розроблено автором.

Масовість нижчих сегментів також не є безумовною перевагою. Ширша цільова аудиторія підтримує оборотність, але посилює цінову конкуренцію і знижує можливість компенсувати перевищення кошторису збільшенням ціни. У комфорт-класі покупець порівнює не окрему архітектурну характеристику, а сукупну корисність: транспорт, інфраструктуру, планування, ціну обслуговування, надійність девелопера та доступність розстрочки. Тому фінансова стійкість такого проєкту залежить від синхронності продажів і будівництва. У бізнес- і преміум-сегментах ціна менш еластична щодо окремих якісних переваг, однак місткість попиту менша, а період експозиції довший. Це переносить фінансове навантаження з покупця на баланс підприємства та його партнерів.

Емпіричну перевірку зазначеного зв'язку проведено на основі масиву пропозицій житлової нерухомості Києва та приміської зони (табл.2.11).

Таблиця 2.11

**Класова структура пропозиції багатоквартирної житлової нерухомості
Києва та передмістя**

Клас	Київ: ЖК / квартир	Передмістя : ЖК / квартир	Ціна у Києві, дол. США/м²	Ціна у передмісті, дол. США/м²	Аналітична характеристика
Економ	16 / 16 884	40 / 34 293	634–1 525	339–1 107	Більша частка у передмісті; висока цінова чутливість і конкуренція із вторинним житлом
Комфорт	103 / 113121	121 / 115812	543–2 698	286–1 250	Домінуючий сегмент в обох територіальних зонах; найбільша місткість і найвища інтенсивність конкуренції
Бізнес	63 / 39 389	37 / 24 687	707–6 541	464–1 550	Вища частка в Києві; у передмісті потребує виразної локаційної або рекреаційної переваги
Преміум	19 / 5 296	4 / 456	1 696–8 264	702–1 321	Вузький багатоквартирний сегмент; у передмісті переважають котеджні формати та індивідуалізований продукт
Усього	201 / 174690	202 / 175248	543–8 264	286–1 550	Порівнянна місткість за кількістю квартир за різної класової і вартісної структури

Джерело: систематизовано та розраховано автором за матеріалами ринково-конкурентного дослідження [169-170]

Масив охоплює багатоквартирні житлові комплекси, а для передмістя додатково враховує котеджні містечка й таунхауси. Для уникнення змішування різних економічних об'єктів кількісне порівняння класової структури в табл. 2.11 здійснено за багатоквартирними комплексами, тоді як котеджний і таунхаусний формати аналізуються окремо як конкурентні замітники.

Такий поділ принциповий: до ціни замиського будинку входить земельна складова, а структура витрат на благоустрій і місця загального користування істотно відрізняється від багатоквартирного будівництва. Сформований зріз включає 201 активний багатоквартирний комплекс у Києві та 202 у передмісті, майже однакову кількість квартир - 174,7 і 175,2 тис. відповідно. Така близькість загального обсягу дає змогу порівнювати внутрішню класову структуру без додаткового масштабування. Водночас цінові межі та співвідношення класів істотно різняться, що відображає різну роль локації, транспортної доступності та форматів забудови. Узагальнені показники наведено в табл. 2.11.

У кількісній структурі обох територіальних зон переважає комфорт-клас: 64,76 % квартир у Києві та 66,08 % у передмісті. Однак близькі частки не означають однакових умов реалізації. У Києві попит підтримується розвиненою транспортною і соціальною інфраструктурою, близькістю робочих місць та можливістю орендного використання. У передмісті доступність сегмента компенсується нижчою ціною квадратного метра, більшою площею території, природним оточенням і можливістю створення власної інфраструктури. Для девелопера це означає різну структуру капіталомісткості: міський проєкт несе високу вартість землі, підключення і паркінгу, приміський - витрати на внутрішні мережі, транспортне забезпечення та благоустрій.

Частка бізнес-класу становить 22,55 % квартир у Києві та 14,09 % у передмісті. Його більша концентрація у місті пояснюється поєднанням престижності адреси, транспортної доступності, ділової інфраструктури та орендного потенціалу. У передмісті бізнес-позиціювання не може ґрунтуватися на самому підвищенні якості фасаду або збільшенні площі квартир. Воно потребує іншої ціннісної пропозиції - рекреаційного середовища, приватності,

контрольованого сервісу, водної або лісової локації, комфортного автомобільного сполучення. Без такої диференціації проєкт потрапляє у зону прямого порівняння з дешевшим комфорт-класом, що обмежує ціну й уповільнює продажі.

Преміальний багатоквартирний сегмент у передмісті є мінімальним - 0,26% квартир. У Києві його частка також невелика - 3,03 %, проте вартісна частка суттєво вища завдяки ціновій премії центральних і дефіцитних локацій. У структурі сукупної вартості пропозиції преміум-клас формує 12,74 % у Києві та лише 0,37 % у передмісті. Це свідчить, що приміський преміальний попит реалізується переважно через котеджі, великі земельні ділянки, клубні формати й індивідуальну приватність. Спроба перенести міську модель преміального багатоквартирного житла у віддалену локацію без відповідного сервісу та репутації створює ризик структурної невідповідності продукту ринку.

Економ-клас займає 19,57 % квартир у передмісті та 9,67 % у Києві. Його частка у вартості пропозиції передмістя становить 20,95 %, тоді як у Києві - 3,83 %. Така різниця пояснюється відносно більшою кількістю доступних комплексів за межами міста і високою вартісною вагою бізнес- та преміум-об'єктів у столиці. Для підприємства-девелопера економ-сегмент передмістя може забезпечувати швидший оборот за умови транспортної доступності, проте має обмежений запас маржинальності. Підвищення собівартості, додаткові витрати на автономні мережі або затримка продажів у такій моделі безпосередньо формують дефіцит фінансування.

Порівняння кількісної та вартісної структури на рис. 2.9 показує, що місткість сегмента й обсяг капіталу, потенційно зосередженого в ньому, не збігаються. Комфорт-клас формує приблизно дві третини квартир, але 48,76 % вартості пропозиції у Києві та 60,57 % у передмісті. Бізнес-клас за меншої кількості квартир акумулює 34,68 % вартості київської пропозиції та 18,10 % приміської. Отже, для оцінювання конкурентного тиску недостатньо рахувати кількість житлових комплексів: необхідно враховувати місткість у квадратних метрах, ціну, одиничний чек і можливу швидкість поглинання пропозиції.

Окрему конкурентну підсистему передмістя формують котеджі й таунхауси. Діапазон площ таунхаусів у досліджуваному масиві становить від 17 до 235 м², котеджів - від 73 до 590 м²; загальна вартість об'єктів коливається від доступних малоплощинних форматів до індивідуальних будинків високого цінового сегмента. Порівняння лише за ціною квадратного метра тут методично некоректне, оскільки покупець одночасно набуває частку земельної ділянки, приватний простір і право користування спільною інфраструктурою.



Рис. 2.9. Кількісна та вартісна структура пропозиції житлової нерухомості за класами

Джерело: побудовано автором за матеріалами ринково-конкурентного дослідження [169-170]

Для девелопера земельна складова зменшує площу загальних внутрішніх приміщень, але збільшує витрати на дороги, мережі, охорону й благоустрій території. Звідси впливає необхідність застосування матриці «клас - територія - формат». Клас визначає очікуваний рівень продукту, територія - джерело локаційної премії та транспортні обмеження, формат- структуру собівартості й одиничний чек. Без такого розмежування заміський котедж із земельною ділянкою може помилково використовуватися як прямий аналог міської

квартири, а висока ціна центрального об'єкта - як доказ можливості аналогічного ціноутворення у віддаленій локації. Для стратегічного аналізу важливо встановлювати, яка частина ціни пояснюється якістю продукту, яка - землею та місцем розташування, а яка - репутаційною й сервісною премією.

Для операціоналізації класу сформовано систему з п'ятнадцяти критеріїв, які охоплюють розташування, відстань до центру й громадського транспорту, внутрішню та зовнішню інфраструктуру, паркінг, відмінні характеристики, прибудинкову територію, сервіс, технологію будівництва, фасад, планування, інженерні комунікації, стан об'єкта при передачі та довіру до девелопера. Щоб уникнути механічного переліку, ці критерії згруповано у п'ять аналітичних блоків (табл. 2.12). Групування показує, через який економічний механізм кожна характеристика впливає на конкурентну позицію, собівартість, ціну й фінансування.

Таблиця 2.12

Система параметрів ідентифікації класу житлового об'єкта та їх стратегічне значення

Блок	Параметри	Вплив на ринкову позицію	Фінансово-економічний наслідок
Локаційний	Розташування, відстань до центру, транспортна доступність	Визначає географічні межі попиту, зручність користування та локаційну премію	Впливає на темп продажів, ціну, вартість землі й потребу у транспортній компенсації
Продуктовий	Технологія будівництва, фасад, планування, стан передачі	Формує відповідність заявленому класу та сприйняття якості	Визначає собівартість, одиничний чек, витрати на усунення дефектів і можливість цінової премії
Інфраструктурно-сервісний	Інфраструктура, паркінг, територія, сервіс, особливі характеристики	Забезпечує диференціацію та щоденну корисність продукту	Збільшує первинні інвестиції й експлуатаційні витрати; може прискорювати продажі
Інженерний	Комунікації, автономність, надійність систем	Впливає на безперервність користування та довіру до якості	Формує початкові витрати, ризик перевищення бюджету і майбутню вартість обслуговування
Репутаційний	Досвід, завершені об'єкти, партнерства й довіра до девелопера	Зменшує сприйнятий ризик купівлі на незавершеній стадії	Розширює можливість попередніх продажів, кредитування та залучення партнерського капіталу

Джерело: розроблено автором за результатами систематизації параметрів конкурентних об'єктів.

Кожний критерій оцінюється за п'ятибальною шкалою, де збільшення бала означає посилення споживчої або продуктової характеристики. Повну шкалу доцільно наводити у додатку, оскільки в основному тексті важливі методичні принципи її застосування. Перший принцип - порівнянність: однаковий опис має отримувати однакову оцінку для всіх об'єктів. Другий - доказовість: бал устанавлюється за фактично підтвердженою характеристикою, а не за рекламною обіцянкою. Третій - територіальна коректність: відстань і транспорт оцінюються з урахуванням реального часу поїздки, а не геометричної відстані. Четвертий - фінансова інтерпретованість: кожний бал повинен мати зрозумілий зв'язок із ціною, темпом продажів, витратами або ризиком.

Сумарна оцінка об'єкта визначається як сума балів за всіма критеріями:

$$S_i = \sum b_{ij}, \quad (2.1)$$

де S_i - сумарна оцінка i -го об'єкта;

b_{ij} - його оцінка за j -м критерієм.

За п'ятнадцяти критеріїв теоретичний діапазон становить від 15 до 75 балів. Рівне зважування застосовано свідомо: емпіричний масив призначений для бенчмаркінгу, а не для імітації точності, якої вибірка не забезпечує. Введення суб'єктивних ваг без окремого експертного обґрунтування могло б посилити залежність результату від позиції оцінювача.

Разом із тим проста адитивна згортка допускає взаємну компенсацію критеріїв. Висока оцінка локації може формально перекрити критично низьке забезпечення паркінгом або відсутність сервісу, хоча для бізнес- чи преміум-класу такі недоліки є несумісними із заявленим позиціюванням. Тому запропоновано двоступеневу процедуру ідентифікації класу. На першому етапі перевіряються обов'язкові мінімальні вимоги - правова й інженерна готовність, паркінг, якість конструктиву, сервіс, репутаційна спроможність. На другому здійснюється сумарне порівняльне оцінювання. Така процедура поєднує некомпенсаційний фільтр і кількісний рейтинг, знижуючи ризик завищення класу через окремі декоративні переваги.

Для зіставлення продуктової оцінки з ринковою ціною використано питомий ціновий індикатор:

$$Q_i = P_i / S_i, \quad (2.2)$$

де P_i - заявлена ціна 1 м².

Показник відображає, скільки доларів США ціни припадає на один бал оціненої сукупності характеристик. Він не є методом незалежної оцінки нерухомості та не встановлює справедливую вартість. Його призначення - виявляти відносне позиціонування: високе значення може свідчити про локаційну або брендову премію, низьке - про цінову конкуренцію, слабку репутацію, віддаленість чи недооцінення продукту. Використання показника в межах одного класу і формату є коректнішим, ніж пряме порівняння між усіма об'єктами.

Вибірка конкурентів сформована цілеспрямовано і містить по десять об'єктів комфорт-, бізнес- та преміум-класу. До неї включено київські комплекси відомих девелоперів і приміські об'єкти зі схожими природними, продуктовими або територіальними характеристиками. Рівномірний розподіл за класами забезпечує порівняння сегментів, але не відтворює реальну частку кожного класу на ринку. Отже, вибірка придатна для конкурентного бенчмаркінгу й перевірки продуктової концепції, проте не для статистичного поширення середніх значень на всю генеральну сукупність.

Таблиця 2.13

Узагальнені параметри конкурентних житлових об'єктів за класами

Показник	Комфорт	Бізнес	Преміум
Кількість об'єктів у вибірці	10	10	10
Середня сумарна оцінка, балів	42,6	47,7	44,8
Мінімальна–максимальна оцінка, балів	31–53	32–65	28–67
Середня ціна пропозиції, дол. США/м ²	1 046,9	2 018,3	2 673,0
Медіанна ціна пропозиції, дол. США/м ²	987,5	1 803,5	2 490,0
Середня ціна одного бала, дол. США	24,46	41,99	58,82
Коефіцієнт кореляції оцінки і ціни	0,735	0,657	0,649

Джерело: розраховано автором за даними вибірки з 30 конкурентних об'єктів.

Результати табл. 2.13 підтверджують загальну закономірність зростання ціни зі зміною класу. Середня ціна бізнес-об'єктів майже вдвічі перевищує комфорт-клас, а преміум-клас - у 2,55 раза. Водночас середня оцінка преміальних об'єктів нижча за бізнес-клас, що доводить обмеженість механічного підсумовування характеристик. Частина преміальної ціни формується дефіцитністю адреси, брендом, приватністю, земельною складовою або інвестиційним статусом, які п'ятнадцятикритеріальна шкала відображає лише частково. Тому класова ідентифікація повинна спиратися на сумарний бал, обов'язкові порогові вимоги та аналіз джерела цінової премії.

Позитивна кореляція між оцінкою та ціною спостерігається в усіх класах: 0,735 у комфорт-, 0,657 у бізнес- і 0,649 у преміум-сегменті. Зв'язок є достатньо вираженим для використання критеріїв у конкурентній діагностиці, але не детермінованим. Приблизно однакова оцінка може супроводжуватися істотно різною ціною залежно від території й бренду. Наприклад, у бізнес-класі об'єкти з оцінкою близько 45 балів мають ціну від 815 до 1 400 дол. США/м², тоді як центральні міські комплекси з оцінкою понад 50 балів досягають 3–4 тис. дол. США/м². Ця різниця відображає не тільки якість будівництва, а й вартість землі, транспортну доступність, інвестиційну ліквідність та репутаційний капітал.

У комфорт-класі найвищі оцінки отримали комплекси зі збалансованим поєднанням транспортної доступності, території, паркінгу, якості конструктиву та репутації. ЖК «Паркові Озера», «Respublika» й O2 Residence мають оцінки 51–53 бали, однак їх ціни різняться внаслідок локації та формату. Приміські об'єкти з нижчою оцінкою конкурують переважно ціною і площею, а їх слабкими місцями є транспорт, інфраструктура та сервіс. Для фінансової моделі комфорт-класу це означає, що продажі можуть підтримувати будівництво тільки за збереження цінової доступності; надмірне інфраструктурне насичення підвищує собівартість і може вийти за межі платоспроможності сегмента.

Бізнес-клас демонструє найвищу середню оцінку - 47,7 бала. У верхній частині сегмента розташовані KYЇVPROEKT City Space, UNIT.Home, CITY HUB і Washington Concept House, які поєднують міську локацію, розвинену

інфраструктуру, паркінг і репутацію девелопера. Приміські Luxberry lake & forest, Park Lake City та Riverside мають нижчу ціну, але використовують природне середовище, водойми й масштаб території як альтернативне джерело цінності. Отже, приміський бізнес-клас є життєздатним за умови формування чіткої рекреаційно-сервісної концепції, яка компенсує віддаленість і не створює надмірної вартості утримання.

Преміальний сегмент є найбільш неоднорідним. Міські Tetris Hall, SAGA City Space і Krauss Gallery формують високу ціну через центральність, дефіцит землі, архітектуру та бренд. Приміські Goodlife Park, Kozyn Seven Club, River Garden і Riviera Village включають земельну ділянку, приватний формат і рекреаційне середовище. Таунхауси BEREKA мають нижчі оцінку й ціну, що ставить під сумнів їх зіставність із повноцінним преміальним продуктом. Таким чином, заявлений клас у приміській зоні необхідно перевіряти за конфіденційністю, сервісом, масштабом ділянки, якістю інженерного забезпечення і репутацією, а не за наявністю одного дорогого елемента благоустрою.

Середня ціна одного бала зростає від 24,46 дол. США у комфорт-класі до 41,99 у бізнес- і 58,82 у преміум-сегменті. Це зростання показує, що покупець вищого класу сплачує за важкоформалізовані характеристики - адресу, унікальність, приватність, імідж та очікувану ліквідність. Для нового підприємства-девелопера ця обставина має критичне значення: репутаційну премію неможливо закласти в ціну лише через заяву про високий клас. За відсутності завершених об'єктів частину цінової переваги доведеться заміщувати реальними продуктовими характеристиками, партнерством із відомими операторами або більшою будівельною готовністю на момент продажу.

Карта позиціювання на рис. 2.10 відображає розсіювання об'єктів за сумарною оцінкою та ціною. У нижній правій частині розташовуються комплекси з відносно високою продуктовою оцінкою і конкурентною ціною; вони мають потенціал швидшого поглинання, але можуть недоотримувати цінову премію. Верхня права частина відповідає сильному продукту і високій ціні, що

потребує підтвердженого платоспроможного попиту. Верхня ліва зона означає високу ціну за обмеженої суми характеристик і найвищий ризик ринкового неприйняття. Така карта дає змогу пов'язати позиціонування з фінансуванням: чим вищі ціна й одиничний чек за вузького попиту, тим більший запас капіталу необхідний до отримання надходжень від продажів.

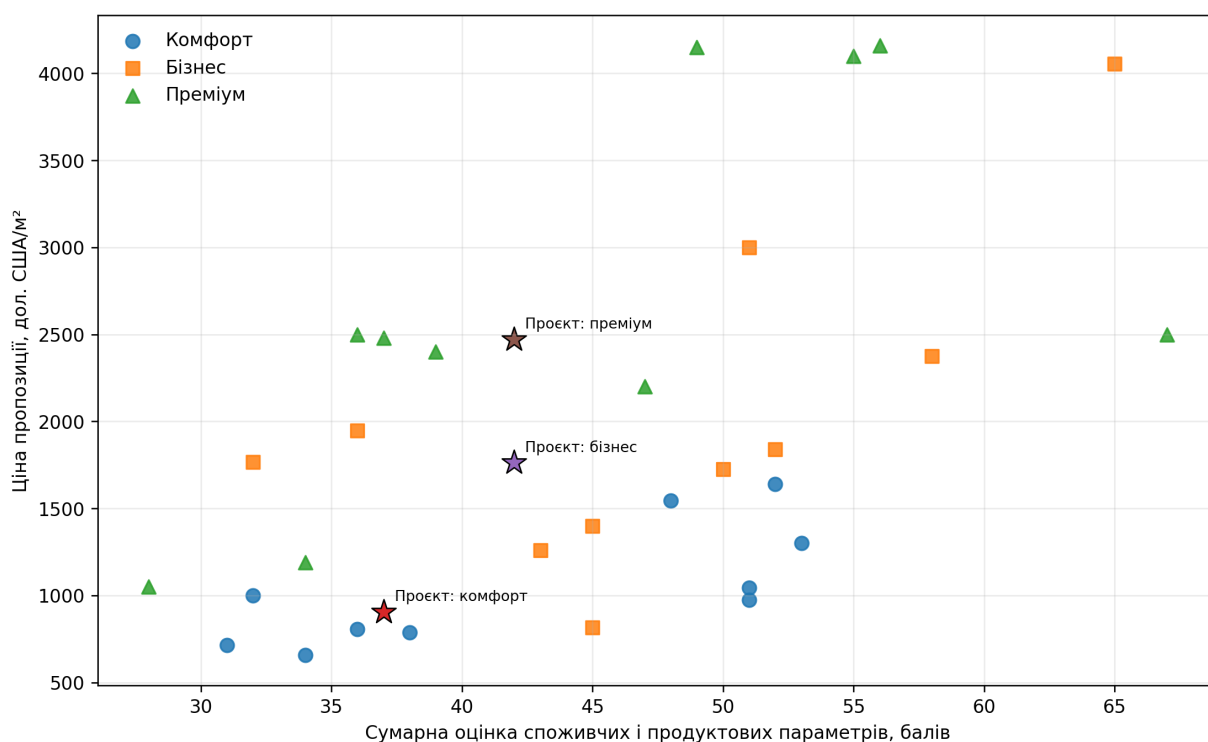


Рис. 2.10. Позиціонування конкурентних житлових комплексів за сумарною оцінкою та ціною 1 м²

Джерело: побудовано автором за даними вибірки конкурентних об'єктів; зірками позначено розрахункові позиції досліджуваного проекту [169-170]

Оцінка пропозиції потребує доповнення аналізом попиту, оскільки конкурентна якість не гарантує фактичної готовності покупця придбати об'єкт у конкретній локації. Для пошукової перевірки концепції використано три канали: телефонні контакти з конкретною пропозицією, опитування у тематичних групах Telegram/Viber та Facebook. Питання і склад респондентів відрізнялися, тому результати не об'єднувалися в одну статистичну вибірку. Їх призначення полягає у виявленні напрямів інтересу, заперечень і потенційного профілю покупця.

Телефонне дослідження охопило 100 ефективних контактів із клієнтами житлових комплексів міського сегмента. Респондентам пропонувалася квартира в малоповерховому комплексі у зеленій зоні біля річки. Пропозиція зацікавила 12

осіб; 15 розглядали купівлю, але тільки в Києві; 73 не планували придбання нерухомості. Зацікавлені респонденти сприймали об'єкт переважно як місце тимчасового проживання, відпочинку або альтернативу міській квартирі. Сегмент покупців, орієнтованих на інвестицію, вимагав зрозумілої моделі орендного доходу та ліквідності.

В онлайн-опитуванні Telegram/Viber серед 130 учасників жоден не обрав квартиру у досліджуваній приміській локації; 70 віддали перевагу будинку, 5 - таунхаусу, 55 - квартирі у Києві. У Facebook серед 950 відповідей 65 респондентів розглядали квартиру в локації, 110 - приватний будинок, 165 - інвестиційну квартиру незалежно від місця, 610 - квартиру в Києві. Різниця між каналами підтверджує вплив формулювання пропозиції: абстрактне питання про локацію формує слабший інтерес до квартири, тоді як конкретна концепція із візуалізацією, сервісом і перевагами підвищує готовність розглядати продукт.

Зведені результати наведено в табл. 2.14 і на рис. 2.11.

Таблиця 2.14

Результати пошукового дослідження потенційного попиту

Канал	Кількість відповідей	Формат пропозиції	Ключовий результат	Аналітичний висновок
Телефонні контакти	100	Конкретна квартира у зеленій приміській локації	12 % зацікавлені; 15 % орієнтовані на Київ; 73 % не планують купівлю	Конкретизація продукту формує вузький, але ідентифікований сегмент тимчасового проживання та відпочинку
Telegram/Viber	130	Загальне питання про бажаний формат	0 % - квартира в локації; 53,8 % - будинок; 3,8 % - таунхаус; 42,3 % - квартира в Києві	У віддаленій зеленій зоні приватний формат сприймається природніше, ніж багатоквартирний
Facebook	950	Вибір між квартирою у локації, будинком та міською/інвестиційною квартирою	6,8 % - квартира в локації; 11,6 % - будинок; 81,6 % - міська або інвестиційна квартира	Квартирний продукт потребує сильного обґрунтування рекреаційної й інвестиційної корисності

Джерело: систематизовано та розраховано автором за матеріалами пошукового опитування. [169-170]

Показники мають індикативний характер: вибірка є невипадковою, учасники тематичних груп не репрезентують усю сукупність покупців, а заявлений намір не тотожний укладеному договору. Відповідно їх не можна використовувати як прямий прогноз кількості продажів. Вони є підставою для формування гіпотез, які мають перевірятися тестовою рекламною кампанією, бронюваннями, аналізом конверсії та фактичним темпом укладення договорів.

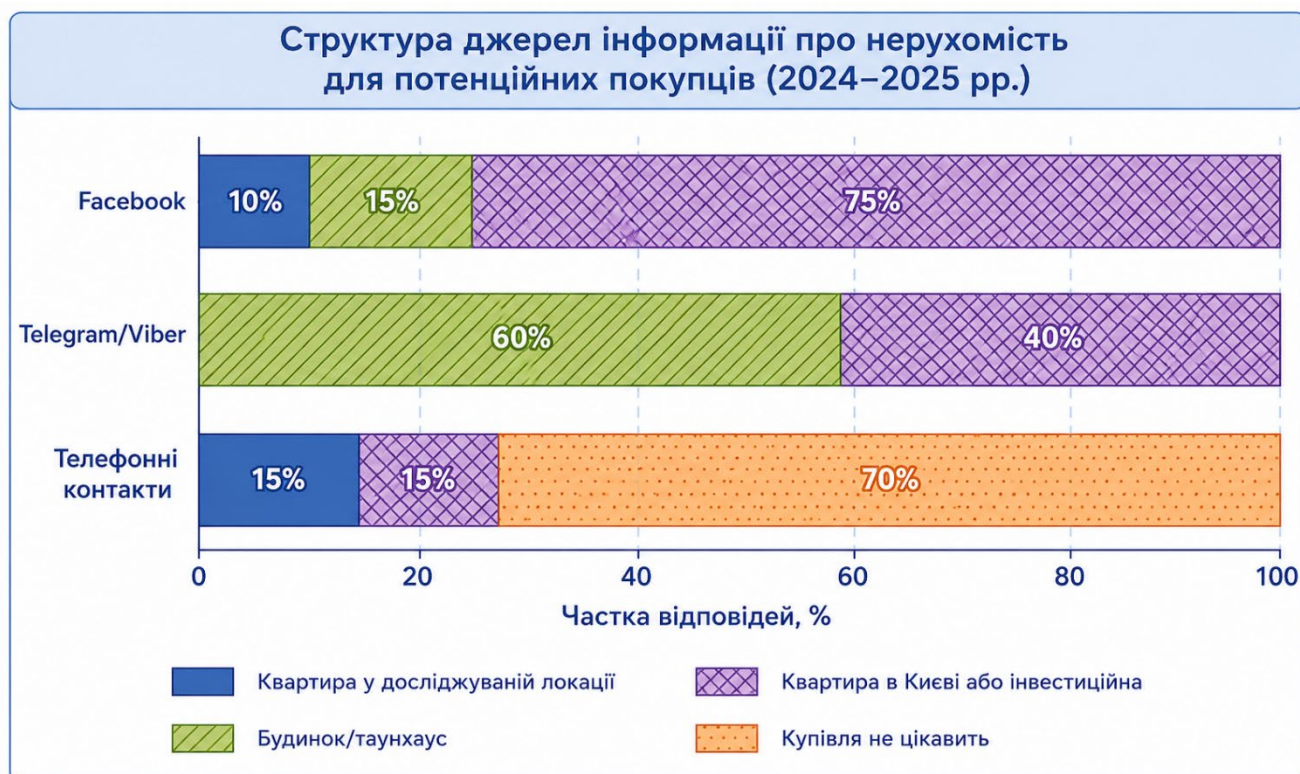


Рис. 2.11. Структура відповідей за каналами пошукового дослідження попиту

Джерело: побудовано автором; результати каналів є індикативними через відмінність запитань і складу респондентів.

Попередній профіль зацікавленого покупця характеризується віком 30–60 років, високим особистим доходом, наявністю власного бізнесу або управлінської посади, автомобільною мобільністю та регулярними подорожами. Для такого сегмента віддаленість від громадського транспорту не є абсолютним бар'єром, але підвищує вимоги до якості автомобільного сполучення, безпеки, паркінгу та сервісу. Водночас цей покупець має широкий вибір альтернатив - міську квартиру, приватний будинок, закордонну нерухомість, готельний відпочинок або фінансовий

актив. Тому продукт повинен мати чітко сформульовану перевагу, яку неможливо відтворити через звичайну квартиру комфорт-класу.

Для фінансування результати попиту мають подвійне значення. По-перше, низька частка спонтанного інтересу до приміської квартири обмежує можливість покладатися на масові попередні продажі. По-друге, готовність розглядати продукт зростає після конкретизації концепції, що створює можливість поетапної верифікації попиту до масштабного запуску. Девелопер може спочатку перевірити ціну, планування, сервіс і формат використання через рекламні ліди та бронювання, а після підтвердження конверсії визначати допустимий темп будівництва. У такий спосіб маркетинговий тест перетворюється на фінансовий предиктор, який впливає на розмір стартового капіталу і допустиму залежність від коштів покупців.

Емпіричну апробацію проведено для ділянки у Козині, розташованої у зеленій зоні поблизу водойми. Її перевагами є природне оточення, невисока щільність забудови, якісні під'їзні дороги та можливість створення рекреаційної інфраструктури. Обмеження формують віддаленість від центру, відсутність зручного громадського транспорту, недостатня зовнішня інфраструктура й необхідність автономного інженерного забезпечення. Ринкове середовище представлене переважно котеджними містечками преміального сегмента та окремими багатоквартирними комплексами бізнес- і комфорт-класу. Отже, ділянка має виразну природну перевагу, але квартирна концепція конкурує із форматом приватного будинку. Для систематизації умов реалізації використано матрицю переваг, обмежень, можливостей і ризиків, подану в табл. 2.15.

Таблиця 2.15

Стратегічні переваги, обмеження та фінансові наслідки реалізації проєкту в Козині

Група чинників	Виявлені характеристики	Стратегічний і фінансовий наслідок
Локаційні переваги	Зелена зона, водойма, невисока щільність, якісні під'їзні дороги	Можливість рекреаційного позиціонування і цінової премії; потреба зберегти природну цінність та інвестувати у благоустрій
Транспортні обмеження	Залежність від приватного автомобіля, віддаленість від громадського транспорту	Звуження цільової аудиторії; необхідність достатнього паркінгу й консервативнішого плану продажів

Продовження табл.2.15

Інфраструктурні обмеження	Слабка зовнішня інфраструктура та відсутність готових сервісів поруч	Потреба у власній керованій інфраструктурі; зростання стартових витрат і майбутньої плати за обслуговування
Ринкова можливість	Невелика кількість прямих багатоквартирних конкурентів у локації	Можливість диференціації за умови чіткої концепції; обмежена доказовість місткості квартирному попиту
Продуктовий ризик	Вища заявлена перевага приватного будинку над квартирою	Ризик невідповідності формату попиту; потреба у приватності, малоповерховості й перевагах замиського способу життя
Репутаційне обмеження	Відсутність значного портфеля завершених аналогічних об'єктів	Нижча готовність купувати на ранній стадії; підвищена роль власного чи партнерського капіталу та зовнішньої експертизи

Джерело: систематизовано автором за результатами конкурентного аналізу та опитувань.

На відміну від традиційного SWOT-переліку, кожен характеристику пов'язано зі стратегічним і фінансовим наслідком. Це дає змогу уникнути формального висновку про «привабливу локацію» та визначити, які витрати, ризики продажів і вимоги до капіталу виникають унаслідок конкретної переваги або недоліку. Природна перевага ділянки може бути капіталізована лише через продукт, який забезпечує доступ до води, рекреаційних зон і приватного середовища. Водночас масштабна преміальна інфраструктура - басейн, SPA, набережна, спортивні об'єкти, ресторан - створює постійні витрати, які мають покриватися експлуатаційними платежами. Для покупця, що використовує квартиру періодично, висока щомісячна плата може зменшити привабливість навіть якісного об'єкта. Отже, інфраструктурний пакет має формуватися за принципом достатності: кожен елемент повинен підвищувати конверсію або ціну сильніше, ніж збільшує капітальні та експлуатаційні витрати.

Транспортне обмеження не може бути повністю усунене організацією окремого маршруту, якщо потенційний пасажиропотік недостатній для його економічної стійкості. Тому базовим покупцем слід вважати автомобільно-мобільне домогосподарство. Це підвищує норматив забезпеченості паркомісцями й вимоги до гостьового паркування. Для бізнес-класу доцільною є відповідність кількості основних машиномісць кількості квартир або максимально наближений до неї рівень. У комфорт-сегменті менший норматив знижує собівартість, але послаблює конкурентну перевагу віддаленої локації.

Перевага приватних будинків у відповідях респондентів означає, що багатоквартирний формат повинен відтворити частину їх корисності: малоповерховість, обмежену кількість сусідів, тераси, види на воду, приватні зони, контрольований доступ і можливість перебування на відкритому просторі. Просте перенесення міських планувань у приміську зону не формує достатньої причини для зміни місця купівлі. Відповідно продуктова стратегія має будуватися навколо формули «переваги заміського будинку за меншого одиничного чека і професійного обслуговування».

Репутаційний чинник обмежує здатність нового девелопера використовувати ранні продажі як основне джерело фінансування. Покупець високого цінового сегмента оцінює завершені проєкти, дозвільну документацію, партнерів, якість підрядників і спроможність експлуатаційної компанії. Цей ризик може бути частково знижений залученням відомого архітектора, технічного консультанта, готельного або сервісного оператора, банку-партнера та прозорим розкриттям прогресу. Проте організаційна репутація не виникає миттєво, тому фінансова архітектура повинна передбачати ресурс до досягнення стадії, на якій фактична готовність об'єкта починає замінювати відсутність історії підприємства.

Для порівняння класових альтернатив проєкт оцінено за однаковою системою критеріїв. Комфорт-концепція отримала 37 балів, бізнес- і преміум-концепції - по 42 бали. Однаковий бал бізнес- і преміум-варіантів не означає однакової економічної доцільності: преміум потребує жорсткіших мінімальних вимог до репутації, сервісу, приватності, фасаду й інженерних систем. Перший проєкт девелопера та відсутність готової зовнішньої інфраструктури є критичнішими саме для преміального сегмента, тому сумарна оцінка має доповнюватися пороговою перевіркою.

Для орієнтовного цінового бенчмаркінгу використано діапазони питомої ціни бала, сформовані за найбільш зіставними об'єктами кожного класу після виключення крайніх спостережень, де ціна переважно визначається центральною міською землею або значною площею приватної ділянки. Для комфорт-класу застосовано коридор 20–28 дол. США за бал, для бізнес-класу - 33–49, для

преміум-класу - 53–78. Середні значення за повною вибіркою становлять відповідно 24,46; 41,99 і 58,82 дол. США. Виправлене середнє для преміум-класу усуває технічну похибку вихідної електронної таблиці, у якій замість середнього значення було використано некоректне посилання на діапазон.

Результати порівняння наведено в табл. 2.16.

Таблиця 2.16

Порівняльна характеристика альтернативного позиціонування проєкту в Козині

Параметр	Комфорт	Бізнес	Преміум	Аналітичний висновок
Сумарна оцінка, балів	37	42	42	Бізнес- і преміум-варіанти мають однакову суму, але різні обов'язкові пороги якості та репутації
Індикативний ціновий коридор, дол. США/м ²	740–1 040	1 390–2 060	2 230–3 280	Коридор визначає межі тестування, а не норматив ціни
Орієнтир за середньою ціною бала, дол. США/м ²	≈905	≈1 764	≈2 470	Преміальна ціна можлива лише за підтвердженої унікальності, сервісу та довіри
Потенційна аудиторія	Відносно широка, але чутлива до транспортних і експлуатаційних витрат	Вужча; орієнтована на рекреаційність, якість, приватність і сервіс	Дуже вузька; має альтернативи серед котеджів та центральної міської нерухомості	Локація найбільш узгоджується з цільовим покупцем бізнес-сегмента
Капіталомісткість концепції	Помірна	Підвищена	Висока	Зростання класу випереджає можливість фінансування коштами покупців
Головний ринковий ризик	Ціна утримання та конкуренція з доступнішими об'єктами	Недостатня конкретизація сценарію використання і сервісу	Невідповідність заявленого класу фактичній репутації, приватності й інфраструктурі	Преміум-варіант має найвищий ризик повільної реалізації
Попередній стратегічний висновок	Можливий за спрощення інфраструктури та зниження чека	Базова альтернатива для подальшої фінансової перевірки	Доцільний лише після суттєвого посилення продукту й партнерського контуру	Найбільш узгодженим є малоповерховий бізнес-клас із керованою рекреаційною інфраструктурою

Джерело: розраховано й обґрунтовано автором за результатами конкурентного оцінювання.

Цінові коридори мають використовуватися як індикативні межі перевірки концепції, а не як готовий прайс. Остаточна ціна визначається кошторисом, площею квартири, видом, поверхом, стадією готовності, конкурентною реакцією та результатами тестових продажів. Емпіричний бенчмарк відповідає на інше запитання: чи узгоджується потенційна ціна з класом і чи достатній очікуваний дохід для фінансування заявленого набору характеристик.

Комфорт-позиціонування розширює потенційну аудиторію та знижує вимоги до ціни квадратного метра, однак суперечить частині характеристик ділянки. Відсутність громадського транспорту й готової інфраструктури є суттєвим бар'єром для домогосподарств, які щоденно працюють у місті. Для компенсації девелоперу довелося б одночасно утримувати доступну ціну й фінансувати власні сервіси, що звужує маржу. Комфорт-варіант може бути життєздатним у разі малих площ, обмеженого набору інфраструктури та чіткої орієнтації на автомобільно мобільних покупців, але тоді його відмінність від конкурентів буде недостатньою.

Бізнес-позиціонування краще використовує природну перевагу локації. Цільовий покупець готовий прийняти більшу відстань за приватність, рекреаційність, якість будівництва та професійний сервіс. Рекомендованими характеристиками є малоповерхова забудова, квартири помірної площі, таунхауси, достатній паркінг, набережна, спортивні й відпочинкові зони, ресторан або клубний простір, дитячі сервіси та керована експлуатація. Ключовою умовою є контроль щомісячної вартості обслуговування: інфраструктура повинна бути функціональною і масштабованою разом із заселенням, а не створювати постійний дефіцит операційного фінансування.

Преміальний варіант має найвищу потенційну ціну, але вимагає конфіденційності, сервісу 24/7, індивідуалізації, високої якості матеріалів, сильного бренду й доведеної надійності. Багатоквартирний формат обмежує приватність, а перший проєкт підприємства не забезпечує необхідної репутаційної премії. За таких умов висока заявлена ціна може уповільнити продажі сильніше, ніж збільшити дохід. Фінансово це означає необхідність

тривалого утримання великого обсягу вкладеного капіталу. Тому преміум-позиціонування не слід приймати як базову альтернативу без партнера з відповідною репутацією та попередньо підтвердженого попиту.

Додатковою можливістю є виділення апарт-готелю або сервісних апартаментів як окремої комерційної складової. Невеликі площі з ремонтом і професійним оператором можуть знизити одиничний чек та сформувати інвестиційний мотив. Проте такий елемент не повинен використовуватися як формальне обґрунтування завищеної дохідності. Його доцільність залежить від правового режиму, сезонності, завантаження, договору з оператором, структури експлуатаційних витрат і реальної орендної ставки. У стратегічному портфелі апарт-готель може диверсифікувати грошові потоки, але також створює окремий операційний ризик і потребу у довшому капіталі.

Отримані результати дозволяють визначити емпіричні вимоги до майбутньої фінансової конфігурації без передчасного встановлення конкретних часток джерел. Вузький і концептуально залежний попит обмежує частку фінансування, яку можна надійно забезпечити попередніми продажами на ранніх стадіях. Потреба в автономних мережах, благоустрої та сервісній інфраструктурі збільшує стартові витрати. Відсутність значного портфеля завершених аналогічних об'єктів підвищує роль власного й партнерського капіталу, а банківське фінансування потребуватиме підтвердження правової готовності, бюджету й темпу продажів. Ці залежності мають стати обмеженнями для моделі вибору стратегії в розділі 3, а не довільними припущеннями.

Зведення емпіричних результатів у табл. 2.17 формує перехід від ринково-конкурентної діагностики до методико-прикладного інструментарію. Кожний встановлений факт перетворено на параметр стратегічного рішення: місткість сегмента - на межі масштабування; цінове позиціонування - на вимоги до продукту й маржинальності; темп попиту - на календар фінансування; репутаційне обмеження - на необхідність партнерства і капіталу до відкриття продажів. Таким чином, розділ 2 завершується не готовою стратегією, а верифікованою системою вихідних умов для її формування. Проведене дослідження підтвердило, що клас

житла є інтегрованим ринково-фінансовим параметром, який пов'язує продуктову концепцію з місткістю попиту, темпом продажів, ціною, капіталомісткістю та допустимою залежністю від окремих джерел фінансування. Кількісне домінування комфорт-класу створює передумови для оборотного фінансування, але посилює конкуренцію і цінову чутливість.

Таблиця 2.17

Емпіричні результати діагностики та їх значення для формування стратегії розвитку

Результат аналізу	Стратегічне значення	Параметр подальшого методичного обґрунтування
Домінування комфорт-класу в кількісній пропозиції	Висока місткість поєднується з інтенсивною ціновою конкуренцією	Вибір сегмента, меж ціни, площі і допустимого масштабу проєкту
Менша частка бізнес-класу в передмісті	Попит потребує рекреаційної, сервісної або приватної переваги	Склад обов'язкових характеристик і цільовий сценарій використання
Обмеженість багатоквартирного преміального сегмента	Високий ризик повільної реалізації та накопичення незавершених вкладень	Мінімальний власний/партнерський ресурс і резерв ліквідності
Позитивний, але неповний зв'язок оцінки та ціни	Ціна залежить від класу, локації, формату, бренду й дефіцитності	Багатокритеріальна перевірка продуктово-цінової альтернативи
Вища перевага приватного будинку у приміській локації	Квартирний продукт має відтворювати приватність і рекреаційність	Малоповерховість, тераси, територія та змішаний продуктовий склад
Відсутність громадського транспорту й зовнішньої інфраструктури	Звуження аудиторії та необхідність внутрішніх сервісів	Консервативний темп продажів і поетапне створення інфраструктури
Висока вартість постійного сервісу	Надмірна інфраструктура може знизити попит через плату за утримання	Ліміт капітальних і операційних витрат на сервісний контур
Недостатній репутаційний капітал нового девелопера	Обмеження ранніх продажів і цінової премії	Посилення партнерств, прозорості та фінансування до достатньої готовності
Найкраща відповідність бізнес-позиціонування	Баланс природної переваги, ціни, сервісу та місткості попиту	Базова стратегічна альтернатива для вибору моделі фінансування й сценарної перевірки

Джерело: розроблено автором за результатами ринково-конкурентної діагностики.

Бізнес-клас забезпечує більшу цінову премію за підтвердженої якості й локаційної переваги, водночас потребує більшого ресурсу до стадії активних продажів. Преміум-сегмент характеризується вузьким попитом, високою продуктовою й репутаційною планкою та найбільшою потребою у довгостроковому

капіталі. Наукове значення одержаних результатів полягає у розвитку емпіричного підходу до стратегічного позиціонування підприємства-девелопера через поєднання класової, територіальної та форматної сегментації з оцінюванням фінансових наслідків. Запропоновано розглядати клас за матрицею «клас - територія - формат», застосовувати двоступеневу ідентифікацію з обов'язковими пороговими вимогами та порівняльною бальною оцінкою, а питомий ціновий індикатор використовувати як інструмент бенчмаркінгу, а не автономної оцінки вартості. Це дозволяє виявляти випадки завищеного позиціонування, відокремлювати продуктову цінність від локаційної й репутаційної премії та переводити ринкові характеристики у вимоги до фінансової стратегії.

Узагальнену характеристику класів для цілей діагностики фінансування наведено в таблиці 2.18.

Таблиця 2.18

**Фінансово значущі характеристики класів житла для цілей
діагностики фінансування**

Клас	Профіль покупця	Доступність іпотеки та держпідтримки	Темп і розподіл продажів
«Економ»	Чутливий до ціни, обмежена платоспроможність	Висока; ключова роль програм доступної іпотеки (єОселя) [165]	Високий темп, продажі починаються на ранніх стадіях
«Комфорт»	Середній клас, орієнтація на співвідношення ціна/якість	Помірно висока; частково охоплений держпрограмами	Стабільний темп, продажі рівномірні за стадіями
«Бізнес»	Вищий за середній дохід, вимогливість до локації та якості	Обмежена; переважно власні кошти й ринкова іпотека	Помірний темп, продажі зміщені до пізніших стадій готовності
«Преміум»	Високий дохід, інвестиційний та статусний мотив	Низька роль держпідтримки; купівля переважно за власні кошти	Низький темп в одиницях, продажі часто після введення в експлуатацію

Джерело: складено автором на основі галузевих класифікацій та аналітичних оглядів ринку [165; 169-170]

Для досліджуваного проекту найбільш обґрунтованою вихідною альтернативою є малоповерховий бізнес-клас із контрольованою рекреаційною інфраструктурою, достатнім паркінгом, професійним сервісом і можливістю поєднання квартир, таунхаусів та окремої комерційної складової. Цей висновок не завершує стратегічний вибір, оскільки потребує перевірки бюджету, календаря,

джерел капіталу, ризикових обмежень і сценарної стійкості. Відповідні процедури формування альтернатив, вибору моделі змішаного фінансування, установлення контрольних подій і адаптивного коригування становлять предмет третього розділу.

Контекст для цих характеристик задає поточний стан первинного ринку. У 2025 році ринок демонстрував стійкість за стримуючих умов: за перше півріччя в Україні введено в експлуатацію 51,6 тис. квартир загальною площею близько 4,3 млн. м² (зниження приблизно на 6-7 % рік до року), при цьому собівартість будівництва зростала швидше, ніж девелопери могли перекладати її на ціну, оскільки верхня межа ціни визначається платоспроможністю покупців і вартістю іпотеки [169]. У таких умовах діагностична чутливість до класу житла зростає: у нижчих сегментах продажі та держпідтримка попиту здатні жити будівельну стадію, тоді як у вищих сегментах основний тягар фінансування лягає на власний капітал і борг.

На підставі наведених характеристик сформовано матрицю рекомендованих (базових) моделей змішаного фінансування за класами житла – табл. 2.19. Наведені діапазони часток є орієнтовними еталонами для діагностики Блоку 1: фактична структура капіталу проєкту зіставляється з еталоном відповідного класу, і суттєве відхилення трактується як діагностичний сигнал.

Таблиця 2.19

Матриця рекомендованих базових моделей змішаного фінансування за класами житла (орієнтовні діапазони часток на будівельній стадії, %)

Клас	Власний капітал	Кошти покупців	Банківський борг	Інституц. / партнерські кошти
Економ	15-25	40-55	20-35	0-10
Комфорт	20-30	35-50	20-35	0-15
Бізнес	30-45	20-35	25-40	5-20
Преміум	40-60	10-25	20-35	10-25

Джерело: розроблено автором. Діапазони мають орієнтовний характер і підлягають коригуванню за результатами діагностики обмежень (рис. 2.12)

Логіка матриці така. У сегменті економ-класу висока та підкріплена

державною іпотекою платоспроможність попиту дає змогу спиратися переважно на кошти покупців, мінімізуючи частку власного капіталу й помірно використовуючи борг; саме тут роль інструментів доступної іпотеки є найвагомішою, оскільки вони безпосередньо прискорюють оборот коштів населення [165]. У комфорт-класі структура подібна, але з дещо більшою опорою на власний капітал як «якір» довіри. У бізнес-класі, де продажі зміщені до пізніших стадій готовності, фінансувати будівництво лише коштами покупців ризиковано, тому зростають частки власного капіталу й боргу. У преміум-сегменті, де купівля відбувається переважно за власні кошти покупців і часто після введення об'єкта в експлуатацію, девелопер змушений фінансувати будівництво здебільшого власним капіталом, боргом і партнерськими внесками, а частка попередніх продажів є найнижчою.

Окремої методичної уваги потребують проміжні сегменти – «комфорт плюс» і «бізнес плюс», – частка яких на українському ринку останніми роками зростає. Їхня діагностична складність полягає в тому, що за маркетинговим позиціонуванням вони тяжіють до вищого класу, а за фактичним профілем попиту й темпом продажів – до нижчого. Для таких проєктів матриця застосовується не дискретно, а інтерполяційно: еталонні діапазони часток визначаються як проміжні між двома суміжними класами з урахуванням того, який чинник домінує. Якщо переважає цінове позиціонування й одиничний чек, орієнтиром слугує вищий клас (більша опора на власний капітал і борг); якщо ж зберігаються масовість попиту та доступність іпотеки, діагностика тяжіє до нижчого класу з більшою роллю коштів покупців. Така інтерполяція убезпечує від типової помилки – застосування «преміальної» фінансової логіки до проєкту, який за реальним попитом залишається масовим [169].

Не менш важливою є регіональна диференціація еталонів. Наведені в матриці діапазони неявно орієнтовані на найбільш місткі та ліквідні ринки, передусім київський, де глибина попиту дозволяє відносно швидко наповнювати будівельну стадію коштами покупців навіть у середніх і вищих сегментах. Для регіональних ринків із меншою ємністю та повільнішою оборотністю ті самі діапазони слід зміщувати у бік більшої опори на власний капітал і борг, оскільки

розраховувати на швидкі попередні продажі тут ризиковано. Концентрація первинного ринку та іпотечної підтримки в столичному регіоні (на Київ та область припадає понад половину угод за програмою доступної іпотеки) означає, що поза цим регіоном канал коштів покупців є структурно вужчим, а отже діагностика має закладати більший запас власної ліквідності [165; 169]. Таким чином, еталон для діагностики Блоку 1 формується як функція трьох аргументів – класу житла, проміжного позиціонування та регіонального ринку, – а не як фіксована таблиця часток.

Матриця задає лише відправну точку. Остаточна модель фінансування формується за алгоритмом, який поєднує визначення класу, оцінку профілю попиту, вибір базової структури та діагностику обмежень (правових, ринкових, ковенантних). Цей алгоритм подано на рис. 2.12.

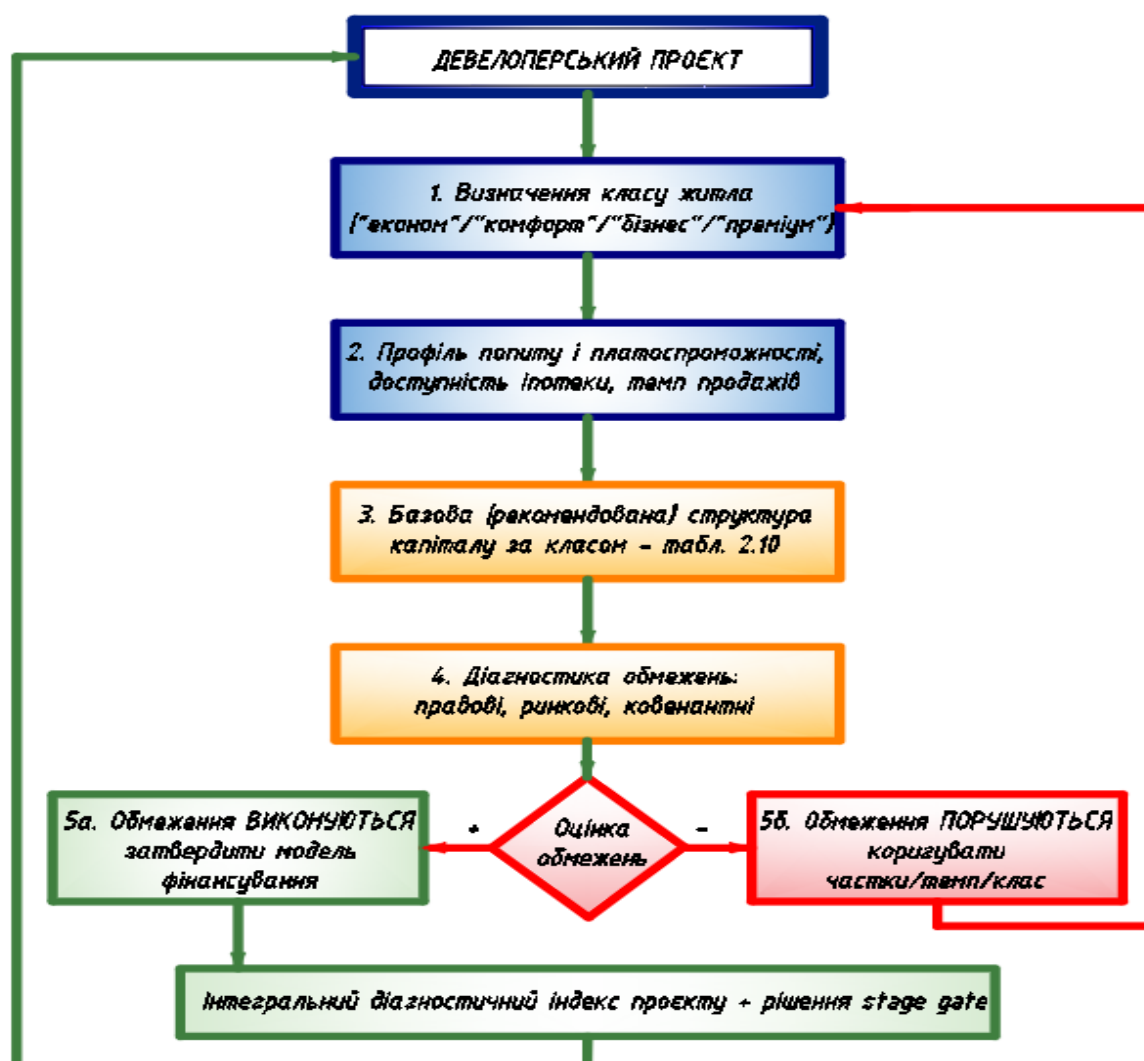


Рис. 2.12. Алгоритм вибору моделі змішаного фінансування девелоперського проєкту залежно від класу житла (розроблено автором)

Алгоритм має ітеративний характер: якщо діагностика обмежень виявляє порушення (наприклад, фактична частка коштів покупців перевищує допустиму за правовими або ринковими міркуваннями, або прогнозний DSCR опускається нижче порогу за обраного боргового навантаження), то модель повертається на крок коригування часток, перегляду позиціювання за класом чи темпів запуску. Лише після проходження діагностики обмежень модель фіксується й передається до інтегрального оцінювання та механізму «воріт». Таким чином, вибір моделі фінансування стає не одноразовим рішенням на старті проєкту, а керованим процесом, що супроводжує весь життєвий цикл.

Завершальним елементом аналітико-методичного базису є механізм згортання оцінок п'яти блоків в єдиний інтегральний показник фінансово-економічного стану проєкту. Потреба в такому показнику зумовлена тим, що окремі коефіцієнти можуть давати суперечливі сигнали: проєкт може мати прийнятну рентабельність, але критичний касовий розрив, або високу частку власного капіталу, але неприйнятний рівень правового ризику. Інтегральний показник дає змогу узгодити ці сигнали й отримати єдину основу для рішення.

Інтегральний показник (I) обчислюється як зважена згортка нормованих оцінок блоків:

$$I = \sum w_j \cdot O_j, \quad (2.3)$$

де O_j – нормована (наприклад, у діапазоні від 0 до 1) оцінка j -го блоку, w_j – його вага, сума ваг дорівнює одиниці.

Оцінка Блоку 4 (ризиків) входить у згортку як коригувальний (понижувальний) множник, що відображає принцип трансформації правових ризиків у фінансові [17]. Ваги блоків доцільно диференціювати за стадією проєкту відповідно до принципу фазової відповідності: на ранніх стадіях зростає вага структури капіталу й ризиків, на будівельній – ліквідності, на завершальній – відповідності класу та темпів продажів.

Інтегральний показник переводиться у три діагностичні зони – «зелену» (проєкт відповідає еталону, перехід на наступну стадію дозволено), «жовту» (потрібне коригування структури фінансування чи темпів) та «червону» (перехід

на наступну стадію блокується до усунення критичних відхилень).

Калібрування ваг інтегрального показника є окремим методичним питанням, від якого залежить його діагностична достовірність. Механічне присвоєння рівних ваг усім блокам неприйнятне, оскільки нівелює змістові пріоритети, що змінюються за стадіями життєвого циклу.

Доцільними є три взаємодоповнювальні підходи до калібрування.

Перший – експертний: ваги встановлюються на основі узгоджених суджень фахівців (фінансового директора, ризик-менеджера, керівника проєкту) з подальшою перевіркою їх несуперечливості.

Другий – статистичний: за наявності ретроспективних даних за завершеними проєктами ваги оцінюються так, щоб інтегральний показник найкраще розділяв успішні та проблемні проєкти, що зближує підхід із логікою дискримінантних моделей фінансової стійкості.

Третій – сценарний: ваги перевіряються на стійкість через аналіз чутливості, коли їх варіюють у розумних межах і спостерігають, чи не змінюється діагностична зона проєкту; якщо висновок «перекидається» з зеленої зони в червону за незначної зміни ваг, це сигналізує про граничний стан проєкту, а не про похибку методики. Незалежно від обраного підходу ваги фіксуються в обліковій політиці діагностики й переглядаються не частіше, ніж із переходом проєкту на нову стадію, щоб зберегти зіставність оцінок у часі [163; 161].

Важливо, що інтегральний показник не підміняє собою аналіз окремих блоків, а лише впорядковує його. Навіть «зелене» інтегральне значення не скасовує потреби перевіряти, чи не приховує згортка критичного провалу за одним із напрямів: саме тому оцінка ризиків входить у формулу як понижувальний множник, а не як рядовий доданок, а механізм «воріт» передбачає право блокувати перехід на наступну стадію за критичним відхиленням навіть одного блоку. Таким чином, інтегральний показник і подетальна діагностика працюють у парі: перший дає керівництву миттєвий сигнал стану, друга – адресну вказівку, що саме потребує втручання.

Таблиця 2.20

Структура діагностичної картки девелоперського проєкту

Розділ картки	Зміст	Результат діагностики
Блок 1. Структура капіталу	Частки каналів, коефіцієнт автономії, фінансовий важіль, індекс диверсифікації	Відповідність еталону класу (зона)
Блок 2. Ліквідність	$K_{\text{пл}}$, DSCR, запас ліквідності, тривалість касового покриття	Достатність грошового потоку (зона)
Блок 3. Стійкість	Коефіцієнти стійкості, Z-рахунок, фазова відповідність	Запас міцності (зона)
Блок 4. Ризики	Скоринговий індекс ризику за картою ризиків	Зона ризику; коригувальний множник
Блок 5. Клас житла	Відповідність моделі фінансування класу та стадії	Відповідність / відхилення
Інтегральна оцінка	Зважена згортка з урахуванням стадії	Зелена / жовта / червона зона
Рішення «воріт»	Дозвіл / коригування / блокування переходу на наступну стадію	Управлінське рішення

Джерело: розроблено автором

Прив'язка діагностичної картки до етапних «воріт» забезпечує своєчасність рішень: показники аналізуються не за завершеними звітними періодами, а в контрольних точках календаря проєкту, що дає змогу скоригувати темпи будівництва або структуру фінансування до настання незворотних наслідків. Це безпосередньо реалізує принцип своєчасності та логіку стратегічного контролю [162]. Для опрацювання градуйованої шкали визначення інтегральної оцінки як складової діагностики девелоперських проєктів слід провести калібрування діагностичних нормативів.

Запропоновані діагностичні нормативи й еталонні структури капіталу не є уможлядними: вони калібруються на основі фактичних параметрів українського ринку фінансування житла. Двома найважливішими емпіричними орієнтирами є, по-перше, масштаб і спрямованість державної підтримки попиту, що визначає реальну вагу коштів покупців у нижчих сегментах, і, по-друге, регіональна та

цінова структура первинного ринку, яка задає рамки платоспроможного попиту за класами житла.

Державна підтримка попиту концентрується у програмі доступної іпотеки «єОселя», ключові показники якої наведено в табл. 2.21. Програма не фінансує будівництво напряду, проте істотно прискорює надходження коштів покупців, оскільки робить купівлю житла доступнішою для цільових категорій; її переорієнтація на первинний ринок підвищує значення цього каналу саме для девелоперів.

Таблиця 2.21

Окремі показники програми доступної іпотеки «єОселя»

Показник	Значення
Видано кредитів за 2025 р., од.	≈ 7 800
Сума виданих кредитів за 2025 р., млрд. грн.	≈ 15
Зміна кількості кредитів порівняно з 2024 р., %	-8,7
Частка програми в іпотечному кредитуванні (2025 р.), %	≈ 94
Частка угод на первинному ринку (I півр. 2025 р.), %	≈ 60
Концентрація у м. Києві та Київській обл., %	> 56

Джерело: складено автором за даними оператора програми та Міністерства економіки України [165]

Наведені дані обґрунтовують два діагностичні висновки. По-перше, оскільки доступна іпотека охоплює переважно нижчі цінові сегменти й первинний ринок, у моделях фінансування економ- і комфорт-класу частка коштів покупців може бути встановлена на вищому рівні, ніж для бізнес- і преміум-сегментів, – що й відображено в матриці табл. 2.19. По-друге, концентрація програми в столичному регіоні означає, що для проєктів поза цим регіоном діагностика має обережніше оцінювати темпи продажів і покриття будівельних витрат попередніми продажами, не екстраполюючи столичну динаміку.

Регіональну та цінову структуру первинного ринку, що задає межі платоспроможного попиту, узагальнено в таблиці 2.22. Її показники використовуються в Блоці 5 для оцінювання реалістичності планових темпів

продажів за класом і локацією проєкту.

Таблиця 2.22

Окремі показники первинного ринку житла України, 2025 р.

Показник	Значення
Уведено квартир (I півр. 2025 р.), тис. од.	≈ 51,6
Уведено загальної площі (I півр. 2025 р.), млн. м ²	≈ 4,3
Зміна введення житла до I півр. 2024 р., %	≈ -6...-7
Частка столичного регіону у введенні житла, %	≈ 33
Середня ціна 1 м ² у м. Києві (грудень 2025 р.), дол. США	≈ 1 445
Нові ЖК і черги, виведені на ринок (січень-жовтень 2025 р.), од.	≈ 187 (+10 % p/p)

Джерело: складено автором за аналітичними оглядами первинного ринку житла [169-170]

Стримане зростання обсягів введення житла за одночасного зростання собівартості будівництва означає, що девелопери не можуть механічно перекладати подорожчання на ціну, бо її верхня межа обмежена платоспроможністю та вартістю іпотеки [169]. Для діагностики це підкреслює критичність Блоку 2: за стиснутих цінових можливостей запас ліквідності й покриття будівельних витрат попередніми продажами стають вирішальними індикаторами життєздатності проєкту.

Апробація діагностичного інструментарію проведена на девелоперському проєкті «комфорт»-класу на будівельній стадії. Робота аналітико-методичного базису в комплексі разом з вихідними даними та результатами наведено в Додатку А. Отримані результати засвідчили, що структура фінансування проєкту загалом відповідає параметрам, характерним для об'єктів комфорт-класу на відповідній стадії життєвого циклу. Коефіцієнт автономії становить 0,25, частка коштів покупців - 0,40, частка банківського кредиту - 0,30, а індекс концентрації джерел фінансування ННІ дорівнює 0,315, що свідчить про прийнятну диверсифікацію фінансових ресурсів. Коефіцієнт обслуговування боргу DSCR на рівні 1,33 підтверджує спроможність проєкту виконувати поточні боргові зобов'язання.

Водночас коефіцієнт покриття залишкових будівельних витрат законтракованими надходженнями від покупців становить лише 0,70. Отже, 30 % майбутніх витрат не забезпечені вже укладеними договорами та залежать від подальшої динаміки продажів або залучення додаткового фінансування. Саме цей показник визначено як основний діагностичний сигнал і джерело ризику ліквідності проєкту. За результатами інтегральної оцінки проєкт віднесено до межі зеленої та жовтої зон: він є фінансово життєздатним, однак перехід до наступної стадії доцільно дозволити за умови посилення продажів, постійного моніторингу покриття будівельних витрат і формування додаткового резерву ліквідності.

Висновки до другого розділу.

1. Підприємства-девелопери України на сьогодні функціонують у складних умовах високої невизначеності та ризиків. Результати фінансово-економічної діагностики дозволяють зробити висновок про наявність поступового відновлення інвестиційної активності у 2023-2025 рр., що створює передумови для стабілізації діяльності будівельної галузі, проте рівень інвестиційної активності поки не досяг впевнених довоєнних значень. Основними тенденціями розвитку є переорієнтація на проєкти відбудови та реконструкції, диверсифікація джерел фінансування, впровадження сучасних інформаційних технологій управління будівельними проєктами та підвищення енергоефективності будівель. Водночас основними об'єктами будівництва будуть будівлі житлового фонду, транспортної та енергетичної інфраструктури, менше – соціальні об'єкти та комерційні центри.

2. Обґрунтовано зміст і відмінні ознаки фінансово-економічної діагностики девелоперського проєкту – її проєктну спрямованість, фазову чутливість і багатоканальність – та запропоновано архітектуру діагностичної системи, що поєднує інформаційну базу, принципи, п'ять діагностичних блоків і механізм їх інтеграції, обслуговуючи три рівні управлінських рішень – проєктний, портфельний і рівень підприємства. Запропонований аналітико-

методичний базис фінансово-економічної діагностики проєктів будівельного девелопменту, на відміну від традиційного опису джерел фінансування, є цілісною системою оцінювання, орієнтованою на підготовку обґрунтованих управлінських рішень за умов змішаного фінансування.

3. Сформовано систему показників за п'ятьма напрямками: структура капіталу та частки джерел (з показниками автономії, фінансового важеля та індексом диверсифікації джерел за логікою індексу концентрації); ліквідність і достатність грошового потоку (з коефіцієнтом покриття будівельних витрат попередніми продажами, DSCR та запасом ліквідності); фінансова стійкість (з адаптованим застосуванням інтегральних дискримінантних моделей і врахуванням фазової відповідності); ризики фінансування (з картою ризиків і скоринговим індексом). Показники прив'язано до реального макроконтексту українського ринку, де власні кошти підприємств забезпечують близько 3/4 капітальних інвестицій, банківський кредит – близько 5 %, а кошти населення на будівництво житла – близько 6 %, а державна підтримка попиту через програму доступної іпотеки відіграє роль прискорювача обороту коштів покупців переважно в нижчих цінових сегментах.

4. Запропоновано методичний підхід до вибору моделі змішаного фінансування залежно від класу житла, що включає характеристику класів за фінансово значущими параметрами, матрицю рекомендованих базових структур капіталу та ітеративний алгоритм вибору моделі з діагностикою правових, ринкових і ковенантних обмежень. Підхід відображає закономірність, за якою здатність проєкту фінансуватися коштами покупців знижується від економ- до преміум-класу, тоді як роль власного капіталу й боргу зростає.

5. Розроблено механізм згортання блокових оцінок в інтегральний діагностичний показник із диференційованими за стадією вагами та коригувальним впливом ризиків, а також структуру діагностичної картки проєкту, прив'язаної до етапних «воріт». Це забезпечує своєчасність і адресність рішень щодо коригування структури фінансування й темпів будівництва.

РОЗДІЛ 3. МЕТОДИКО-ПРИКЛАДНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФОРМУВАННЯ ТА АДАПТИВНОГО КОРИГУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ-ДЕВЕЛОПЕРІВ ЗІ ЗМІШАНОЮ ФОРМОЮ ФІНАНСУВАННЯ

3.1. Методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера за результатами фінансово-економічної діагностики

Результати теоретико-методичного дослідження, проведеного у розділі 1, визначили стратегію розвитку підприємства-девелопера як керовану цільову траєкторію взаємоузгоджених змін ринково-продуктового профілю, портфеля проєктів, організаційних спроможностей і стадійної фінансової архітектури. Аналітичний базис розділу 2, своєю чергою, дає змогу оцінити не лише поточний фінансово-економічний стан окремого проєкту, а й здатність підприємства забезпечувати завершення всього портфеля, підтримувати ліквідність, виконувати договірні зобов'язання та зберігати керованість за зміни попиту, вартості ресурсів і доступності джерел капіталу. Водночас самі результати діагностики не визначають автоматично стратегічного рішення: однакове інтегральне значення може формуватися за різного поєднання ліквідності, боргового навантаження, концентрації джерел, фазової відповідності фінансування і ринкового потенціалу.

Отже, між діагностикою та вибором стратегії необхідна формалізована процедура перетворення аналітичних висновків у набір допустимих стратегічних альтернатив. Така процедура має враховувати три обставини. По-перше, стратегія розвитку не тотожна моделі фінансування: фінансова конфігурація визначає ресурсні межі темпу й масштабу розвитку, однак не підмінює ринково-продуктовий, портфельний та організаційний зміст стратегії. По-друге, критичні порушення ліквідності, правової допустимості або забезпеченості ресурсами до завершення проєкту не можуть бути компенсовані високою дохідністю чи сприятливою ринковою позицією. По-третє, стратегічний вибір повинен

спиратися не на статичну структуру джерел, а на їх цільову міграцію за стадіями життєвого циклу та сукупний вплив проєктних траєкторій на портфель підприємства.

З урахуванням зазначеного методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера пропонується трактувати як впорядковану сукупність аналітичних процедур, критеріїв, обмежень і правил прийняття рішень, за допомогою яких результати фінансово-економічної, структурно-динамічної та ринково-конкурентної діагностики трансформуються у цільову траєкторію розвитку, набір стратегічних альтернатив, стратегічну карту їх позиціювання та обґрунтований вибір прийнятної стратегії. Відмінність підходу полягає у поєднанні трирівневого діагностичного профілю, порогової перевірки критичних обмежень, структурно-динамічного конструювання фінансування, стратегічного картування та двоступеневого відбору альтернатив.

Метою запропонованого підходу є вибір такої стратегії, яка не лише забезпечує очікуваний економічний результат, а й відповідає фактичній фінансовій спроможності підприємства, ринково-конкурентній позиції, допустимому ризиковому профілю та можливості завершення чинних проєктів без створення критичних касових розривів.

Сформований підхід спирається на поєднання положень стратегічного управління, проєктного фінансування та фінансової архітектури. Для девелопменту принциповим є не тільки співвідношення власного і позикового капіталу, а й строки, пріоритетність вимог, забезпечення, контрольні права та взаємозв'язок контрактів [33; 37; 61; 75]. Сучасні вітчизняні дослідження доповнюють цей базис критеріями вибору фінансових інструментів, оптимізації структури джерел і оцінювання ефективності стратегій підприємств-девелоперів [41; 49; 99; 100]. Відповідно теоретичний огляд у цьому підрозділі виконує інструментальну функцію: обґрунтовує критерії, за якими результати діагностики перетворюються на управлінське рішення.

Таблиця 3.1

Інформаційно-аналітичні входи методичного підходу до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера

Інформаційно-аналітична база	Ключовий результат	Використання у стратегічному виборі
Результати теоретико-методичного узагальнення наукових підходів до стратегічного управління, проєктного фінансування, управління портфелем і стратегічної стійкості підприємства	Цільова траєкторія, критерії стратегічної стійкості, корпоративний, портфельний і проєктний рівні формування стратегії	Задає зміст стратегії, принципи її прийнятності та межі допустимого розвитку
Офіційна макроекономічна й галузева статистика; нормативно-правові акти; дані про регіональний розвиток, будівельну активність, фінансування капітальних інвестицій і безпекові ризики	Макроекономічні, галузеві, регіональні, інституційні й безпекові умови діяльності	Формує зовнішні обмеження, сценарні припущення та оцінку доступності джерел капіталу
Фінансова звітність підприємства; бюджети і календарні плани проєктів; графіки надходжень і платежів; кредитні договори, ковенанти; дані про ліквідність, боргове навантаження, продажі та ризики	Інтегральний діагностичний показник, блокові оцінки, карта ризиків, діагностична картка проєкту та рішення етапних «воріт»	Визначає фінансово-економічну життєздатність окремих проєктів і портфеля підприємства
Дані первинного ринку житлової нерухомості; ціни й обсяги пропозиції конкурентів; характеристики житлових комплексів; результати кваліметричного оцінювання об'єктів; дані опитувань і каналів залучення покупців	Ринково-конкурентне позиціювання, клас і параметри продукту, потенціал попиту, ціновий коридор і темп реалізації	Визначає ринково-продуктовий вектор розвитку та припустиму залежність фінансування від коштів покупців
Структура джерел фінансування проєктів; графіки їх залучення за стадіями життєвого циклу; договори з кредиторами, інвесторами і покупцями; проєктні бюджети; показники концентрації, структурних зрушень, ліквідності й чутливості грошових потоків	Диверсифікація джерел, фазова відповідність, запас стійкості, чутливість до зміни попиту, макроекономічні межі та класозалежний профіль моделі фінансування	Використовується для побудови цільової траєкторії фінансування кожної стратегічної альтернативи

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Логіку методичного підходу подано на рис. 3.1. Вона охоплює вісім послідовних етапів, проте не є суто лінійною: якщо стратегічна альтернатива не проходить перевірку критичних обмежень або структурно-динамічний тест,

здійснюється повернення до уточнення портфеля, параметрів продукту, темпу запусків чи цільової фінансової конфігурації. Саме наявність таких зворотних переходів відрізняє стратегічний вибір від формального ранжування варіантів за одним інтегральним показником.



Рис. 3.1. Послідовність формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера

Джерело: розроблено автором.

Перший етап – формування інформаційно-діагностичного профілю. Його призначення полягає у зведенні результатів попередніх розрахунків до системи ознак, придатної для стратегічної інтерпретації. На відміну від механічного агрегування всіх показників в один індекс, діагностичний профіль має зберігати блокову структуру, оскільки стратегічні наслідки однакового інтегрального результату залежать від того, яким саме чинником він сформований [175]. Наприклад, недостатня ліквідність потребує негайного обмеження нових запусків, тоді як підвищена концентрація джерел за достатнього грошового покриття допускає поступову диверсифікацію фінансування без зміни загальної цільової траєкторії.

Діагностичний профіль доцільно формувати одночасно на проектному, портфельному та корпоративному рівнях (табл.3.2).

Таблиця 3.2

Структура діагностичного профілю для стратегічного вибору

Рівень	Об'єкт оцінювання	Ключові діагностичні ознаки	Стратегічне питання
Проектний	Окремий девелоперський проект	Фінансування до завершення; ліквідність; DSCR; стадійна відповідність; клас житла; ризики дозволів, витрат і продажів	Чи може проект бути продовжений у заявленому форматі та темпі?
Портфельний	Сукупність активних і запланованих проектів	Синхронізація стадій; концентрація за сегментами й територіями; сукупна потреба у власному капіталі; дефіцит фінансування; взаємозалежність потоків	Який масштаб і календар запусків не порушує стійкість чинного портфеля?
Корпоративний	Підприємств о-девелопер	Фінансова незалежність; кредитоспроможність; ліквідні резерви; організаційна спроможність; репутація; доступ до партнерського капіталу	Яку траєкторію розвитку підприємство здатне фінансово й організаційно підтримувати?
Ринково-конкурентний	Цільові сегменти та продукти	Місткість і стабільність попиту; ціна; конкурентна позиція; темп поглинання; відповідність класу фактичній якості	У яких сегментах і з яким продуктом розвиток має економічне підґрунтя?
Структурно-динамічний	Фінансова архітектура за стадіями	Диверсифікація джерел; фазова відповідність; запас незалежних від попиту джерел; рання залежність від коштів покупців	Чи зберігає модель фінансування стійкість у часі та за шоку попиту?

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Проектний рівень відображає достатність ресурсів для завершення конкретного об'єкта, відповідність фінансування стадії та класу житла, запас ліквідності, боргове покриття й ризики. Портфельний рівень характеризує синхронізацію стадій, концентрацію капіталомістких проєктів, можливість перерозподілу власного капіталу, сукупний дефіцит фінансування та взаємозалежність грошових потоків. Корпоративний рівень визначає загальний ризик-апетит, кредитоспроможність, репутаційну стійкість, організаційні спроможності й доступ до партнерських та інституційних ресурсів.

$$DP_t = \langle I_t^P; I_t^{Pf}; I_t^c; SRI_t; MP_t; R_t \rangle \quad (3.1)$$

де DP_t – діагностичний профіль підприємства на момент t ;

I_t^P – сукупність проєктних оцінок;

I_t^{Pf} – портфельна оцінка;

I_t^c – корпоративна фінансово-економічна оцінка;

SRI_t – показник структурно-зумовленої стійкості моделей фінансування;

MP_t – оцінка ринково-конкурентного потенціалу;

R_t – профіль залишкових ризиків.

Формула (3.1) визначає склад профілю, але не передбачає механічної взаємозамінності його компонентів.

Другий етап – перевірка критичних обмежень стратегічної життєздатності. Його введення зумовлене пороговим характером стратегічної стійкості. Висока очікувана рентабельність не компенсує відсутності фінансування до завершення, а сприятлива конкурентна позиція не усуває правових заборон або порушення кредитних ковенантів. Тому перед формуванням і порівнянням стратегічних альтернатив необхідно відокремити обмеження, які підлягають компенсації або поетапному усуненню, від критичних обмежень, що тимчасово блокують розвиток.

Критичні обмеження виконують функцію первинного фільтра стратегічної допустимості. Вони дають змогу відокремити стратегії, які підприємство спроможне реалізувати без загрози втрати платоспроможності, порушення договірних зобов'язань або зупинення будівництва. До таких обмежень належать правова готовність проєктів, наявність підтвердженого фінансування до

завершення, достатній резерв ліквідності, дотримання кредитних ковенантів, допустимий рівень боргового навантаження та спроможність підприємства одночасно фінансувати всі активні об'єкти портфеля.

Якщо хоча б одне критичне обмеження не виконується, високий інтегральний показник не може бути підставою для вибору стратегії прискореного зростання. Наприклад, приваблива ринкова позиція, високий попит або значний потенціал прибутковості не компенсують відсутності дозвільної документації, дефіциту коштів для завершення будівництва чи ризику порушення зобов'язань перед кредиторами і покупцями. За таких умов розширення портфеля або запуск нових проєктів лише посилюватиме фінансове навантаження і підвищуватиме ризик незавершення вже розпочатих об'єктів.

Таблиця 3.3

Критичні обмеження і правила допуску стратегічних альтернатив

Група обмежень	Зміст перевірки	Ознака критичного порушення	Наслідок для стратегічного вибору
Правова допустимість	Права на землю; дозвільна готовність; законність способу залучення коштів; договірні права й обмеження	Неможливість реалізації продукту або залучення запланованого джерела у правовій моделі проєкту	Альтернатива виключається або повертається на правове реконструювання
Завершуваність проєктів	Підтверджені джерела й резерви для фінансування робіт до завершення	Непокритий дефіцит фінансування без реалістичного джерела заміщення	Заборона нових запусків; пріоритет стабілізації й завершення
Ліквідність і боргове покриття	Календар надходжень і виплат; DSCR; запас ліквідності; строки боргу	Очікуваний касовий розрив або порушення обслуговування зобов'язань	Реструктуризація фінансування та перегляд темпів реалізації
Ковенанти й забезпечення	Ліміти боргу, застави, гарантії, обмеження перерозподілу коштів	Фактичне або прогнозоване порушення договорів без погодженого плану усунення	Альтернатива не допускається до ранжування
Портфельна спроможність	Сукупна потреба у власному капіталі; одночасність капіталомістких стадій; концентрація ризиків	Запуск нових проєктів знижує ресурсне покриття чинного портфеля нижче прийнятного рівня	Перенесення, фазове рознесення або скорочення портфеля
Ризик-комплаєнс	Залишковий ризик після контрактного розподілу; страхування; критичні події	Наявність неконтрольованого ризику, здатного припинити проєкт або спричинити невиконання зобов'язань	Відмова, додаткові гарантії або зміна організаційно-договірної моделі

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Тому до усунення критичних обмежень стратегічні рішення мають бути спрямовані насамперед на стабілізацію діяльності підприємства. До допустимих заходів належать концентрація ресурсів на завершенні чинних проєктів, відновлення ліквідності, реструктуризація боргу й інших зобов'язань, залучення додаткового власного або партнерського капіталу, перегляд графіків фінансування та запуску об'єктів, відтермінування нових інвестицій, а також вихід із проєктів, які не мають достатньої правової готовності, підтвердженого попиту або економічної доцільності. Лише після усунення виявлених обмежень підприємство може повторно розглядати стратегії масштабування та прискореного розвитку.

Третій етап – визначення стратегічного розриву та цільової траєкторії. Після проходження першого фільтра фактичний діагностичний профіль порівнюється з цільовим станом, обґрунтованим у межах корпоративних цілей і ринково-конкурентних можливостей. Стратегічний розрив не слід зводити лише до різниці між плановим і фактичним прибутком. Для підприємства-девелопера він має охоплювати невідповідність між бажаним і допустимим масштабом портфеля, часткою проєктів на капіталомістких стадіях, цільовою та фактичною фінансовою архітектурою, швидкістю продажів, рівнем ліквідних резервів і наявними організаційними компетентностями.

$$G_t = X^*_t - X_t = \langle G^M; G^P; G^f; G^O; G^R \rangle \quad (3.2)$$

де G_t – вектор стратегічного розриву;

X^*_t і X_t – відповідно цільовий і фактичний стани;

G^M – ринково-продуктовий розрив;

G^P – портфельний;

G^f – фінансовий;

G^O – організаційний;

G^R – ризиковий.

У практичному застосуванні частина складових може мати кількісну форму, а частина – якісну градацію. Це не є методичною вадою, оскільки завдання етапу полягає не в штучному приведенні всіх характеристик до одного масштабу, а у встановленні напрямку і пріоритетності змін.

Цільова траєкторія повинна бути внутрішньо узгодженою. Збільшення кількості проєктів має супроводжуватися достатнім власним капіталом, кредитними або партнерськими ресурсами, управлінськими компетентностями та резервами ліквідності. Розширення частки проєктів «комфорт»-класу потребує підтвердженого масового попиту і контролю залежності від коштів покупців, тоді як зростання частки «преміум»-проєктів вимагає більшого запасу власного й партнерського капіталу та довшого горизонту обороту. Таким чином, цільовий стан формується як конфігурація взаємопов'язаних параметрів, а не як сукупність незалежних цілей.

Четвертий етап – формування стратегічних альтернатив. Набір альтернатив утворюється шляхом комбінування чотирьох контурів: ринково-продуктового, портфельного, фінансового та організаційного. Для кожної альтернативи визначаються цільові сегменти, клас і параметри продукту, структура та календар портфеля, стадійна фінансова архітектура, необхідні компетентності, ризик-апетит і допустимий темп розвитку. Це дає змогу уникнути ситуації, коли одна й та сама назва стратегії використовується для економічно несумісних рішень.

У межах методичного підходу запропоновано п'ять базових типів стратегій. Вони не є жорстко фіксованими шаблонами: конкретний зміст визначається діагностичним профілем підприємства та класом, стадією і ринком кожного проєкту. Водночас типологія створює спільну логіку для зіставлення альтернатив і встановлення меж їх застосування.

Таблиця 3.4

Базові типи стратегій розвитку підприємства-девелопера

Код і тип стратегії	Діагностичні передумови	Ключові управлінські рішення	Цільовий профіль фінансування
S1. Захисна стабілізація та завершення портфеля	Критичні або близькі до критичних значення ліквідності; дефіцит фінансування до завершення; порушення ковенантів; слабкий попит	Заборона нових запусків; концентрація ресурсів на завершенні; реструктуризація боргу; продаж непрофільних активів; перегляд витрат і строків	Консервативна модель: переважання підтверджених власних і партнерських ресурсів ($E_c + I_c > 60\%$); мінімізація ранньої залежності від коштів покупців

Продовження табл.3.4

S2. Відновлення спроможності та селективний розвиток	Обмежена фінансова спроможність за наявності окремих привабливих проєктів або сегментів	Вибіркова концентрація на проєктах із найвищою готовністю; залучення співінвестора; фазове рознесення запусків; відмова від слабких проєктів	Перехідна модель: наближена до консервативної на старті з поступовим заміщенням власного капіталу коштами покупців після підтвердження попиту
S3. Збалансований портфельний розвиток	Прийнятна ліквідність; збалансований портфель; середня або висока ринкова привабливість; керований ризиковий профіль	Синхронізація проєктів різних стадій; диверсифікація сегментів і джерел; підтримання лімітів боргу та резервів	Збалансована модель: зіставні частки E_c , B_c , P_c за помірною I_c і C_c , без домінування одного джерела
S4. Ринково-продуктова диверсифікація	Висока фінансова спроможність за надмірної концентрації в одному сегменті, території або типі доходу	Освоєння нових сегментів; зміна продуктового портфеля; розвиток орендної або комерційної складової; партнерство для нових компетентностей	Капіталозабезпечений вхід у нові напрями: підвищена частка власного й партнерського капіталу до підтвердження попиту в новому сегменті
S5. Прискорене масштабування	Висока фінансово-стратегічна спроможність; стійкий попит; достатні резерви; підтверджена здатність реалізовувати кілька проєктів	Розширення портфеля й географії; прискорення запусків; залучення боргу та інституційного капіталу в межах лімітів; стандартизація процесів	Оборотно-орієнтована або збалансована модель ($P_c > 40\%$ допустимо лише за підтвердженого масового попиту) за високого запасу стійкості

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Наведені у табл. 3.4 цільові профілі фінансування не є довільними: вони спираються на типологію моделей змішаного фінансування за профілем стратегічної стійкості, узагальнену в табл. 3.5. Кожен із п'яти базових типів стратегій використовує один із трьох структурних архетипів моделі фінансування або перехід між ними, що надає якісним формулюванням табл. 3.4 кількісно визначені орієнтири. Важливо, що тип моделі не є сталим протягом життєвого циклу проєкту чи портфеля: відповідно до фазової динаміки проєкт може стартувати як консервативний (з опорою на власний капітал) і поступово зміщуватися до оборотно-орієнтованого профілю в міру нарощування продажів.

Таблиця 3.5

Типологія моделей змішаного фінансування за профілем стратегічної стійкості

Тип моделі	Структурна ознака	Профіль стійкості	Сфера доцільного застосування
Консервативна (капітало-забезпечена)	Переважає власного та партнерського капіталу ($E_c + I_c > 60\%$)	Висока стійкість до шоків, низька залежність від попиту; повільніше масштабування	«Преміум»-клас; нестабільні ринки; рання фаза проєктів; стратегії S1, S2
Збалансована	Зіставні частки E_c , B_c , P_c за помірного I_c та C_c	Помірна стійкість за прийнятної швидкості розвитку; вимагає дисципліни обслуговування боргу	«Бізнес»-клас; ліквідні регіональні ринки; ринки з підтвердженим попитом; стратегія S3, частково S4
Оборотно-орієнтована (попитозалежна)	Висока частка коштів покупців ($P_c > 40\%$)	Швидкий оборот капіталу за підвищеної вразливості до шоку попиту й регуляторних змін	«Комфорт»-клас за підтвердженого масового попиту та доступної іпотеки; стратегія S5

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Саме контроль за цим зміщенням, а не одноразова фіксація структури, є предметом стратегічного управління фінансуванням, для чого й потрібна формалізована структурно-динамічна модель.

Для кожної стратегії формується не одна фіксована частка джерел, а цільова структурно-динамічна траєкторія фінансування за стадіями проєктів. Структурно-динамічний аналіз, розроблений у попередній редакції підрозділу, в оновленій рекомендаційній логіці виконує функцію перевірки та параметризації стратегічної альтернативи, а не самостійного опису джерел капіталу. Його ключові результати – оцінка диверсифікації, фазової відповідності, запасу незалежних від поточного попиту джерел і ранньої залежності від коштів покупців – включаються до процедури вибору стратегії.

$$FM_{p,t}^k = \{E_{p,t}^k; B_{p,t}^k; P_{p,t}^k; I_{p,t}^k; C_{p,t}^k\}, \quad \sum_j w_{j,p,t}^k = 1 \quad (3.3)$$

де $FM_{p,t}^k$ – цільова модель фінансування проєкту p на стадії t у межах стратегії k ;

E, B, P, I, C – відповідно частки власного, боргового, клієнтського,

партнерського/інституційного капіталу та комерційної складової. При цьому частки є лише кількісним зрізом фінансової архітектури і мають доповнюватися строками, вартістю, забезпеченням, правами контролю, ковенантами та порядком заміщення джерел. Умова нормування часток до одиниці означає, що завдання девелопера полягає не у простому пошуку якомога більшої кількості джерел, а у визначенні такого їх співвідношення, яке відповідає обраній стратегії, класу об'єкта, очікуваній швидкості продажу, рівню ризику та капіталомісткості проекту. Кожне джерело має власну економічну природу, структурну роль і власний характер впливу на стійкість підприємства, узагальнену характеристику яких наведено в табл. 3.6.

Таблиця 3.6

**Структурне подання складників моделі змішаного фінансування
девелоперського проекту**

Джерело (складник)	Економічна природа та структурна роль	Структурний ефект для стійкості підприємства
Власний капітал (Ec)	Статутний капітал, нерозподілений прибуток, кошти власників; фінансує найризикованішу передінвестиційну фазу	Формує буфер стійкості та фінансову незалежність; надмірна частка знижує віддачу капіталу
Боргове фінансування (Bc)	Банківські кредити та позики з ковенантами й графіком погашення	Підсилює масштаб, але підвищує чутливість до процентного й валютного шоку; вимагає дисципліни обслуговування
Кошти покупців (Pc)	Кошти населення за договорами щодо майбутньої нерухомості, ФФБ тощо	Прискорюють оборот капіталу, але переносять частину ризику на девелопера й посилюють залежність від попиту
Партнерський / інституційний капітал (Ic)	Інститути спільного інвестування, фонди, пайове та партнерське фінансування («терплячий» капітал)	Підвищує стійкість і розподіляє ризик; в Україні є найменш розвиненим каналом
Комерційна складова (Cc)	Доходи від вбудованих нежитлових, торговельних і сервісних приміщень	Диверсифікує джерела доходу та підвищує привабливість житлової частини

Джерело: систематизовано автором на основі [98; 171]

Структурна прийнятність цільової траєкторії визначається не мінімізацією однієї частки, а сумісністю її складових. Підвищення частки власного капіталу збільшує запас стійкості, але може обмежувати масштабування; борг прискорює

розвиток, проте посилює чутливість до процентного ризику і строкової невідповідності; кошти покупців підтримують оборот капіталу, але роблять проєкт залежним від темпу продажів; партнерський капітал розподіляє ризик, однак зменшує частку контролю і кінцевого результату. Відтак стратегічна альтернатива має перевірятися на здатність підтримувати прийнятний баланс «стійкість – швидкість» не в окремий момент, а протягом усього життєвого циклу.

Формування цільової траєкторії не може ігнорувати об'єктивні макроекономічні межі, у яких функціонує підприємство-девелопер. Структура джерел фінансування капітальних інвестицій в Україні протягом останніх років залишається виразно асиметричною: домінують власні кошти підприємств, тоді як банківський кредит відіграє другорядну роль. Зіставну структуру за 2020–2021 роки узагальнено в табл. 3.7.

Таблиця 3.7

**Структура джерел фінансування капітальних інвестицій в Україні у
2020–2021 роках, % до загального обсягу**

Джерело фінансування	2020	2021
Власні кошти підприємств	66,5	68,6
Бюджети (державний і місцеві)	19,1	17,6
Кредити банків та інші позики	6,7	5,0
Кошти населення на житло	4,9	5,4
Інші джерела (у т. ч. іноземні)	2,8	3,4
Разом	100,0	100,0

Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України [173].

Наведене співвідношення визначає два практичні обмеження. По-перше, боргове фінансування не може розглядатися як масовий ресурс, доступний незалежно від кредитоспроможності та стадії проєкту: частка кредитів банків та інших позик становила лише 6,7 % у 2020 р. і 5,0 % у 2021 р. По-друге, бюджетне фінансування для комерційного житлового девелопменту діє переважно опосередковано – через інфраструктуру та підтримку платоспроможного попиту. Отже, цільова траєкторія фінансування має формуватися не з припущення про

необмежену доступність боргу, а з оцінки фактичного запасу власного, партнерського й контрактно підтвердженого клієнтського капіталу [96; 100].

Інерційність структури перевірено за допомогою середнього лінійного та середнього квадратичного коефіцієнтів абсолютних структурних зрушень, інтегрального коефіцієнта К. Гатєва та індексу Салаї (табл. 3.8). Розрахунок виконує допоміжну функцію: він характеризує масштаб річного перерозподілу між джерелами, але не використовується як самостійна підстава для вибору стратегії.

Таблиця 3.8

Коефіцієнти структурних зрушень у джерелах фінансування капітальних інвестицій

Показник структурних зрушень	2020 → 2021
Середній лінійний коефіцієнт (L), п. п.	1,28
Середній квадратичний коефіцієнт (Q), п. п.	1,43
Інтегральний коефіцієнт Гатєва (Kg)	0,032
Індекс Салаї (IS)	0,083

Джерело: розраховано автором за даними табл. 3.7

Значення коефіцієнта Гатєва 0,032 та індексу Салаї 0,083 свідчать про незначний масштаб річних структурних зрушень у 2020–2021 рр. Це підтверджує вихідну інерційність конфігурації, у якій власні кошти залишаються домінуючим джерелом, а кредитний канал – обмеженим. У методичному підході цей висновок використовується як макроекономічне обмеження, а не як прогноз: доступність кожного джерела має повторно перевірятися на дату формування стратегії.

Компроміс «стійкість – швидкість», який лежить в основі формули (3.4), визначається якісним впливом кожного складника моделі фінансування на компоненти стратегічної стійкості. Матрицю цього впливу, що безпосередньо обґрунтовує знаки й відносну вагу компонентів показника SRI, наведено в табл. 3.9.

$$SRI_{p,t}^k = a_1 D_{p,t}^k + a_2 \Phi_{p,t}^k + a_3 B_{p,t}^k - \gamma P_{p,t}^{ek} \quad (3.4)$$

де $D = 1 - NHI$ – індекс диверсифікації джерел;

Φ – коефіцієнт фазової відповідності;

$B = E + I$ – запас джерел, не залежних від поточного попиту;

P^e – частка коштів покупців на ранній стадії;

$a_1 + a_2 + a_3 = 1$; γ – коефіцієнт штрафу за ранню залежність від попиту.

Ваги не повинні встановлюватися довільно: їх доцільно визначати експертно-аналітичним способом із подальшою перевіркою чутливості результату. За відсутності достатньої емпіричної бази рівні ваги можуть використовуватися лише як пілотне припущення, а не як універсальний норматив.

Таблиця 3.9

Матриця впливу складників моделі фінансування на компоненти стратегічної стійкості

Складник	Фінансова незалежність	Стійкість до шоків	Гнучкість портфеля	Швидкість розвитку
Власний капітал (Ес)	↑↑ сильний +	↑ +	↓ –	↓ –
Борг (Вс)	↓ –	↓ за надмірності –	↑ +	↑ +
Кошти покупців (Рс)	≈ нейтрально	↓↓ сильний –	↑ +	↑↑ +
Партнер./інституц. (Іс)	↑ +	↑↑ сильний +	↑ +	↑ +
Комерційна складова (Сс)	↑ +	↑ +	≈ нейтрально	≈ нейтрально

Джерело: розроблено автором. «+» – підвищення, «–» – зниження відповідної компоненти стійкості; подвоєння позначки відображає силу впливу

Матриця проявляє центральний для стратегії розвитку компроміс: кошти покупців і борг прискорюють розвиток і обіг капіталу, але послаблюють стійкість до шоків; власний і партнерський капітал зміцнюють стійкість, проте сповільнюють масштабування. Через структурну слабкість кредитного каналу, підтверджену табл. 3.7–3.8, українські девелопери позбавлені одного з класичних інструментів балансування цього компромісу – дешевого й доступного боргу, – а отже змушені шукати рівновагу переважно в координатах «власний капітал – кошти покупців». Саме тому для стратегій S1 і S2 методичний підхід рекомендує

утримувати запас $B = E_c + I_c$ на підвищеному рівні, тоді як для стратегії S5 допустиме зниження цього запасу компенсується виключно підтвердженою стійкістю попиту.

На портфельному рівні значення має не лише SRI окремих проєктів, а накладання їхніх траєкторій. Якщо більшість проєктів одночасно входить у стадію максимального споживання власного капіталу, навіть формально стійкі індивідуальні моделі можуть створити критичний дефіцит на рівні підприємства. Тому кожна стратегічна альтернатива доповнюється портфельним календарем, що відображає потребу в капіталі, очікуване вивільнення ресурсів і допустимі часові інтервали запуску нових об'єктів.

Складник фазової відповідності Φ у формулі (3.4) операціоналізує закономірну міграцію часток джерел за фазами життєвого циклу проєкту. На передінвестиційній і початковій фазах, коли проєкт ще не має дозвільної документації та продажів, домінує власний капітал (E_c), оскільки інші джерела на цій стадії недоступні. У міру отримання дозволів і запуску продажів зростає роль коштів покупців (P_c) та, за наявності підтвердженого попиту, боргового фінансування (B_c). На завершальній фазі активізується комерційна складова (C_c), а частка власного капіталу, що вивільняється, може спрямовуватися в нові проєкти портфеля. Відхилення фактичної траєкторії від еталонної для обраної стратегії – наприклад, передчасне нарощування P_c до отримання дозволів – виступає раннім індикатором ризику і підставою для повернення альтернативи на другий етап методичного підходу.

Клас житлової нерухомості визначає базову конфігурацію часток моделі фінансування, навколо якої розгортається її стадійна траєкторія. Ринково-конкурентне обґрунтування класу проєкту здійснюється засобами діагностики підрозділу 2.3, тоді як для цілей формування стратегії достатньо застосувати рекомендовані діапазони структури джерел за класами, узагальнені в табл. 3.10.

Рекомендована структура джерел є не довільним нормативом, а прямим відображенням домінантного ризику відповідного класу.

Таблиця 3.10

Структурна диференціація моделей змішаного фінансування за класами житлової нерухомості

Клас житла	Ринкова характеристика	Основний ризик	Рекомендована структура джерел
«Комфорт»	Масовий сегмент, висока конкуренція, чутливість до ціни	Залежність від швидкості продажів та ризик дисконтування	Кошти покупців 35–45 %; власний капітал 20–25 %; борг 20–25 %; партнер./інституц. 5–10 %; комерційна складова 5–10 %
«Бізнес»	Баланс ціни, якості, локації та інвестиційної привабливості	Невідповідність заявленого класу фактичній якості	Збалансована структура: власний капітал 25–35 %; борг 25–35 %; кошти покупців 25–35 %; партнерський 5–10 %; комерційна 5–10 %
«Преміум»	Висока ціна, вузький попит, підвищені вимоги до сервісу й приватності	Повільна реалізація та висока капіталомісткість	Власний капітал 40–55 %; приватні/партнерські 20–30 %; борг 10–20 %; кошти покупців 5–15 %; комерційна до 10 %

Джерело: складено автором за результатами власного дослідження [98]

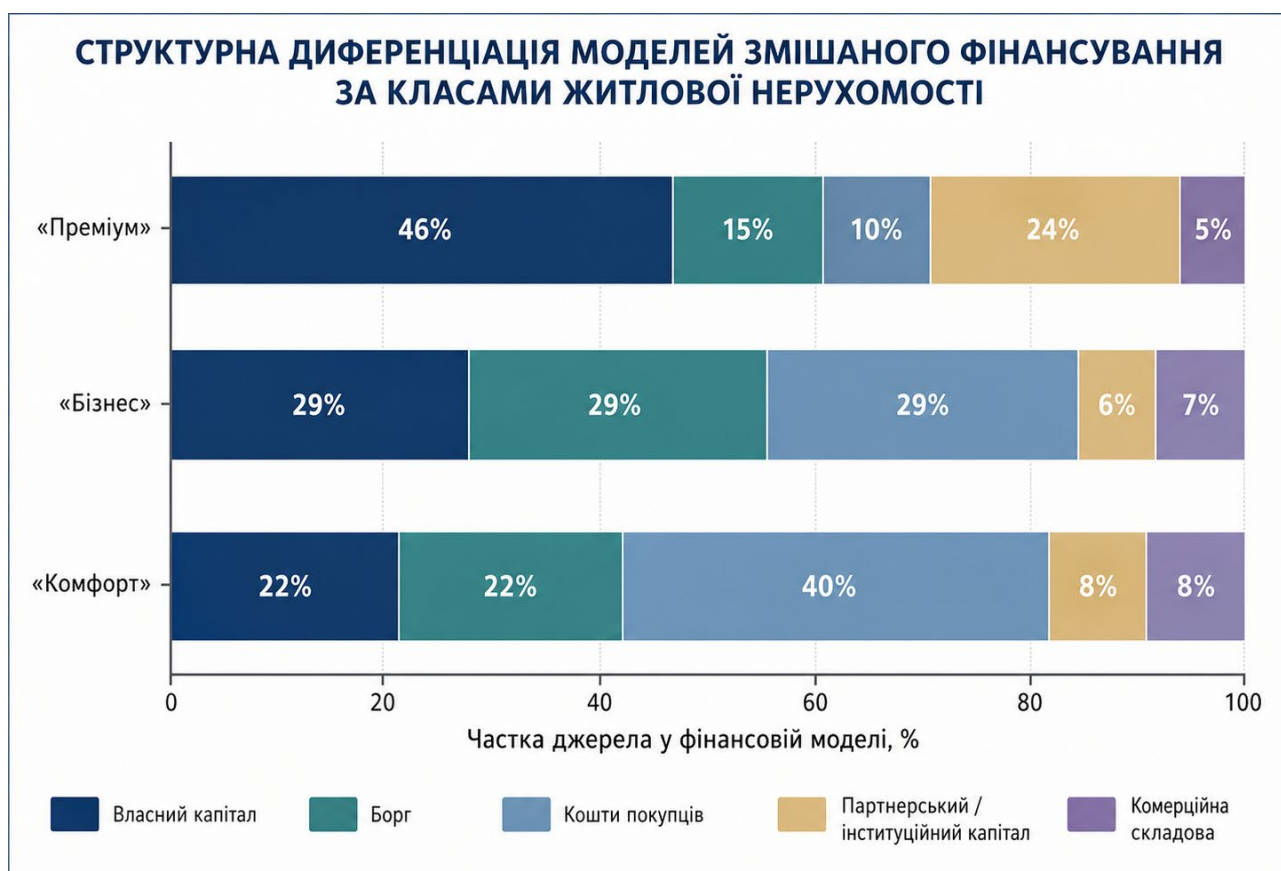


Рис. 3.2. Класозалежна структура моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів (орієнтовні середні значення діапазонів)

Джерело: побудовано автором за результатами власного дослідження [98].

Для «комфорт»-класу допустима вища частка коштів покупців компенсується вимогою підтвердженого масового попиту й мінімального запасу власного капіталу на ранній фазі. Для «бізнес»-класу обґрунтованою є збалансована структура, у якій жодне джерело не домінує. Для «преміум»-класу ризик повільної реалізації за високої капіталомісткості унеможливорює опору на кошти покупців і зміщує структуру до власного й партнерського капіталу. Ці діапазони доцільно використовувати як вихідні орієнтири при параметризації формули (3.3) для конкретного проєкту в межах обраної стратегії, коригуючи їх за результатами блоку «Ліквідність і достатність грошового потоку» діагностичного апарату підрозділу 2.2.

П'ятий етап – позиціювання альтернатив на стратегічній карті. Стратегічна карта є одним із результатів методичного підходу, але не замінює остаточного рішення. Вона виконує функцію попередньої типологізації: співвідносить внутрішню фінансово-стратегічну спроможність підприємства з ринково-конкурентним потенціалом цільових сегментів. Такий двовимірний підхід дає змогу уникнути двох крайнощів: вибору агресивного розвитку лише через привабливість ринку та надмірної консервації ресурсів за наявності достатньої спроможності й підтверджених можливостей.

$$FSC_t = \alpha_1 I^{fe}_t + \alpha_2 SRI_t + \alpha_3 PB_t + \alpha_4 CR_t \quad (3.5)$$

де FSC_t – фінансово-стратегічна спроможність підприємства;

I^{fe}_t – інтегральна фінансово-економічна оцінка;

SRI_t – структурно-зумовлена стійкість;

PB_t – збалансованість портфеля;

CR_t – покриття ресурсами потреби до завершення проєктів;

$\sum \alpha_i = 1$.

Показник має використовуватися разом із блоковим профілем: високе значення не дає права ігнорувати окреме критичне порушення.

$$MCP_t = \beta_1 MA_t + \beta_2 CP_t + \beta_3 DS_t + \beta_4 PM_t \quad (3.6)$$

де MCP_t – ринково-конкурентний потенціал;

MA_t – привабливість сегмента;

CP_t – конкурентна позиція підприємства або проєкту;

DS_t – стійкість і підтвердженість попиту;

PM_t – ціново-якісна відповідність і потенціал маржі;

$\Sigma\beta_i = 1$.

Обидві координати нормуються в порівнянному інтервалі та поділяються на низьку, середню і високу зони за порогами, обґрунтованими в діагностичному інструментарії підрозділів 2.2–2.3 або визначеними на основі вибірки порівнюваних проєктів. Універсальні числові межі без емпіричної перевірки встановлювати недоцільно.

СТРАТЕГІЧНА КАРТА ВИБОРУ ТИПУ СТРАТЕГІЇ

		Фінансово-стратегічна спроможність підприємства		
		Низька	Середня	Висока
Ринково-конкурентний потенціал	Високий	S2 Відновлення спроможності через партнерство і селективний запуск	S3 Збалансований селективний розвиток	S5 Прискорене масштабування
	Середній	S1/S2 Стабілізація з точковим використанням можливостей	S3 Збалансований портфельний розвиток	S4 Диверсифікація та перерозподіл капіталу
	Низький	S1 Захисна стабілізація, завершення або вихід	S2 Реконфігурація портфеля і вибіркова концентрація	S4 Ринково-продуктова диверсифікація

Рис. 3.3. Стратегічна карта вибору типу стратегії розвитку підприємства-девелопера

Джерело: розроблено автором.

Інтерпретація стратегічної карти здійснюється за принципом домінуючої логіки. Низька фінансово-стратегічна спроможність обмежує допустимий масштаб розвитку незалежно від привабливості ринку; висока ринкова можливість у такій ситуації може бути використана лише через партнерство, співінвестування, поетапний запуск або відкладений вхід. Висока фінансова спроможність за слабого потенціалу чинного сегмента, навпаки, створює підстави для диверсифікації, зміни продукту, географії або способу монетизації

активів. Лише одночасне поєднання високих значень обох координат допускає розгляд прискореного масштабування (стратегія S5), і то за умови проходження критичних фільтрів та стрес-перевірки.

У межах однієї клітини карти можуть залишатися декілька стратегічних альтернатив. Наприклад, середня фінансова спроможність і високий ринковий потенціал можуть підтримувати як збалансований селективний розвиток (S2–S3), так і партнерське прискорення окремого проєкту. Тому карта визначає рекомендований клас рішення, а остаточний вибір здійснюється на наступному етапі шляхом двоступеневого відбору.

Шостий етап – двоступеневий вибір стратегії. На першому ступені кожна альтернатива перевіряється за критеріями життєздатності: правовою допустимістю, фінансуванням до завершення, ліквідністю, дотриманням ковенантів, портфельною спроможністю та прийнятністю залишкового ризику. Альтернативи, які не проходять хоча б один критичний критерій і не мають реалістичного компенсаторного заходу, виключаються з подальшого ранжування. На другому ступені порівнюються лише допустимі альтернативи за сукупністю критеріїв стратегічної результативності.

$$\Omega = \{S_k \mid L_k \geq L_{\min}; CR_k \geq CR_{\min}; COV_k = 1; R_k \leq R_{\max}; PC_k = 1\} \quad (3.7)$$

де Ω – множина стратегічно допустимих альтернатив;

L_k – ліквідність; CR_k – ресурсне покриття завершення;

COV_k – дотримання договірних і ковенантних обмежень;

R_k – залишковий ризик;

PC_k – відповідність портфельній спроможності.

Конкретні граничні значення $L_{\min}$, $CR_{\min}$ і $R_{\max}$ визначаються з урахуванням стадії, класу проєкту, договірних умов і внутрішнього ризик-апетиту підприємства.

$$U(S_k) = \sum_j \omega_j q_{jk} - \lambda R_k^* \rightarrow \max, S_k \in \Omega \quad (3.8)$$

де $U(S_k)$ – узагальнена оцінка стратегічної альтернативи;

q_{jk} – нормована оцінка альтернативи k за критерієм j ;

ω_j – вага критерію;

R^*_k – скоригований ризик реалізації;

λ – коефіцієнт ризикової чутливості.

Формула (3.8) застосовується не для заміни управлінського рішення автоматичним розрахунком, а для прозорого зіставлення варіантів і фіксації причин вибору. Ваги мають відображати стратегічні пріоритети підприємства та перевірятися аналізом чутливості: якщо незначна зміна ваг радикально змінює рейтинг, рішення слід визнати нестійким і повернути на додаткову перевірку.

Таблиця 3.11

Критерії багатокритеріального ранжування стратегічних альтернатив

Критерій	Зміст оцінювання	Переважаючий показник або доказ	Роль у виборі
Стратегічна відповідність	Узгодженість із цільовими ринками, продуктом, ризик-апетитом і довгостроковою траєкторією	Експертно-аналітична оцінка відповідності цілям і принципам	Не допускає локально вигідних, але стратегічно суперечливих рішень
Фінансова життєздатність	Прибутковість, вартість капіталу, ліквідність і фінансування до завершення	NPV/IRR за наявності даних; DSCR; запас ліквідності; ресурсне покриття	Визначає економічну здійсненність альтернативи
Стратегічна стійкість	Здатність витримувати зниження попиту, зростання витрат і затримки	SRI; результати стрес-перевірки; запас незалежних джерел	Відсікає варіанти з надмірною залежністю від одного сценарію
Портфельна збалансованість	Вплив на концентрацію, календар стадій та сукупну потребу в капіталі	Портфельний календар; концентрація; пікова потреба у власному капіталі	Перевіряє наслідки рішення для всього підприємства
Ринково-конкурентний ефект	Відповідність попиту, ціні, класу, конкурентній позиції та темпу продажів	Оцінка МСР; прогноз поглинання; ціново-якісна відповідність	Обґрунтовує джерело майбутніх грошових надходжень
Гнучкість і відновлюваність	Можливість змінити темп, джерела, продукт або календар без руйнування проекту	Наявність резервних джерел, опціонів і сценарних реакцій	Знижує вартість помилки за невизначеності
Організаційна здійсненність	Відповідність компетентностям, системам контролю та спроможності команди	Оцінка ресурсів, проєктного офісу, цифрового й контрольного контуру	Запобігає перевищенню управлінської спроможності

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Сьомий етап – стрес-перевірка та перевірка стійкості вибору. Для

стратегії, що отримала найвищу оцінку, необхідно перевірити результати щонайменше за базового й несприятливого сценаріїв. Стрес-перевірка не дублює повну сценарну апробацію підрозділу 3.3, а виконує функцію попереднього допуску: визначає, чи не переходить обрана альтернатива у критичну зону за помірного погіршення попиту, зростання вартості будівництва, затримки фінансування або введення об'єкта в експлуатацію.

Найбільш показовим для українського житлового девелопменту є шок темпів продажів, оскільки значна частина моделей прямо або опосередковано залежить від коштів покупців. Ілюстративне зіставлення двох архетипів моделі фінансування з табл. 3.5 – оборотно-орієнтованої (стратегія S5) і збалансованої (стратегія S3) – за базового сценарію та за сценарію уповільнення продажів на 30% наведено в табл. 3.12.

Таблиця 3.12

**Чутливість стратегічної стійкості моделей фінансування до змін
попиту**

Параметр	Оборотно-орієнтована модель (S5)	Збалансована модель (S3)
Залежність від коштів покупців (Pc)	висока ($\approx 45\%$)	помірна ($\approx 28\%$)
Запас стійкості (Ec + Ic)	низький ($\approx 27\%$)	підвищений ($\approx 37\%$)
Реакція ліквідності на падіння попиту на 30 %	ризик касового розриву на будівельній фазі	помірне зниження за збереження платоспроможності
Очікуване уповільнення завершення	значне	обмежене
Зона стійкості за шок-сценарієм	червона	жовта

Джерело: розроблено автором (порівняльний сценарний аналіз)

Сценарний аналіз увиразнює природу компромісу «стійкість – швидкість». Оборотно-орієнтована модель за сприятливого попиту забезпечує швидкий оборот капіталу й мінімальну потребу у власних коштах, проте за шоку попиту швидко переходить у зону критичної вразливості: брак запасу стійкості означає, що уповільнення продажів безпосередньо трансформується в касовий розрив і затримку будівництва. Збалансована модель, навпаки, «купує» стійкість ціною

повільнішого обороту капіталу. Практичний висновок для методичного підходу полягає в тому, що вибір стратегії S5 виправданий не прагненням максимізувати темп розвитку як такий, а надійністю прогнозу попиту: що менш певним є попит і що нестабільнішим є середовище, то більшим має бути запас стійкості, навіть коштом темпів розвитку, і то тим обґрунтованішим є вибір стратегій S1–S3 замість S5.

Стійкість рішення додатково перевіряється аналізом чутливості рейтингу. Якщо зміна ваг критеріїв у економічно обґрунтованому діапазоні не змінює обрану альтернативу, вибір є робастним. Якщо перше місце переходить між двома стратегіями, доцільно або поєднати їх у поетапну траєкторію, або визначити подієві умови переходу. Наприклад, стратегія селективного розвитку (S2) може бути першою фазою, а перехід до збалансованого портфельного розвитку (S3) здійснюватиметься після досягнення встановленого запасу ліквідності, будівельної готовності та темпу продажів.

Для перевірки працездатності запропонованої процедури використано результати фінансово-економічної діагностики девелоперського проєкту «комфорт»-класу на будівельній стадії, наведені у розділі 2 та додатку до дисертації. Вихідний профіль характеризується коефіцієнтом автономії 0,25, часткою коштів покупців 0,40, часткою банківського кредиту 0,30, індексом концентрації джерел ННІ 0,315 та DSCR 1,33. Отже, структура джерел є прийнятно диверсифікованою, а поточний грошовий потік забезпечує обслуговування боргу. Водночас коефіцієнт покриття залишкових будівельних витрат законтракованими надходженнями становить 0,70: 30 % майбутньої потреби не має підтвердженого контрактного покриття і залежить від наступних продажів або резервного джерела фінансування.

Порогова перевірка не дає підстав класифікувати проєкт як критично неплатоспроможний, однак обмежує допустимий темп розвитку підприємства. Стратегія прискореного масштабування S5 і ринково-продуктова диверсифікація S4 не допускаються до ранжування, оскільки потребують вилучення капіталу з чинного проєкту або збільшення кількості одночасних запусків. До множини

допустимих альтернатив включено S1, S2 та S3. Оцінювання проведено за критеріями табл. 3.11 за шкалою 0–1. Ваги встановлено експертно-аналітичним способом: фінансова життєздатність і стратегічна стійкість – по 0,20; стратегічна відповідність і портфельна збалансованість – по 0,15; ринково-конкурентний ефект, гнучкість і організаційна здійсненність – по 0,10. Ці ваги є параметрами пілотної апробації, а не універсальними нормативами.

Таблиця 3.13

**Результати пілотного ранжування допустимих стратегічних
альтернатив**

Альтернатива	Зважена оцінка до штрафу	Скоригований ризик R^*	Штраф λR^* , $\lambda = 0,20$	Підсумкова оцінка $U(S_k)$
S1. Захисна стабілізація	0,735	0,15	0,030	0,705
S2. Відновлення спроможності та селективний розвиток	0,828	0,20	0,040	0,788
S3. Збалансований портфельний розвиток	0,733	0,30	0,060	0,673

Джерело: розраховано автором за результатами діагностики проєкту; детальну матрицю оцінювання наведено у додатку А.

Максимальне значення $U(S_k) = 0,788$ отримала стратегія S2. Її перевага зумовлена поєднанням трьох властивостей: концентрацією ресурсів на завершенні проєкту, можливістю вибірково підтримувати найготовніші напрями розвитку та збереженням опції переходу до S3 після усунення дефіциту контрактного покриття. Стратегія S1 має вищий запас безпеки, але надмірно обмежує використання наявного ринкового потенціалу; S3 відповідає довгостроковій цільовій траєкторії, проте на момент оцінювання створює ризик передчасного розширення портфеля. Аналіз чутливості із варіюванням ваг у межах $\pm 10\%$ та подальшим нормуванням не змінив першого місця S2, що підтвердило робастність пілотного вибору.

Для апробованого проєкту S2 конкретизовано як перехідну стратегію: нові капіталомісткі запуски тимчасово обмежуються; пріоритет надається виконанню графіка чинного будівництва, підтриманню DSCR не нижче фактичного рівня

1,33, збільшенню контрактного покриття залишкових витрат і формуванню резервного джерела на випадок уповільнення продажів. Перехід до S3 доцільно дозволяти після досягнення внутрішнього пілотного порога покриття 0,85, відсутності порушень ковенантів та підтвердження планового темпу продажів у двох послідовних контрольних періодах. Значення 0,85 є управлінським порогом цієї апробації, а не загальногалузевим нормативом; для іншого класу житла або ризикового профілю воно має бути переглянуте.

Таким чином, емпірична перевірка підтвердила, що одна й та сама діагностична оцінка не повинна механічно переводитися у рішення «розвиватися» або «стабілізуватися». Проект є платоспроможним за DSCR, але має незавершений контур ресурсного покриття; саме ця структурна невідповідність визначила вибір селективної, а не прискореної траєкторії. Практична цінність методики полягає у фіксації не лише обраної стратегії, а й кількісно визначених умов переходу між її фазами.

Восьмий етап – формування паспорту обраної стратегії. Результатом методичного підходу має бути не лише назва типу стратегії, а структурований набір цільових параметрів, що забезпечує однозначний перехід до організаційно-економічного механізму реалізації. Паспорт фіксує, що саме підприємство планує змінити, за яких обмежень, якою фінансовою траєкторією і за якими ознаками рішення підлягає перегляду.

Таблиця 3.14

Рекомендована структура паспорту стратегії розвитку підприємства-девелопера

Розділ паспорту	Зміст	Форма фіксації
Стратегічний тип і горизонт	Код стратегії, строк реалізації, послідовність фаз і умови переходу	Рішення власників або стратегічного/інвестиційного комітету
Цільова траєкторія	Темп розвитку, очікуваний масштаб портфеля, цільові результати й допустимі межі відхилення	Карта цілей і контрольних значень
Ринково-продуктовий профіль	Цільові сегменти, території, класи житла, параметри продукту, ціна й очікуваний темп реалізації	Матриця сегментів і продуктів

Продовження табл.3.14

Портфельна конфігурація	Склад проєктів, пріоритети, календар запусків, обмеження концентрації та фазова синхронізація	Портфельний календар і карта пріоритетів
Фінансова архітектура	Цільові джерела, інструменти, стадійна міграція часток, строки, забезпечення й ковенанти	Траєкторія фінансування за проєктами і стадіями
Ліміти стратегічної стійкості	Мінімальний резерв ліквідності, ресурсне покриття завершення, боргові та концентраційні ліміти	Система порогів і контрольних «воріт»
Організаційні спроможності	Необхідні компетентності, партнерства, цифрові й контрольні системи	План розвитку спроможностей
Показники та тригери перегляду	Ключові фінансові й нефінансові показники, періодичність контролю, події для перегляду	Карта КРІ і тригерів адаптивного коригування

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Паспорт стратегії має містити цільову стратегічну конфігурацію підприємства, яку доцільно подати у вигляді системи взаємопов'язаних компонентів:

$$SC^* = \langle MP^*; PF^*; FA^*; OC^*; RA^*; TG^* \rangle \quad (3.9)$$

де MP^* – цільове ринково-продуктове позиціонування;

PF^* – цільова портфельна конфігурація;

FA^* – стадійно узгоджена фінансова архітектура;

OC^* – необхідні організаційні спроможності;

RA^* – ризик-апетит і ліміти;

TG^* – темп і календар розвитку.

Саме SC^* є безпосереднім об'єктом реалізації у підрозділі 3.2.

Таким чином, методичний підхід завершується формуванням і вибором стратегії, тоді як розподіл повноважень, бюджетування, регламенти моніторингу та процедури адаптивного коригування належать до організаційно-економічного механізму її реалізації.

Практичне застосування запропонованого підходу доцільно здійснювати в такій послідовності. Спочатку за даними діагностичних карток проєктів формується трирівневий профіль підприємства. Далі перевіряються критичні

обмеження і встановлюється допустимість продовження чинних проєктів та нових запусків. Після визначення стратегічних розривів генеруються альтернативи, кожна з яких отримує власну ринково-продуктову, портфельну й структурно-динамічну фінансову конфігурацію, параметризовану з урахуванням макроекономічних меж і класозалежних діапазонів джерел. Альтернативи позиціюються на стратегічній карті, проходять подвійний фільтр життєздатності й результативності, а найкраще рішення перевіряється на стійкість до зміни попиту та припущень. Підсумком є паспорт стратегії з цільовими параметрами та тригерами перегляду.

Запропонований підхід усуває кілька типових методичних суперечностей. По-перше, стратегічне рішення не виводиться безпосередньо з одного інтегрального індексу, а спирається на збереження блокового профілю й критичних обмежень. По-друге, модель фінансування не ототожнюється зі стратегією, а розглядається як її ресурсно-інституційна складова, параметризована реальними макроекономічними межами та класозалежними закономірностями українського ринку. По-третє, вибір здійснюється одночасно на проєктному, портфельному і корпоративному рівнях. По-четверте, стратегічна карта використовується як інструмент позиціонування, а не як автоматичний механізм прийняття рішення. По-п'яте, структурно-динамічна модель фінансування включається до перевірки альтернатив, що дає змогу врахувати не лише фактичну структуру, а й напрям її зміни та наслідки фазової синхронізації проєктів.

За результатами розроблення методичного підходу сформульовано такі висновки:

1) результати фінансово-економічної діагностики мають трансформуватися у стратегічне рішення через збереження блокового профілю, оскільки критичне відхилення ліквідності, ресурсного покриття або правової допустимості не може бути компенсоване сприятливим значенням інших показників;

2) стратегічний вибір доцільно здійснювати за двоступеневою процедурою: спочатку відсіяти альтернативи, що не відповідають обов'язковим умовам

життєздатності, а потім ранжувати прийнятні варіанти за стратегічною відповідністю, результативністю, стійкістю, портфельною збалансованістю, ринковим ефектом, гнучкістю та організаційною здійсненністю;

3) структурно-динамічне моделювання змішаного фінансування включено до методики як засіб перевірки кожної стратегічної альтернативи за диверсифікацією джерел, фазовою відповідністю, запасом незалежних від попиту ресурсів і ранньою залежністю від коштів покупців, підтверджений кількісним аналізом структурних зрушень у джерелах фінансування капітальних інвестицій в Україні (коефіцієнт Гатєва 0,032, індекс Салаї 0,083), який підтвердив незначний масштаб річного перерозподілу джерел за домінування власних коштів та обмеженого кредитного каналу;

4) класозалежна диференціація моделей фінансування («комфорт», «бізнес», «преміум») дає змогу параметризувати цільову фінансову архітектуру кожної стратегічної альтернативи конкретними діапазонами часток джерел, що відображають домінантний ризик відповідного класу – від цінової залежності «комфорт»-класу до капіталомісткості «преміум»-класу;

5) стратегічна карта дає змогу попередньо співвіднести фінансово-стратегічну спроможність підприємства з ринково-конкурентним потенціалом і визначити рекомендований клас стратегії – від захисної стабілізації до прискореного масштабування;

6) кінцевим результатом підходу є паспорт обраної стратегії та цільова стратегічна конфігурація, які визначають ринково-продуктовий профіль, портфель, фінансову архітектуру, організаційні спроможності, ризикові ліміти й темп розвитку та слугують входом організаційно-економічного механізму реалізації й адаптивного коригування стратегії.

3.2. Організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування з урахуванням стадії життєвого циклу проєктів

Сформований у підрозділі 3.1 методичний підхід завершується вибором

стратегічної альтернативи та складанням паспорта стратегії, у якому фіксуються цільове ринково-продуктове позиціонування, портфельна конфігурація, стадійно узгоджена фінансова архітектура, організаційні спроможності, ризик-апетит, ліміти і календар розвитку. Проте наявність такого паспорта сама по собі не забезпечує реалізації стратегії. Для цього цільові параметри мають бути перетворені на систему повноважень, бюджетів, договорів, фінансових лімітів, контрольних показників, управлінських процедур і правил реагування на відхилення. Саме цей перехід від обґрунтованого стратегічного вибору до повторюваної практики управління становить предмет організаційно-економічного механізму.

Необхідність механізму зумовлена специфікою девелоперської діяльності. Підприємство одночасно координує тимчасові проєктні організації, управляє портфелем об'єктів різного класу і ступеня готовності, підтримує корпоративну ліквідність та виконує зобов'язання перед кредиторами, партнерами і покупцями. При цьому фінансова конфігурація кожного проєкту закономірно змінюється протягом життєвого циклу: передінвестиційна фаза спирається переважно на власний або партнерський капітал; підготовча потребує фінансового закриття і юридичного структурування; будівельна поєднує транші боргу, кошти покупців і резерви; завершальна вимагає гарантованого покриття витрат до введення об'єкта; після введення відбувається погашення зобов'язань, продаж залишків або рефінансування. Тому статичний план джерел не може бути достатньою основою управління [16; 41; 99].

Додатковим чинником є нестабільність зовнішнього середовища. Воєнні ризики, зміна платоспроможного попиту, зростання собівартості, затримки дозвільних процедур, звуження кредитного каналу та нерівномірний доступ до інституційного капіталу формують ситуацію, за якої початково прийнятна стратегія може втратити здійсненність ще до завершення проєкту [96; 100]. За цих умов адаптивність не означає постійну зміну стратегічних цілей. Її економічний зміст полягає у своєчасному перегляді темпу, послідовності та інструментів реалізації за збереження керованості портфеля, фінансування до

завершення і виконання зобов'язань. Такий підхід відповідає принципам організаційної стійкості, згідно з якими підприємство має не лише протистояти порушенням, а й коригувати дії, зберігаючи ключові функції та здатність до відновлення [131].

У науковій літературі механізми реалізації стратегії переважно розкриваються через каскадування цілей, бюджетування, систему показників, центри відповідальності й періодичний план-факт аналіз [49; 133; 134]. Для підприємства-девелопера цього недостатньо, оскільки стратегічний результат залежить не лише від досягнення фінансових і ринкових KPI, а й від правової допустимості проєктів, фазової відповідності джерел, достатності ресурсів до завершення, договірних ковенантів і портфельного накладання капіталомістких стадій. Отже, загальні інструменти стратегічного контролю мають бути доповнені проєктно-стадійними «воротами», тригерами зміни фінансової конфігурації та правилами ескалації рішень між проєктним, портфельним і корпоративним рівнями.

Стратегію розвитку, модель змішаного фінансування й організаційно-економічний механізм доцільно розмежовувати. Стратегія визначає, у яких сегментах, із яким продуктом, портфелем, темпом і ризиковим профілем розвиватиметься підприємство. Модель фінансування задає склад, пропорції та часову послідовність залучення власного, боргового, покупецького, партнерського й комерційного компонентів. Організаційно-економічний механізм визначає суб'єктів, повноваження, регламенти, економічні важелі, інформаційні потоки та процедури, за допомогою яких обрана стратегія формується у поточному циклі планування, реалізується, контролюється і за потреби коригується.

Організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера пропонується визначати як інтегровану систему суб'єктів, функцій, регламентів, економічних важелів, інформаційно-аналітичних потоків, контрольних показників і процедур прийняття рішень, за допомогою якої цільове ринково-продуктове позиціонування,

портфель проєктів і стадійна фінансова архітектура переводяться у програми, бюджети, договори, ліміти й відповідальність, а в разі відхилення фактичної траєкторії від цільової здійснюється диференційоване коригування продукту, фінансування, календаря, портфеля або стратегічних параметрів.

Термін «формування» у наведеному визначенні не дублює методичний вибір, здійснений у підрозділі 3.1. Він відображає інституціоналізацію стратегії: закріплення цілей у бюджетах, проєктних програмах, договірних конструкціях, лімітах і системі відповідальності. Крім того, механізм є циклічним. Після спрацювання стратегічного тригера або завершення контрольного періоду попередня конфігурація переглядається, а отже стратегія частково або повністю формується повторно на оновленій інформаційній базі.

Метою механізму є забезпечення керованої реалізації цільової стратегічної конфігурації SC* за умови збереження платоспроможності, завершуваності проєктів, правової й договірної допустимості, збалансованості портфеля та відповідності продукту ринковому попиту. Досягнення цієї мети передбачає: трансформацію стратегічних цілей у вимірювані завдання; розподіл повноважень; установлення стадійних фінансових і портфельних лімітів; синхронізацію бюджетів, продажів і будівництва; моніторинг фактичної траєкторії; раннє виявлення відхилень; вибір пропорційної коригувальної дії; перевірку результативності втручання.

Побудова механізму ґрунтується на принципах стратегічної відповідності, проєктної відокремленості, стадійності, портфельної узгодженості, пріоритету завершення, ліквідності, договірної дисципліни, багатоканальності, пропорційності реагування, інформаційної своєчасності та зворотного зв'язку. Принцип стратегічної відповідності вимагає, щоб локально вигідне рішення не суперечило цільовій траєкторії підприємства. Проєктна відокремленість запобігає маскуванню дефіциту одного об'єкта надходженнями іншого. Стадійність означає зміну пріоритетів і нормативів залежно від готовності. Пріоритет завершення обмежує нові запуски, якщо вони знижують ресурсне покриття чинного портфеля. Пропорційність реагування не допускає

стратегічного перегляду через короткострокове локальне відхилення, але й забороняє залишати системну загрозу на рівні оперативного втручання.

Таблиця 3.15

Функціональна структура організаційно-економічного механізму

Підсистема	Основне призначення	Інструменти	Результат
Організаційна	Закріплення рівнів управління, повноважень і відповідальності	Стратегічний та інвестиційний комітети; проєктний офіс; матриця повноважень; регламенти «воріт»	Керованість рішень і персоніфікація відповідальності
Фінансово-економічна	Перетворення стратегії на бюджет, ліміти та стадійні конфігурації фінансування	Бюджетування; казначейство; графіки траншів; боргові й концентраційні ліміти; резерви; рефінансування	Фінансування до завершення та контроль вартості капіталу
Ринково-продуктова	Підтримання відповідності продукту цільовому сегменту і фактичному попиту	Ціноутворення; продуктова комплектація; черговість продажів; маркетинговий бюджет; канали збуту	Достатній темп продажів і підтверджені надходження
Інформаційно-аналітична	Збирання, верифікація та інтеграція проєктних, портфельних і корпоративних даних	Управлінська звітність; CRM; календарно-вартісний моніторинг; діагностична картка; план-факт аналіз	Єдине інформаційне поле для рішень
Ризикова і комплаєнс	Контроль правової допустимості, ковенантів, забезпечення й залишкових ризиків	Реєстр ризиків; юридичний висновок; страхування; договірний контроль; stress review	Недопущення критично неприйнятних рішень
Контрольно-адаптивна	Виявлення відхилень, запуск тригерів, вибір і перевірка коригувальних дій	KPI; порогові зони; матриця тригерів; ескалація; повторна діагностика	Відновлення допустимої траєкторії або перегляд стратегії

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.



*5C – п'ять ключових компонентів стратегічного входу: портфель; стадійна фінансова архітектура; ліміти; ризик-апетит; темп розвитку.

Результат: виконання, умовне продовження, операційне, ринково-продуктове, фінансово-конфігураційне, портфельне або стратегічне коригування.

Рис. 3.4. Організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера

Джерело: розроблено автором.

Суб'єктна структура механізму має відповідати трирівневій логіці стратегічного вибору. На корпоративному рівні власники або наглядовий орган затверджують тип стратегії, ризик-апетит, граничний обсяг боргу, мінімальний резерв ліквідності, допустиму кількість одночасних запусків і правила надання корпоративних гарантій. Стратегічний або інвестиційний комітет координує портфель, розглядає результати «воріт», погоджує зміни фінансової архітектури і формує пропозиції щодо стратегічного перегляду. Фінансовий директор забезпечує ліквідність, боргові ліміти, резерви та відносини з постачальниками капіталу. Портфельний офіс синхронізує стадії проєктів і визначає пікову потребу у власному капіталі.

На проєктному рівні керівник проєкту відповідає за бюджет, календар,

будівельну готовність, виконання договорів і формування прогнозу до завершення. Служба контролінгу проводить план-факт аналіз, перевіряє достовірність прогнозів і готує діагностичну картку. Казначейство контролює рух коштів і цільове використання ресурсів. Підрозділи продажів і маркетингу відповідають за темп поглинання, конверсію, ціну й календар надходжень. Ризик-менеджер, юридична і комплаєнс-функції оцінюють правові, договірні та фінансові наслідки пропонованих рішень.

Об'єктами механізму є не лише окремі джерела фінансування. До них належать цільове позиціювання, параметри продукту й ціни, склад і календар портфеля, стадійна фінансова архітектура, ліквідність, боргове навантаження, резерви, права та зобов'язання, темп будівництва і продажів, ризиковий профіль та організаційні спроможності. Відповідно адаптивне втручання може змінювати один об'єкт, декілька взаємопов'язаних параметрів або всю цільову конфігурацію.

Ключовою організаційною умовою є недопущення розриву між правом ініціювати коригування і повноваженням його затверджувати. Керівник проєкту або контролінг мають право фіксувати тригер і пропонувати операційне рішення. Фінансово-конфігураційні зміни погоджуються фінансовим та інвестиційним комітетами, оскільки вони впливають на договори, ковенанти й портфельну ліквідність. Зміна класу продукту, території, складу портфеля або ризик-апетиту належить до стратегічного рівня і потребує рішення власників. Такий розподіл скорочує час реагування, але обмежує можливість локального рішення погіршити становище всього підприємства.

Таблиця 3.16

Розподіл повноважень у механізмі формування та адаптивного коригування стратегії

Суб'єкт	Ключова функція	Підстава для втручання	Управлінський результат
Власники / наглядовий орган	Затвердження стратегії, ризик-апетиту й капітальних лімітів	Структурна зміна ринку, критичний портфельний дефіцит, необхідність докапіталізації	Перегляд стратегічної конфігурації або підтвердження її збереження

Продовження табл.3.16

Стратегічний / інвестиційний комітет	Координація портфеля, фінансування і рішень «воріт»	Порушення портфельних лімітів, поява нової альтернативи, тригер фінансової архітектури	Реконфігурація портфеля, погодження джерел і календаря
Фінансовий директор і казначейство	Управління ліквідністю, боргом, резервами та траншами	Прогнозний касовий розрив, порушення DSCR або ковенантів, дефіцит до завершення	Рефінансування, реструктуризація, резервування, обмеження витрат
Портфельний офіс / контролінг	Консолідація даних, план-факт аналіз, контроль фазового накладання	Відхилення KPI, концентрація капітало-містких стадій, перевантаження ресурсів	Пропозиція зміни пріоритетів, запусків і розподілу капіталу
Керівник проєкту	Виконання бюджету, календаря і договорів	Відхилення строків, вартості, готовності або продажів	Операційний план відновлення або ескалація проблеми
Продажі й маркетинг	Управління ціною, лідами, конверсією та календарем надходжень	Падіння попиту, ціновий розрив, зниження конверсії	Зміна маркетингової програми, продукту, графіка продажів
Юридична, комплаєнс- і ризик-функції	Контроль прав, договорів, забезпечення та залишкового ризику	Регуляторна зміна, правова невизначеність, невиконання умов договорів	Блокування, умовне погодження або зміна правової конструкції

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Операціоналізація стратегії починається з декомпозиції паспорту SC* на корпоративну програму, портфельний календар і паспорти окремих проєктів. Корпоративна програма фіксує цільові сегменти, темп розвитку, загальний ризик-апетит, ліміти боргу, мінімальний резерв ліквідності та вимоги до організаційних спроможностей. Портфельний календар відображає черговість запусків, проходження стадій, потребу в капіталі та очікувані надходження. Проєктний паспорт деталізує продукт, бюджет, календар, джерела, ковенанти, план продажів і контрольні «ворота». Взаємна узгодженість цих документів є основною умовою реалізації: проєкт не повинен затверджуватися лише тому, що він прибутковий у відриві від пікової потреби всього портфеля.

На передінвестиційній стадії центральним є підтвердження правової, ринкової, технічної та фінансової здійсненності. Витрати ще відносно невеликі, але саме тут формуються майбутні незворотні зобов'язання. Тому механізм передбачає обмеження витрат до підтвердження прав на земельну ділянку,

базової концепції, попиту й джерела стартового капіталу. Використання коштів покупців на цій стадії має бути мінімальним і правово допустимим; переважати повинні власний або партнерський капітал, що відповідає стадійному профілю змішаного фінансування [17; 98]. Рішення Gate 1 може бути позитивним, умовним, поверненим на доопрацювання або негативним.

На підготовчій стадії стратегічне рішення набуває договірної та бюджетної форми. Завершуються проектування, дозвільні процедури, кошторисне обґрунтування, тендери, структурування прав та фінансове закриття. Тут визначаються ліміти вартості, графік траншів, забезпечення, ковенанти, мінімальний власний внесок, резерв непередбачених витрат і умови відкриття продажів. Gate 2 має підтверджувати не лише готовність почати будівництво, а й наявність реалістичного плану фінансування до наступної контрольної точки. Якщо борговий або партнерський ресурс не підтверджений, запуск допускається лише за скороченого масштабу, поетапного виконання або додаткового капіталу.

На будівельній стадії механізм працює як безперервний контур синхронізації виробничого графіка, продажів і фінансування. Контролюються відхилення кошторису, темп виконання робіт, фактичні й прогнозні надходження, DSCR, ресурсне покриття залишкових витрат, частка коштів покупців, концентрація джерел і запас ліквідності. Важливо оцінювати не лише поточний залишок коштів, а прогноз до завершення. У разі зниження темпу продажів коригування має починатися з маркетингових і календарних рішень, але за стійкого дефіциту переходити до резерву, партнерського капіталу, рефінансування або зміни черговості робіт. Gate 3 визначає можливість продовження у запланованому темпі, умовне продовження з планом відновлення або призупинення окремих витрат.

На завершальній стадії пріоритет змінюється від оптимізації темпу до гарантованого введення об'єкта й виконання зобов'язань. Невеликий відносний дефіцит на цьому етапі може мати непропорційно високі наслідки: затримка введення зупиняє розрахунки, погіршує репутацію, збільшує фінансові витрати й обмежує нові продажі. Тому Gate 4 застосовує принцип пріоритетного

завершення. Доступний корпоративний резерв, рефінансування або перерозподіл капіталу спрямовуються насамперед на об'єкти з високою готовністю, якщо це забезпечує швидке вивільнення коштів і зменшення сукупного ризику портфеля.

На стадії виходу або експлуатації обирається спосіб монетизації результату: продаж залишків, передача в управління, утримання орендного активу, рефінансування чи продаж частки. Рішення залежить від вартості капіталу, ринкової ліквідності, потреби у вивільненні ресурсів і стратегічної ролі комерційної складової. Gate 5 завершує проєктний цикл, але його результати повертаються до корпоративного контуру у вигляді фактичної дохідності, тривалості, вартості помилок, репутаційного ефекту та оновлених нормативів для наступних проєктів.

Таблиця 3.17

**Дорожня карта реалізації стратегії за стадіями життєвого циклу
девелоперського проєкту**

Стадія	Ринково-продуктові завдання	Фінансові й організаційні дії	Контрольний результат
Передінвестиційна	Вибір сегмента, класу, локації та базової концепції; первинний тест попиту	Перевірка прав; ліміт витрат; стартовий власний/партнерський капітал; призначення команди	Gate 1: підтверджена здійсненність або відмова/доопрацювання
Підготовча	Уточнення продукту, ціни, черговості та плану виходу на ринок	Бюджет; фінансове закриття; договори; ковенанти; резерв; регламент продажів	Gate 2: готовність до запуску або запуск із визначеними умовами
Будівельна	Управління ціною, темпом поглинання, конверсією і продуктовими коригуваннями	Транші; контроль бюджету; DSCR; резерв ліквідності; план-факт і прогноз до завершення	Gate 3: дотримання траєкторії, умовне продовження або призупинення
Завершальна	Реалізація залишків, підтвердження строків введення та сервісної готовності	Покриття дефіциту до завершення; пріоритет ресурсів; розрахунки; погашення короткого боргу	Gate 4: гарантоване завершення і виконання зобов'язань
Вихід / експлуатація	Продаж, утримання або змішана модель монетизації	Погашення чи рефінансування; передача в управління; оцінка фактичної ефективності	Gate 5: закриття циклу та передача даних у наступний стратегічний цикл

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

СТАДІЙНИЙ КОНТУР РЕАЛІЗАЦІЇ ТА КОРИГУВАННЯ СТРАТЕГІЇ

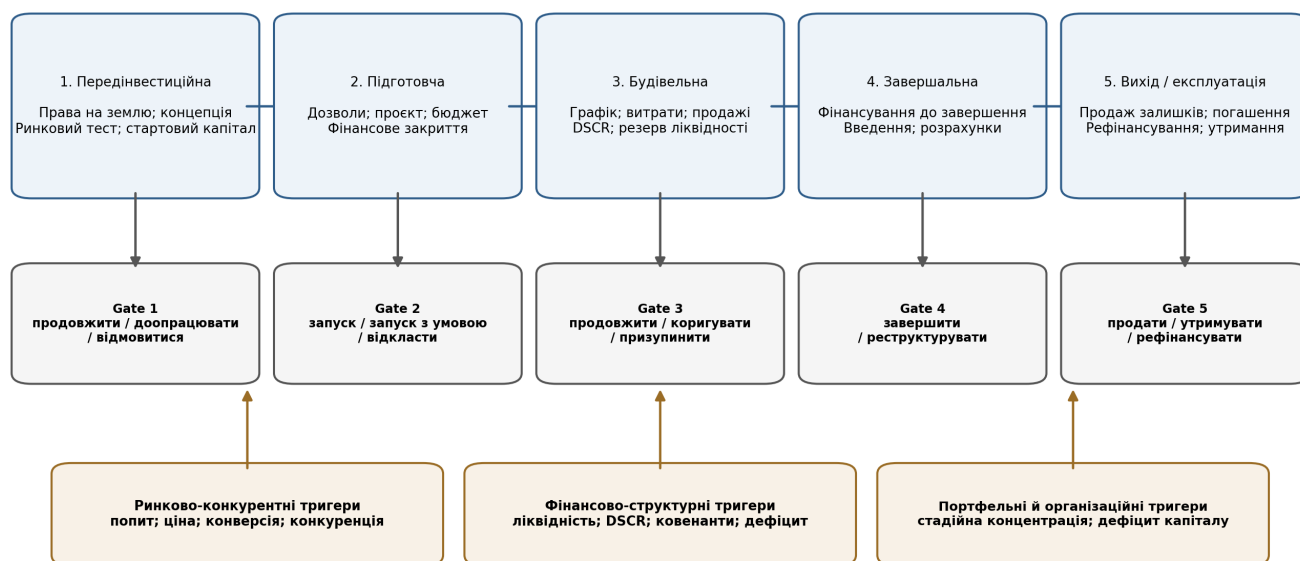


Рис. 3.5. Стадійний контур реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера

Джерело: розроблено автором.

Економічна підсистема механізму охоплює фінансові, ринкові, портфельні, договірні й організаційні важелі. Фінансовими важелями є цільові частки джерел, графіки траншів, вартість і строк капіталу, боргові ліміти, мінімальний власний внесок, резерви ліквідності, гарантії, рефінансування та реструктуризація. Їх застосування має бути прив'язане до стадії. Збільшення боргу на ранній фазі за відсутності підтверджених продажів підвищує ризик; на будівельній фазі кредитна лінія може згладжувати нерівномірність надходжень; на завершальній короткий транш може бути виправданим, якщо він забезпечує введення і швидке погашення.

Ринкові важелі охоплюють коригування ціни, системи знижок і розстрочки, продуктової комплектації, площ квартир, сервісної складової, черговості виведення секцій, маркетингового бюджету і каналів продажів. Їх застосування не повинно бути автоматичною реакцією на будь-яке уповільнення попиту. Надмірне дисконтування здатне підтримати короткострокові надходження, але зменшити маржу, погіршити позиціонування і сформувані очікування подальшого зниження цін. Тому рішення має спиратися на причину відхилення: недостатню

впізнаваність, невідповідність продукту, ціновий розрив, слабку іпотечну доступність чи загальне скорочення сегмента.

Портфельні важелі включають запуск, відтермінування, призупинення, фазове рознесення об'єктів, перерозподіл власного капіталу, продаж земельного активу або частки, залучення співінвестора та концентрацію ресурсів на завершенні. Їх значення полягає у можливості усунути дисбаланс, який неможливо побачити на рівні окремого проєкту. Кілька прибуткових об'єктів можуть одночасно створити критичну потребу у власному капіталі, якщо синхронно входять у підготовчу або активну будівельну фазу. Відповідно портфельний календар є не додатком до бюджетів, а самостійним економічним інструментом.

Договірні важелі охоплюють зміну графіків платежів, забезпечення, черговості вимог, умов дострокового погашення, обсягу гарантій, прав контролю та механізмів розподілу ризиків. Їх використання вимагає попередньої юридичної перевірки, оскільки фінансово приваблива зміна може бути недопустимою з погляду чинних договорів або законодавства. Організаційні важелі - перерозподіл відповідальності, посилення проєктного офісу, залучення зовнішнього технічного чи фінансового партнера, цифровізація контролю - застосовуються тоді, коли відхилення спричинене не дефіцитом ресурсів, а недостатньою керованістю.

Таблиця 3.18

Економічні важелі та межі їх застосування

Група важелів	Приклади інструментів	Основний об'єкт впливу	Обмеження застосування
Фінансові	Зміна часток джерел; резерв; кредитна лінія; рефінансування; партнерський капітал	Ліквідність, вартість капіталу, дефіцит до завершення	Ковенанти, забезпечення, борговий ліміт, строк і ціна ресурсу
Ринково-продуктові	Ціна; розстрочка; комплектація; площі; сервіс; маркетингові канали	Попит, конверсія, темп продажів і календар надходжень	Ризик руйнування позиціонування та маржі; правдивість заявленого класу
Портфельні	Відтермінування; фазове рознесення; продаж частки; концентрація на завершенні	Склад портфеля, пікова потреба в капіталі, концентрація ризиків	Договірні зобов'язання, втрати від виходу, стратегічна роль активу

Продовження табл.3.18

Договірні	Пролонгація; зміна графіка; забезпечення; черговість вимог; гарантії	Розподіл ризиків і часовий профіль платежів	Правова допустимість і згода контрагентів
Організаційні	Перерозподіл відповідальності; партнер; проєктний офіс; цифровий контроль	Керованість, швидкість інформації, якість виконання	Вартість змін, кадрова спроможність і час упровадження

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Контрольно-аналітичний контур має порівнювати фактичний стан не з абстрактним нормативом, а з цільовою траєкторією, визначеною у паспорті стратегії. Вектор стану доцільно формувати за шістьма взаємопов'язаними групами: ринково-продуктовою, збутовою, фінансово-структурною, ліквідною, ризиковою і портфельною. Така побудова запобігає фінансовому редукціонізму: падіння продажів може бути наслідком продуктового розриву, а дефіцит ліквідності - не лише нестачі капіталу, а й порушення календаря, затримки дозволів або надмірної синхронізації стадій.

$$X_t = \langle M_t; S_t; F_t; L_t; R_t; P_t \rangle \quad (3.10)$$

де X_t – фактичний вектор стану на момент t ; M_t – ринково-продуктові показники; S_t – показники продажів; F_t – структура й вартість фінансування; L_t – ліквідність та ресурсне покриття; R_t – ризики і комплаєнс; P_t – параметри портфеля.

$$\Delta X_t = X_t - X_t^* \quad (3.11)$$

де X_t^* – цільовий вектор, установлений паспортом стратегії та стадійними бюджетами; ΔX_t – вектор відхилень. Знак і величина відхилення інтерпретуються з урахуванням напрямку показника: для DSCR або ресурсного покриття негативне значення є несприятливим, тоді як для вартості капіталу, концентрації чи перевищення бюджету загрозу утворює позитивне відхилення.

Для зіставлення показників різної розмірності вводиться нормована інтенсивність відхилення d_{it} . Вона дорівнює нулю в межах зеленої зони, зростає від нуля до одиниці між попереджувальною і критичною межами та дорівнює одиниці після перетину критичного порогу. Межі не є універсальними: вони задаються за стадією, класом житла, договорами і внутрішнім ризик-апетитом.

Наприклад, допустима частка коштів покупців для комфорт-класу на будівельній фазі може бути вищою, ніж для преміального проєкту на підготовчій стадії [98].

$$d_{it} = \min \{1; \max[0; |x_{it} - x_{it}^*| / \tau_{it}]\} \quad (3.12)$$

де τ_{it} – допустимий інтервал відхилення показника i на відповідній стадії.

Для показників із заданою зеленою зоною відхилення обчислюється від найближчої її межі, а не від середини інтервалу.

$$ATI_t = \sum_i w_{is} d_{it} + \kappa C_t \quad (3.13)$$

де ATI_t – індекс напруженості адаптивного втручання;

w_{is} – вага показника i на стадії s ;

C_t – індикатор критичного порушення, який дорівнює 1 за наявності хоча б одного блокувального обмеження і 0 за його відсутності;

κ – штрафний параметр, достатній для автоматичного переведення рішення у критичну зону.

Формула не замінює управлінського висновку, а формалізує пріоритетність реагування.

За $C_t = 1$ стратегія прискореного зростання блокується незалежно від середнього значення ATI_t .

Практично доцільно використовувати три зони реагування. Зелена зона означає, що відхилення перебувають у межах допусків і стратегія виконується без зміни. Жовта зона передбачає коригувальний план із визначеним строком, відповідальним і критерієм відновлення. Червона зона виникає за критичного порушення або сукупного відхилення, здатного зупинити будівництво, порушити договори чи знизити ресурсне покриття портфеля нижче прийнятного рівня. У ній рішення ескалується на інвестиційний комітет або власників.

Періодичність моніторингу має відрізнятися за показниками. Рух коштів, прострочення, залишок резерву й виконання графіка контролюються щотижня або оперативно. Продажі, конверсія, вартість залучення клієнта, виконання бюджету та прогноз до завершення - щомісяця. Портфельний календар, концентрація й доступність капіталу - щокварталу або при запуску нового об'єкта. Стратегічне позиціонування і ризик-апетит переглядаються щонайменше

раз на рік та позачергово за подієвих тригерів.

Таблиця 3.19

Система моніторингових показників і стадійних тригерів

Контур	Ключові показники	Типовий тригер	Переважна стадія контролю
Ринково-продуктовий	Ціново-якісна відповідність; конкурентний розрив; структура лідів; зміна переваг	Стійке зниження інтересу; поява сильнішої пропозиції; невідповідність заявленого класу	Передінвестиційна, підготовча, будівельна
Продажі	Темп поглинання; конверсія; середній чек; частка розстрочки; відмови	Фактичний темп нижчий за план у двох контрольних періодах; різке падіння конверсії	Будівельна, завершальна
Фінансова структура	Частки Ес, Вс, Рс, Іс, Сс; вартість капіталу; концентрація	Вихід за класозалежний діапазон; надмірна залежність від одного джерела	Усі стадії
Ліквідність і завершуваність	DSCR; запас ліквідності; покриття залишкових витрат; прогнозний касовий розрив	DSCR нижче договору; покриття до завершення нижче цільового; дефіцит без джерела	Підготовча, будівельна, завершальна
Ризики і комплаєнс	Дозволи; ковенанти; забезпечення; претензії; критичні ризики	Правова заборона; порушення договору; неконтрольований ризик припинення	Усі стадії
Портфель	Пікова потреба у власному капіталі; концентрація стадій; взаємозалежність потоків	Новий запуск знижує покриття чинних проєктів; одночасна капіталомістка фаза	Перед новим запуском і щокварталу
Організаційний	Завантаження команди; якість прогнозів; швидкість погоджень; помилки даних	Перевищення управлінської спроможності; системні затримки інформації	Усі стадії

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Тригер є формалізованою умовою, настання якої запускає перегляд параметрів реалізації. За способом виникнення тригери поділяються на календарні, порогові, подієві, договірні й сценарні. Календарні пов'язані з регулярним бюджетним і стратегічним циклом. Порогові спрацьовують при виході показника за встановлену межу. Подієві виникають унаслідок втрати дозволу, зміни законодавства, відмови кредитора, неплатоспроможності підрядника, безпекового інциденту або різкої зміни ринку. Договірні пов'язані з

ковенантами, забезпеченням і зобов'язаннями перед покупцями. Сценарні відображають наближення фактичних параметрів до несприятливого сценарію, перевіреного у підрозділі 3.3.

Алгоритм реагування включає: фіксацію тригера; перевірку якості даних; класифікацію відхилення за джерелом, тривалістю, масштабом і керованістю; оцінювання наслідків без втручання; формування набору дій; перевірку правової, фінансової й портфельної допустимості; вибір рішення; призначення відповідального; оновлення бюджету, календаря і договорів; повторну діагностику. Відхилення визнається системним, якщо воно зберігається протягом установленної кількості періодів, поширюється на декілька контурів або створює ризик критичного порушення до завершення проєкту.

Рішення про коригування доцільно формалізувати як функцію стадії, інтенсивності відхилення, критичних обмежень, доступних ресурсів і чинних зобов'язань.

$$A_t = \Phi(s_t; ATI_t; C_t; \Omega_t; Z_t) \quad (3.14)$$

де A_t – коригувальна дія;

s_t – стадія життєвого циклу;

ATI_t – індекс напруженості втручання;

C_t – критичне порушення;

Ω_t – множина доступних ресурсно й правово допустимих рішень;

Z_t – чинні зобов'язання перед кредиторами, партнерами, покупцями та іншими стейкхолдерами.

Множина Ω_t має виключати рішення, які формально покращують один показник, але погіршують завершуваність або порушують договори. Наприклад, вилучення коштів із проєкту з високою готовністю може підвищити ліквідність іншого об'єкта, але затримати введення і спричинити більші втрати. Так само різке скорочення будівельного темпу за дефіциту надходжень може зберегти поточний залишок коштів, проте посилити недовіру покупців і додатково зменшити продажі. Тому коригування оцінюється за чистим впливом на весь портфель і часовий горизонт.

Для збереження керованості виділено п'ять рівнів коригування. Операційне стосується графіка, локального бюджету, послідовності робіт і маркетингових дій. Ринково-продуктове змінює ціну, комплектацію, площі, цільову аудиторію або канали збуту. Фінансово-конфігураційне переглядає частки джерел, строки, резерви, борг і забезпечення. Портфельне змінює черговість, склад, фазове накладання та розподіл капіталу. Стратегічне переглядає сегмент, географію, клас, ризик-апетит, масштаб і темп розвитку. Перехід на вищий рівень здійснюється лише тоді, коли нижчий не усуває причину відхилення або коли наслідки виходять за його компетенцію.

Таблиця 3.20

Рівні адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера

Рівень	Тип відхилення	Об'єкт коригування	Приклади рішень
1. Операційний	Локальне, короткострокове, без критичного впливу	Графік робіт, окремі статті бюджету, поточні маркетингові дії	Перенесення робіт; коригування підрядного графіка; перерозподіл локального бюджету
2. Ринково-продуктовий	Стійке відхилення попиту, ціни або конверсії	Ціна, продукт, комплектація, цільова аудиторія, канали збуту	Зміна квартирографії; розстрочка; сервісний пакет; інший канал продажів
3. Фінансово-конфігураційний	Касовий розрив, порушення боргового або ресурсного покриття	Частки джерел, строки, транші, резерви, забезпечення	Рефінансування; партнерський капітал; пролонгація; додатковий резерв
4. Портфельний	Міжпроектний дефіцит, концентрація стадій або ризиків	Черговість і склад портфеля, розподіл власного капіталу	Перенесення запуску; продаж частки; фазове рознесення; пріоритет завершення
5. Стратегічний	Структурна зміна ринку або тривала невідповідність цільової траєкторії	Сегмент, територія, клас, бізнес-модель, ризик-апетит, масштаб	Вихід із сегмента; перехід до партнерської моделі; зміна географії або темпу розвитку

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Таблиця 3.21

Матриця типових тригерів та управлінських реакцій

Тригер	Первинна реакція	Рішення за збереження відхилення	Критерій відновлення
Темп продажів нижчий за план	Перевірка ціни, продукту, лідів і конверсії; зміна маркетингової програми	Зменшення залежності від коштів покупців; резерв; зміна черговості або продукту	Відновлення планового темпу і покриття витрат
DSCR або ковенант нижче вимоги	Обмеження неключових витрат; переговори з кредитором; оновлення прогнозу	Реструктуризація боргу, докапіталізація або продаж активу	Письмове погодження та відновлення боргового покриття
Дефіцит фінансування до завершення	Заборона нових запусків; план джерел заміщення	Партнерський капітал, рефінансування, скорочення масштабу, вихід із слабого проєкту	Підтверджене 100-відсоткове покриття критичних витрат
Перевищення бюджету або затримка будівництва	Перевірка причин; зміна закупівель і графіка; резерв непередбачених витрат	Перегляд концепції, контрактів, фінансової конфігурації або календаря портфеля	Оновлений бюджет і графік із реалістичним фінансуванням
Надмірна концентрація проєктів на капіталомісткій стадії	Замороження нового запуску; перерозподіл ресурсів	Фазове рознесення, продаж частки, залучення співінвестора	Повернення пікової потреби в капіталі в межі портфельного ліміту
Правова або дозвільна невизначеність	Призупинення незворотних витрат; юридичний аудит	Зміна правової моделі, відмова або перенесення проєкту	Документально підтверджена правова готовність

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Емпіричну основу ринково-конкурентного контуру сформовано за результатами дослідження первинного ринку житлової нерухомості Києва і передмістя, виконаного у підрозділі 2.3. Вибірка охоплювала 201 житловий комплекс у Києві та 202 комплекси у передмісті, що відповідно репрезентували 174,7 і 175,2 тис. квартир. Виявлене домінування комфорт-класу, відмінність міської та приміської моделей цінності, а також зростання капіталомісткості й звуження попиту від комфорт- до преміального сегмента використані у механізмі як підстава для класозалежних лімітів структури джерел і різної інтенсивності контролю темпу продажів [98].

Розрахункова апробація контрольно-адаптивного контуру здійснена на параметрах умовного девелоперського проєкту комфорт-класу на будівельній стадії, наведених у додатку А дисертації. Коефіцієнт автономії становить 0,25; частка коштів покупців - 0,40; частка банківського кредиту - 0,30; індекс концентрації джерел ННІ - 0,315; DSCR - 1,33. Ці показники відповідають зеленій або близькій до зеленої зоні для обраного класу і стадії. Водночас коефіцієнт покриття залишкових будівельних витрат законтракованими надходженнями дорівнює 0,70. Це означає, що 30 % майбутніх витрат залежать від нових продажів або додаткового фінансування.

Для апробації використано коефіцієнт виконання контрольної вимоги c_i . Для показника з мінімальною межею він визначається як $\min(x_i/x_{i\min}; 1)$, для показника з максимальною межею - $\min(x_{i\max}/x_i; 1)$, а для інтервального показника дорівнює одиниці, якщо фактичне значення перебуває в межах інтервалу. Такий коефіцієнт не замінює діагностичну оцінку, але дозволяє візуально визначити параметр, який потребує першочергового втручання.

$$c_i = 1, \text{ якщо } x_i \in [x_{i\min}; x_{i\max}]; \quad c_i = \min(x_i/x_{i\min}; 1) \text{ або } \min(x_{i\max}/x_i; 1) \quad (3.15)$$

Таблиця 3.22

**Апробаційна діагностика та рекомендовані дії механізму для проєкту
комфорт-класу**

Показник	Фактичне значення	Діагностичний висновок	Рекомендована дія
Коефіцієнт автономії	0,25	У межах орієнтира комфорт-класу на будівельній стадії	Зберегти мінімальний власний буфер; не вилучати капітал до підтвердження покриття
Частка коштів покупців	0,40	Прийнятна, але формує залежність від темпу продажів	Щомісячно контролювати поглинання, конверсію та графік надходжень
Частка банківського кредиту	0,30	Прийнятна за умови дотримання DSCR і ковенантів	Не збільшувати борг без перевірки прогностного DSCR
ННІ джерел	0,315	Помірна диверсифікація	Зберігати альтернативний партнерський або кредитний канал
DSCR	1,33	Поточне боргове обслуговування є прийнятним	Установити попереджувальний тригер до договірного мінімуму

Продовження табл.3.22

Покриття залишкових витрат продажами	0,70	Жовта зона; 30 % витрат не забезпечено чинними договорами	Умове продовження: посилення продажів, резерв ліквідності, підтвердження джерела заміщення; за погіршення - фінансово-конфігураційне коригування
--------------------------------------	------	---	--

Джерело: розраховано автором за даними апробаційного прикладу, наведеного у додатку Ж дисертації.

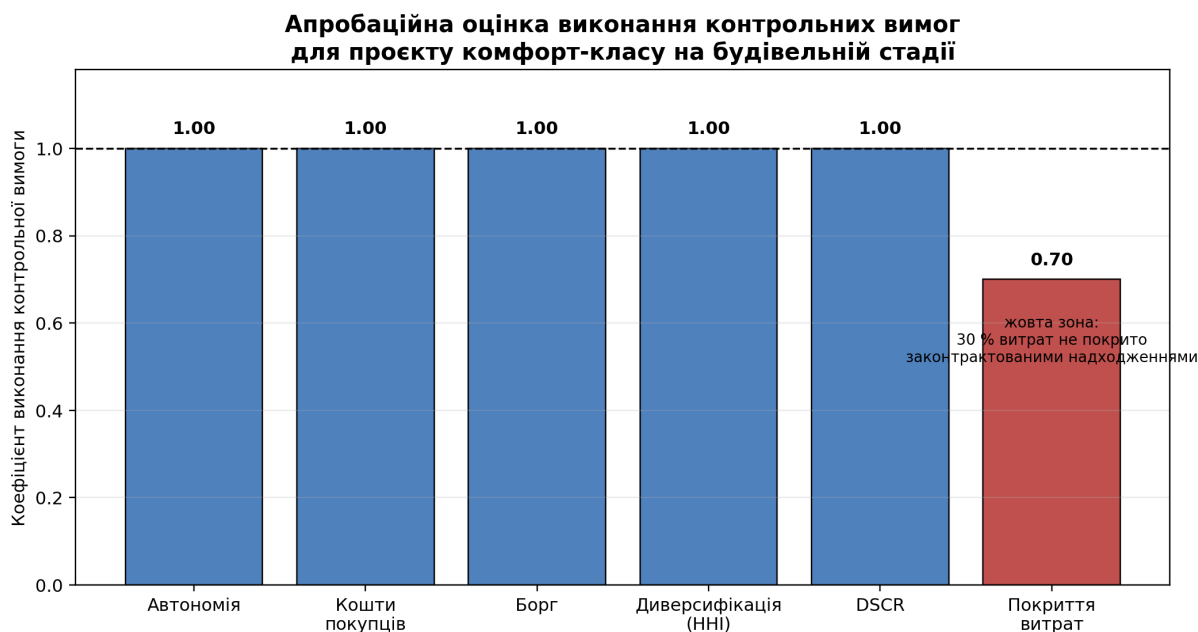


Рис. 3.6. Виконання контрольних вимог за результатами апробаційної діагностики проєкту комфорт-класу

Джерело: розроблено автором.

Результат апробації демонструє перевагу блоково-тригерного підходу над використанням лише інтегральної оцінки. П'ять показників не потребують негайної зміни, однак ресурсне покриття є недостатнім. Тому запуск нового проєкту або прискорення поточного портфеля не допускається доти, доки не буде сформовано реалістичне джерело фінансування 30-відсоткового розриву. На першому рівні застосовуються ринково-операційні заходи: підвищення конверсії, уточнення маркетингового бюджету, контроль графіка продажів. Одночасно формується резервний фінансовий план. Якщо в наступному контрольному періоді покриття не зростає або DSCR погіршується, спрацьовує фінансово-конфігураційний рівень: додатковий партнерський капітал, кредитна лінія, перегляд графіка робіт чи обмеження витрат. За відсутності реалістичного

джерела рішення ескалується на портфельний рівень.

Таким чином, механізм не вимагає негайного стратегічного перегляду через один жовтий показник, але й не дозволяє компенсувати його високими значеннями інших коефіцієнтів. Коригування є адресним, стадійно релевантним і обмеженим строком відновлення. Це забезпечує економічну пропорційність втручання та знижує ризик запізненого реагування.

Результативність механізму доцільно оцінювати не лише за кінцевою прибутковістю, а за здатністю підтримувати керовану траєкторію розвитку. До ключових критеріїв належать частка проєктів, завершених без критичного дефіциту; дотримання бюджетів і строків; тривалість касових розривів; кількість порушень ковенантів; достатність ліквідного резерву; швидкість реагування на тригер; частка реалізованих коригувальних заходів; відновлення показників після втручання; зниження концентрації джерел і портфельних ризиків; виконання зобов'язань перед покупцями. Показники мають каскадуватися за центрами відповідальності, що узгоджується з логікою стратегічного управлінського контролю [49; 133; 134].

Наукова новизна запропонованого механізму полягає у поєднанні п'яти взаємозалежних положень. По-перше, безпосереднім об'єктом реалізації є не абстрактна стратегія, а формалізована цільова конфігурація SC*, яка інтегрує ринок, продукт, портфель, фінансову архітектуру, організаційні спроможності, ліміти й темп розвитку. По-друге, механізм об'єднує корпоративний, портфельний і проєктний рівні через єдині правила ескалації. По-третє, нормативи та ваги диференціюються за стадією життєвого циклу і класом житла. По-четверте, адаптивне коригування ініціюється системою ринково-конкурентних, фінансово-структурних, портфельних і правових тригерів, а його глибина визначається рівнем відхилення. По-п'яте, критичне порушення має блокувальний пріоритет і не може бути компенсоване середнім або інтегральним показником.

На відміну від підходів, у яких реалізація стратегії зводиться до бюджетування або контролю KPI, запропонований механізм охоплює повний

цикл: інституціоналізацію стратегії, стадійне ресурсне забезпечення, контроль фактичної траєкторії, формалізацію відхилень, вибір рівня реагування, оновлення бюджетів і договорів та повторну діагностику. На відміну від статичного фінансового планування, він передбачає зміну конфігурації джерел у часі та оцінює вплив кожного рішення на завершуваність усього портфеля.

Таблиця 3.23

Критерії оцінювання результативності організаційно-економічного механізму

Критерій	Показник	Бажана зміна	Управлінська інтерпретація
Завершуваність	Частка проєктів із підтвердженим фінансуванням до завершення; частка введених об'єктів	Зростання до цільового рівня	Підтверджує здатність стратегії виконувати зобов'язання
Ліквідність	Тривалість і частота касових розривів; мінімальний резерв; DSCR	Скорочення розривів, дотримання лімітів	Характеризує безперервність реалізації
Портфельна стійкість	Пікова потреба у власному капіталі; концентрація стадій і сегментів	Зниження піків і некерованої концентрації	Відображає узгодженість масштабу розвитку зі спроможністю
Ринкова результативність	Темп поглинання; конверсія; відхилення ціни; частка розірваних договорів	Дотримання цільової траєкторії	Підтверджує реалістичність продукту й надходжень
Якість адаптації	Час від тригера до рішення; частка виконаних заходів; відновлення KPI	Скорочення часу і зростання відновлення	Оцінює дієвість зворотного зв'язку
Договірна дисципліна	Кількість порушень ковенантів і претензій; витрати на врегулювання	Зниження	Відображає правову й репутаційну стійкість

Джерело: розроблено автором за результатами дослідження.

Практична значущість механізму полягає у можливості його впровадження через набір внутрішніх регламентів: положення про стратегічний та інвестиційний комітети; політику змішаного фінансування; регламент етапних «воріт»; політику ліквідності й резервування; портфельні ліміти; порядок контролю ковенантів; форму діагностичної картки; матрицю тригерів; процедуру підготовки коригувального плану. Для цифрової реалізації достатньо інтегрувати

дані бюджетування, CRM, календарно-мережевого планування, казначейства й договірної реєстру в єдину управлінську панель. Повноцінна складна інформаційна система не є обов'язковою умовою початку: механізм може функціонувати на основі стандартизованих реєстрів і періодичної консолідації, якщо забезпечено достовірність і своєчасність даних.

Запропонований підхід також створює методичний зв'язок із підрозділом 3.3. У цьому підрозділі встановлюються структура механізму, формули відхилення, тригери і правила рішень; у наступному має здійснюватися сценарна верифікація стратегії та перевірка того, наскільки обрані ліміти й коригувальні дії зберігають ліквідність, завершувальність і портфельну стійкість за зміни попиту, вартості будівництва, строків і доступності капіталу.

3.3. Сценарна верифікація та апробація стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаним фінансуванням

Розроблений у підрозділі 3.1 методичний підхід завершується формуванням паспорта обраної стратегії та цільової стратегічної конфігурації підприємства, яка поєднує ринково-продуктове позиціонування, портфель проєктів, стадійно узгоджену фінансову архітектуру, організаційні спроможності, ризикові ліміти й календар розвитку. Однак відповідність стратегії вихідному діагностичному профілю ще не доводить її життєздатності за зміни зовнішніх і внутрішніх умов. Девелоперський проєкт реалізується протягом тривалого періоду, а продажі, витрати, доступність кредиту, договірні обмеження та потреба в ліквідності змінюються нерівномірно. Тому завершальним етапом методико-прикладного інструментарію має бути перевірка того, чи зберігає стратегія допустимі параметри за альтернативних станів середовища і чи здатне підприємство відновити їх шляхом заздалегідь визначених коригувальних дій.

Сценарне планування використовується для дослідження стратегічних рішень за невизначеності, коли майбутній стан середовища не може бути зведений до одного прогнозу. Його призначення полягає у формуванні обмеженої

кількості внутрішньо узгоджених варіантів розвитку подій, установленні чинників переходу між ними та визначенні управлінських реакцій [113; 114]. У контексті девелопменту сценарій слід розглядати як систему взаємопов'язаних припущень щодо попиту, ціни реалізації, вартості будівництва, строків, доступності фінансових ресурсів і договірних умов, а не як механічну зміну одного показника. Такий підхід відповідає природі організаційної стійкості, що охоплює здатність передбачати загрози, витримувати негативний вплив, адаптувати ресурси та відновлювати ключові функції [128–131].

Сценарна верифікація в цьому дослідженні відрізняється від прогнозування. Прогноз визначає найбільш імовірну траєкторію показника, тоді як верифікація перевіряє область застосовності вже обраного рішення. Вона також не дублює попередню стрес-перевірку, передбачену сьомим етапом методики 3.1. Попередня перевірка виконує функцію допуску альтернативи до стратегічного вибору і встановлює, чи не стає вона критично вразливою за помірного погіршення попиту. Підрозділ 3.3 охоплює повний цикл: формування взаємопов'язаних сценаріїв, розрахунок календарних грошових потоків, перевірку проєктних і корпоративних обмежень, фіксацію моменту втрати стійкості, застосування пакета коригування та повторне оцінювання результатів.

Методичною основою такого підходу є подвійний фільтр стратегічного рішення. На першому рівні перевіряються ліквідність, ресурсне забезпечення завершення, дотримання правових і договірних умов та прийнятність залишкового ризику; лише після цього оцінюються дохідність, вартість капіталу й темп розвитку. Саме така послідовність обґрунтовується у дослідженнях оптимізації структури фінансування девелоперських проєктів, де сценарний аналіз і здатність обслуговувати зобов'язання в кожному періоді передують порівнянню результативності альтернатив [41]. Оцінювання ефективності стратегії підприємства-девелопера, відповідно, має поєднувати фінансові, інвестиційні, ринкові, процесні та регуляторні критерії [49].

Метою сценарної верифікації є встановлення умов, за яких обрана стратегія залишається прийнятною, потребує модифікації або має бути замінена іншою.

Для цього перевіряються: відповідність ринково-продуктового позиціювання підтвердженому попиту; достатність фінансових ресурсів у кожному періоді; величина й тривалість касового розриву; допустимість боргового навантаження; фазова відповідність структури джерел; збереження корпоративного резерву ліквідності; можливість виконання зобов'язань перед покупцями, кредиторами, партнерами та підрядниками; вплив проєкту на здатність підприємства підтримувати інші елементи портфеля. Отже, стратегія визнається робастною не тоді, коли всі сценарії забезпечують однаковий фінансовий результат, а коли несприятливі відхилення не призводять до незавершення об'єкта або втрати керованості, а передбачені заходи відновлюють критичні параметри.

Об'єктом апробації обрано стратегічне рішення щодо розвитку житлового проєкту в Козині, ринково-конкурентну діагностику якого здійснено у підрозділі 2.3.

Емпіричні результати показали, що природно-рекреаційна локація, малоповерховість і можливість формування контрольованого сервісного середовища створюють підстави для позиціювання у бізнес-сегменті. Водночас відсутність зручного громадського транспорту, недостатня зовнішня інфраструктура, конкуренція з приватними будинками, обмежена репутаційна історія девелопера та невисока частка спонтанного інтересу до приміської квартири звужують можливість фінансування ранніх стадій масовими попередніми продажами.

Порівняльна оцінка дала бізнес-концепції 42 бали і визначила її як базову альтернативу для подальшої фінансової перевірки; преміальне позиціювання за однакової сумарної оцінки має значно вищі обов'язкові вимоги до сервісу, приватності, інфраструктури й репутації, а комфорт-концепція недостатньо використовує природну перевагу ділянки.

Зазначений профіль відповідає стратегії S2 «відновлення спроможності та селективний розвиток» із подієво обумовленим переходом до S3 «збалансований портфельний розвиток». На старті підприємство концентрує ресурс на одному проєкті з найвищою ринковою обґрунтованістю, застосовує підвищену частку

власного й партнерського капіталу та обмежує залежність від коштів покупців. Перехід до збалансованої моделі допускається після підтвердження дозволів, будівельної готовності, темпу продажів, достатнього резерву ліквідності та доступності боргового ресурсу. Така поетапна траєкторія впливає з результатів 3.1: за середньої фінансової спроможності та перспективного, але не повністю підтвердженого ринкового потенціалу прискорене масштабування S5 є передчасним, тоді як S1 надмірно обмежує використання наявної ринкової можливості.

Інформаційну основу апробації утворюють три групи даних. Перша група охоплює фактичні результати ринково-конкурентного дослідження: класову структуру пропозиції Києва і передмістя, оцінки тридцяти конкурентних об'єктів, цінові діапазони, результати пошукового дослідження попиту та параметри ділянки. Друга група містить методичні нормативи, сформовані в розділах 1–3.1: рекомендовані для бізнес-класу діапазони часток джерел, критерії стратегічної життєздатності, показник структурно зумовленої стійкості SRI та принцип фазової відповідності. Третя група представлена сценарними припущеннями, які використовуються виключно для стрес-тестування і не подаються як фактичні фінансові дані підприємства. Оскільки надані матеріали не містять верифікованого кошторису, календаря платежів і кредитних договорів, розрахунки виконано у відсотках до нормованої кошторисної вартості, прийнятої за 100 одиниць. Це забезпечує відтворюваність моделі без приписування підприємству не підтверджених абсолютних показників.

Таблиця 3.24

Інформаційна база та межі апробації стратегії розвитку підприємства-девелопера

Блок	Емпіричний або методичний результат	Використання у сценарній верифікації	Методичне обмеження
Ринково-продуктовий	Бізнес-клас визначено базовим позиціюванням; 42 бали; ціновий коридор і профіль покупця обґрунтовано у 2.3	Формування плану продажів, вимог до продукту й меж цінового маневру	Ціновий коридор є бенчмарком, а не готовим прайсом

Продовження табл.3.24

Попит	Виявлено вузький сегмент зацікавлених покупців та перевагу приватних форматів у приміській локації	Застосування консервативного графіка надходжень і шоку продажів	Пошукові опитування не є статистично репрезентативним прогнозом
Фінансова структура	Для бізнес-класу рекомендовано збалансовані частки власного капіталу, боргу й коштів покупців за помірного партнерського компонента [98]	Параметризація базової та скоригованої конфігурацій	Діапазони коригуються за фактичними умовами кредиту й договорів
Стратегічний тип	S2 із подієвим переходом до S3	Визначення темпу запуску, меж ранньої залежності від продажів і умов масштабування	Остаточне рішення потребує корпоративної звітності та рішення власників
Портфельний рівень	Фазове рознесення запусків і заборона нового проєкту до підтвердження ресурсного покриття	Перевірка впливу дефіциту одного проєкту на корпоративний резерв	Через відсутність повного портфельного календаря застосовано ліміт резерву
Фінансові розрахунки	Нормований кошторис 100 одиниць; вісім розрахункових періодів	Побудова календарного грошового потоку і величини касового розриву	Результати характеризують пропорції, а не фактичні суми
Стрес-параметри	Шок продажів, вартості, строків і кредитної доступності	Перевірка меж застосовності та коригувальних дій	Сценарії не мають імовірнісної інтерпретації

Джерело: систематизовано автором за результатами розділів 1, 2 та підрозділу 3.1.

Послідовність верифікації подано на рис. 3.6. Її принциповою особливістю є замкнений контур. Розрахунок сценарію не завершується констатацією погіршення показників: якщо критичний фільтр не пройдено, визначається причина дефіциту, формується пакет коригування, оновлюються бюджет, графік і структура джерел, після чого модель розраховується повторно. Таким чином, перевіряється не тільки початкова стійкість стратегії, а й адаптивна спроможність підприємства.



Рис. 3.7. Послідовність сценарної верифікації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера

Джерело: розроблено автором.

Календарний вимір є обов'язковим, оскільки рівність сукупних джерел і

витрат не виключає тимчасової неплатоспроможності. Для кожного сценарію s і періоду t накопичений грошовий залишок визначається як сума власного, боргового, покупця, партнерського та комерційного фінансування за вирахуванням капітальних витрат і платежів за зобов'язаннями:

$$CF_{cum}(s,t) = \sum_{\tau=1 \dots t} [E(s,\tau) + B(s,\tau) + P(s,\tau) + I(s,\tau) + C(s,\tau) - CAPEX(s,\tau) - DS(s,\tau)] \quad (3.16)$$

де $CF_{cum_s,t}$ – накопичений грошовий залишок;

E, B, P, I, C – надходження з відповідних джерел;

$CAPEX$ – обов'язкові витрати проєкту;

DS – платежі з обслуговування боргу та інших фінансових зобов'язань.

У нормованій моделі платежі DS включено до витрат відповідного періоду, оскільки відсутні підтверджені умови конкретного кредитного договору. За практичного впровадження вони мають виділятися окремо, а перевірка доповнюватися $DSCR$, графіком погашення та запасом до порушення ковенантів.

Піковий дефіцит фінансування характеризує максимальну потребу в додатковому ресурсі протягом життєвого циклу:

$$G(s) = \max_t \{0; -CF_{cum}(s,t)\} \quad (3.17)$$

Показник G_s є змістовнішим за кінцевий баланс, оскільки фіксує момент, у якому проєкт може зупинитися, навіть якщо майбутні продажі формально забезпечують позитивний результат. Для співвіднесення підтверджених джерел із обов'язковими витратами застосовується коефіцієнт ресурсного покриття:

$$CR(s) = [F_{conf}(s) + LR(s)] / C_{req}(s) \quad (3.18)$$

де F_{conf_s} – підтверджені джерела, доступні в межах розрахункового горизонту;

LRs – корпоративний резерв ліквідності, який може бути використаний без порушення інших портфельних зобов'язань;

C_{req_s} – обов'язкова потреба у фінансуванні.

Значення CRs не нижче одиниці є необхідною, але недостатньою умовою прийнятності: джерела мають бути доступними своєчасно, відповідати правовим вимогам і не створювати надмірного залишкового ризику.

Структурну стійкість оцінено за показником SRI, розробленим у 3.1, який поєднує диверсифікацію джерел, фазову відповідність, запас власного й партнерського капіталу та штраф за ранню залежність від коштів покупців. Для апробаційного розрахунку використано рівні ваги трьох позитивних компонентів і коефіцієнт штрафу $\gamma=0,25$. Таке налаштування має пілотний характер; воно використовується для порівняння сценаріїв, а не як універсальний норматив. Стійкість висновку додатково перевіряється зміною ваг у межах $\pm 20\%$. Сценарій визнається допустимим, якщо одночасно виконуються критичні умови:

$$V(s) = 1, \text{ якщо } G(s) \leq LR(s), CR(s) \geq 1, COV(s) = 1, \quad (3.19)$$

$$\Phi(s) \geq \Phi_{\min}, R(s) \leq R_{\max}; \text{ інакше } V(s) = 0$$

де $COVs$ означає дотримання правових, договірних і ковенантних обмежень;

Φ_s – фазову відповідність;

R_s – залишковий ризик.

Формула (3.19) відтворює некомпенсаційний принцип: високий очікуваний прибуток не може компенсувати відсутність фінансування до завершення, незаконність механізму залучення коштів або критичний касовий розрив.

Вихідний паспорт стратегії сформовано як прикладне наповнення конфігурації SC^* , визначеної формулою (3.9).

Ринково-продуктовий компонент передбачає малоповерховий житловий продукт бізнес-класу з керованою рекреаційною інфраструктурою, достатнім паркінгом, автономним інженерним забезпеченням і професійним сервісом.

Портфельний компонент обмежує запуск одним пріоритетним проєктом до досягнення контрольних подій.

Фінансова архітектура має перехідний характер: на ранніх стадіях переважають власний і партнерський капітал, після підтвердження попиту зростають частки боргу та коштів покупців.

Організаційна складова включає залучення технічного консультанта, банку або інституційного партнера, розвиток управлінського обліку та контроль окремого проєктного грошового потоку. Ризик-апетит обмежує використання

ранніх продажів і забороняє новий запуск за непокритої потреби чинного проєкту.

Таблиця 3.25

Паспорт апробованої стратегії S2→S3 для досліджуваного житлового проєкту

Компонент конфігурації	Цільовий параметр	Умова збереження або переходу
MP* – ринково-продуктове позиціонування	Малоповерховий бізнес-клас; рекреаційність, приватність, достатній паркінг, масштабована інфраструктура	Підтвердження ціни, конверсії лідів і готовності покупців до бронювання
PF* – портфельна конфігурація	Селективна концентрація на одному пріоритетному проєкті; наступні запуски рознесено в часі	Новий запуск лише після ресурсного покриття обов’язкових витрат і відновлення резерву
FA* – фінансова архітектура	Базова структура: Е 32 %, В 28 %, Р 26 %, І 8 %, С 6 %; рання фаза капіталозабезпечена	Заміщення власного капіталу коштами покупців тільки після дозволів і підтвердженого попиту
OC* – організаційні спроможності	Проектний бюджет, окремий управлінський облік, казначейський контроль, технічний і правовий моніторинг	Регулярне оновлення календаря, продажів, бюджету й договорів
RA* – ризик-апетит і ліміти	Корпоративний резерв ліквідності 8 % нормованого кошторису; відсутність непокритого дефіциту; правова допустимість усіх джерел	Автоматичний перегляд при $G > LR$, $CR < 1$, порушенні ковенанта або затримці контрольної події
TG* – темп і календар розвитку	Перша фаза S2; перехід до S3 після підтвердження готовності, продажів і фінансування	Збереження S2 за неповного підтвердження попиту; повернення до S1 за критичного дефіциту

Джерело: розроблено автором за результатами підрозділів 2.3 та 3.1.

Базова структура відповідає рекомендованим для бізнес-класу діапазнам: власний капітал, борг і кошти покупців мають зіставні частки, партнерський та комерційний компоненти залишаються допоміжними [98]. Водночас загальна структура не відображає моменту доступності ресурсів, тому її розгорнуто у восьмиперіодну траєкторію. Перші два періоди охоплюють оформлення прав, проєктування й дозвільну підготовку; третій і четвертий – підготовчі роботи та основний конструктив; п’ятий і шостий – інженерні мережі, огорожувальні конструкції й інфраструктуру; сьомий і восьмий – завершення, введення й остаточні розрахунки. Розподіл витрат відображає нерівномірність будівельного циклу, а графік джерел – принцип фазової відповідності.

Таблиця 3.26

**Нормована календарна модель базової фінансової траєкторії, %
кошторисної вартості**

t	C_t	E	B	P	I	C
1	6	6	0	0	0	0
2	7	6	0	0	1	0
3	12	6	4	0	3	0
4	17	5	7	3	2	0
5	18	4	7	6	1	0
6	18	3	6	7	1	1
7	14	1	4	6	0	3
8	8	1	0	4	0	2
Разом	100	32	28	26	8	6

Джерело: авторська нормована модель. Позначення: t – період; C_t – витрати періоду; E – власний капітал; B – борг; P – кошти покупців; I – партнерський капітал; C – комерційна складова. Абсолютні суми не використовуються через відсутність верифікованого проєктного бюджету.

У базовій моделі надходження синхронізовано з витратами, а короткочасний позитивний залишок у межах однієї нормованої одиниці виконує технічну функцію. Така конструкція не означає відсутності ризику. Навпаки, вона показує, що запланована конфігурація має мінімальний внутрішньопроєктний запас і залежить від своєчасності кожного компонента. Корпоративний резерв 8 % не включено до базових джерел: він зберігається поза проєктом і використовується лише за настання визначеного тригера. Це відповідає портфельній природі стратегії, оскільки резерв не повинен автоматично поглинатися окремим проєктом.

Система сценаріїв сформована за принципом нарощування напруженості. Базовий сценарій відображає реалізацію паспорта без істотних відхилень. Ринковий сценарій моделює зменшення надходжень покупців у розрахунковому горизонті на 30 %, що узгоджується з попередньою стрес-перевіркою 3.1 та виявленою у 2.3 невизначеністю попиту на приміський квартирний формат.

Фінансово-витратний сценарій передбачає зростання обов'язкових витрат на 10 %, скорочення доступного боргового ліміту на 20 % і зміщення траншів на пізніші періоди. Комбінований стрес поєднує 30-відсоткове недоотримання покупецьких надходжень у плановому горизонті, 12-відсоткове зростання витрат, скорочення й затримку боргу та уповільнення монетизації комерційної складової. Значення є стрес-параметрами, а не прогнозом; їх мета – створити достатньо жорстку перевірку залежностей, установлених у розділах 1–2.

Адаптивно скоригований сценарій відображає застосування пакета управлінських рішень: перегляд обсягу першої черги, перенесення некритичних інфраструктурних елементів, вартісний інжиніринг, збільшення власного внеску на 4 нормовані одиниці, партнерського капіталу – на 7 одиниць, формування поетапної кредитної лінії на 25 одиниць, подовження графіка продажів і диференціацію платіжних умов. У результаті обов'язкова вартість скоригованого проєктного контуру становить 104 одиниці, тобто залишається вищою за первинний бюджет, але є нижчою за 112 одиниць комбінованого стресу. Відкладені елементи не належать до умов введення й виконання зобов'язань перед покупцями; їх реалізація переходить до наступного інвестиційного циклу після формування операційного потоку.

Таблиця 3.27

Сценарні припущення для перевірки стратегії S2→S3

Показник	S0	SM	SF	SC	SA
Витрати, норм. од.	100	100	110	112	104
Кошти покупців	26	18,2	26	18,2	22
Борг	28	28	22,4	22,4	25
Власний капітал	32	32	32	32	36
Партн. капітал	8	8	8	8	15
Комерц. складова	6	6	6	4	6

Джерело: розроблено автором. Позначення: S0 – базовий; SM – ринковий; SF – фінансово-витратний; SC – комбінований; SA – адаптивно скоригований сценарій. Основні зміни: SM – продажі –30 %; SF – витрати +10 % і борг –20 %; SC – поєднання шоків; SA – ребазування та зміна джерел. Параметри є розрахунковими припущеннями й не характеризують фактичні зобов'язання конкретного підприємства.

Результати розрахунку наведено в табл. 3.28. Для SRI прийнято фазову відповідність 0,90 у базовому сценарії; 0,72 за ринкового шоку через відхилення календаря продажів; 0,65 за фінансово-витратного шоку через затримку боргових траншів; 0,55 за комбінованого стресу; 0,88 після коригування. Частка ранньої залежності від коштів покупців становить відповідно 0,05; 0,18; 0,05; 0,18 і 0,08. Ці параметри відображають не абсолютну частку покупцького капіталу, а ступінь залежності ранньої фази від його своєчасного надходження.

Таблиця 3.28

Результати сценарної верифікації базової та скоригованої фінансової траєкторії

s	C	F	CR, %	G $\approx$	SRI, ‰	Зона
0	100	100	100	0	668	зелена
M	100	92,2	92	8	585	жовта
F	110	94,4	86	17	593	червона
C	112	84,6	76	27	539	червона
A	104	104	100	0	688	зелена

Джерело: розраховано автором за даними табл. 3.23–3.24. C – обов’язкова потреба у фінансуванні; F – підтверджені джерела; корпоративний резерв ліквідності – 8 нормованих одиниць. CR подано у відсотках, G – з округленням до цілої нормованої одиниці, SRI – у проміле. Позначення s: 0 – базовий; M – ринковий; F – фінансово-витратний; C – комбінований; A – адаптивно скоригований.

Базовий сценарій проходить критичний фільтр: джерела дорівнюють обов’язковим витратам, піковий дефіцит відсутній, фазова послідовність дотримується, а SRI становить 0,668. Разом із тим нульовий кінцевий залишок показує, що внутрішній запас проєкту обмежений. Така конфігурація є прийнятною лише за умови збереження корпоративного резерву поза проєктом, щомісячного оновлення календаря та заборони використання майбутніх покупцьких надходжень до підтвердження відповідних договорів.

Ринковий шок зменшує доступні в межах планового горизонту кошти покупців із 26 до 18,2 одиниці. Сукупне ресурсне покриття без резерву скорочується до 0,922, а касовий розрив виникає з п’ятого періоду й досягає 7,8%

кошторису. Формально цей дефіцит може бути закритий корпоративним резервом 8 %, тому стратегія не потребує негайної заміни. Проте використання 97,5 % резерву означає втрату портфельної гнучкості: підприємство не може одночасно запускати новий проєкт, гарантувати інші зобов'язання або витримувати додаткове зростання вартості. Отже, ринковий сценарій переводить стратегію з режиму переходу до S3 у режим збереження S2 до відновлення продажів і резерву.

Фінансово-витратний шок є жорсткішим, хоча покупецькі надходження формально відповідають плану. Зростання витрат до 110 одиниць, скорочення боргу до 22,4 та зміщення траншів формують піковий дефіцит 17 одиниць. Навіть повне використання корпоративного резерву залишає непокриту потребу 9 одиниць. Це доводить, що достатня ринкова ліквідність не компенсує строкової невідповідності джерел: продажі можуть відбуватися за планом, але затримка кредиту в капіталомісткій фазі зупиняє будівництво. У такому разі критичним предиктором є не середня частка боргу, а підтверджений графік траншів і запас до настання дефіциту.

Комбінований стрес виявляє межу початкової стратегії. Підтверджені джерела покривають 75,5 % обов'язкових витрат, піковий касовий розрив становить 27,4 одиниці, а SRI знижується до 0,539 через погіршення фазової відповідності та збереження планової залежності від продажів за фактичного недоотримання коштів. Корпоративний резерв покриває менше третини дефіциту. Продовження проєкту без зміни масштабу, джерел і календаря означало б або зупинку робіт, або неформальне перехресне фінансування з інших об'єктів, або порушення зобов'язань. Усі три варіанти суперечать критеріям стратегічної стійкості, тому $V_s=0$.

Після коригування підтверджені джерела й обов'язкові витрати становлять 104 одиниці, касовий розрив відсутній, а SRI підвищується до 0,688. Поліпшення пояснюється не механічним збільшенням загального фінансування, а зміною його якості: частка власного й партнерського капіталу зростає, кредитний ресурс стає поетапним, частка покупецьких надходжень знижується, а календар витрат

узгоджується з доступністю джерел. Скоригована конфігурація залишається в межах бізнес-класу, але тимчасово наближається до капіталозабезпеченого профілю S2. Перехід до S3 відкладається до відновлення фактичної конверсії продажів.

Динаміку накопиченого грошового залишку відображено на рис. 3.7. Графік показує, що ринковий шок формує поступовий дефіцит у завершальній частині циклу, тоді як фінансово-витратний і комбінований сценарії створюють від'ємний залишок уже на початку активного будівництва. Саме момент виникнення дефіциту визначає набір управлінських дій. Пізній розрив може бути покритий резервом, прискоренням остаточних продажів або монетизацією комерційної складової; ранній розрив потребує власного чи партнерського капіталу, підтвердженої кредитної лінії або перегляду масштабу проєкту.

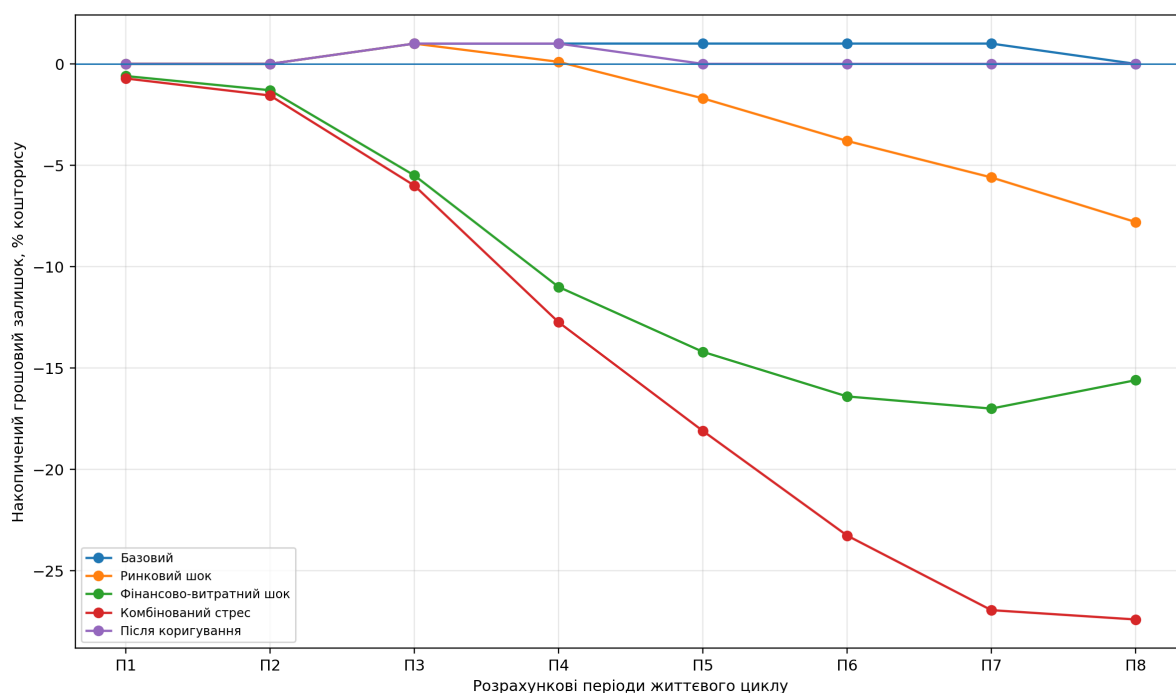


Рис. 3.8. Накопичений грошовий залишок за сценаріями реалізації стратегії

Джерело: побудовано автором за результатами нормованого сценарного моделювання.

Порівняння структури доступних джерел на рис. 3.8 підтверджує, що комбінований стрес не обов'язково підвищує формальну концентрацію: скорочення боргу й коштів покупців може навіть збільшити відносну частку власного капіталу. Однак це не означає посилення стійкості, оскільки одночасно

зменшується абсолютний обсяг фінансування та погіршується календар його надходження. Отже, структурні частки мають інтерпретуватися разом із CR, G та фазовою відповідністю. Після коригування частка партнерського компонента істотно зростає, що розподіляє ризик і відновлює ресурсне покриття, хоча зменшує частку контролю й кінцевого доходу девелопера. Така плата є економічно виправданою, якщо альтернативою виступає зупинка проєкту.

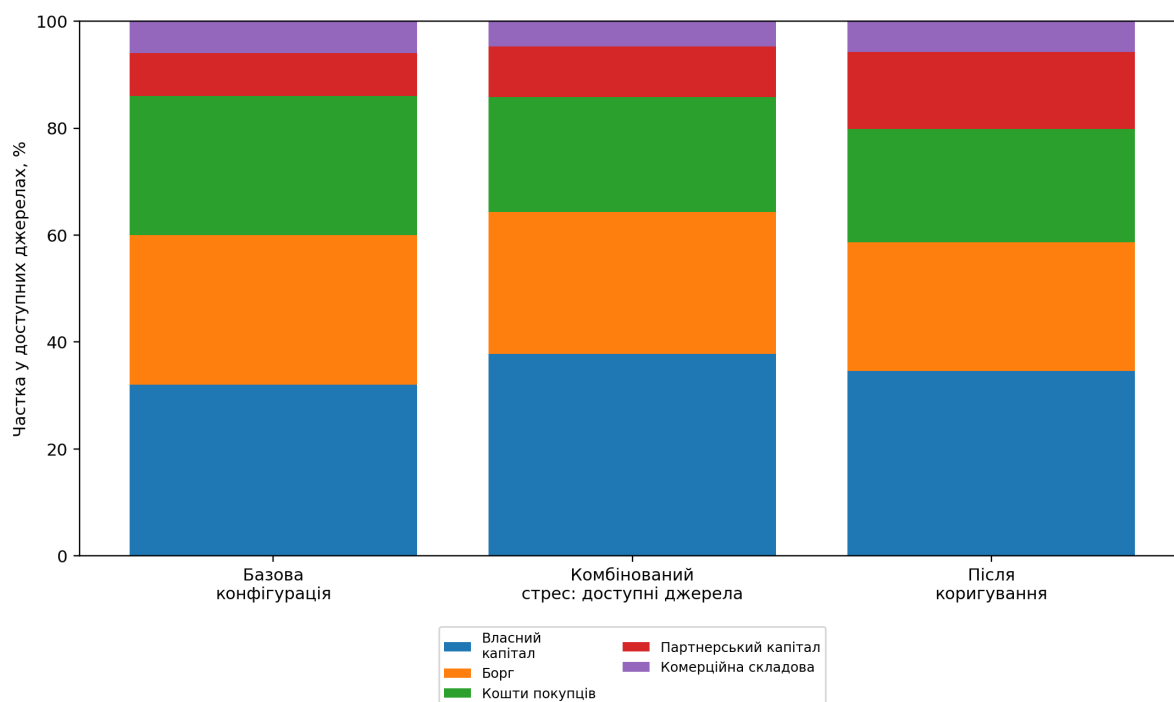


Рис. 3.9. Зміна структури доступних джерел фінансування в процесі сценарної верифікації

Джерело: побудовано автором; частки нормовано до сукупного обсягу доступних джерел відповідного сценарію.

Сценарне відхилення має перетворюватися на управлінське рішення через вимірюваний тригер. Загальна констатація погіршення ринку не визначає моменту реагування і створює ризик запізнення. Тому для апробованої стратегії сформовано карту сигналів, порогових умов і дій. Її призначення полягає у розмежуванні трьох рівнів: попереджувального, за якого посилюється моніторинг; коригувального, за якого змінюється бюджет, графік або структура джерел; критичного, за якого зупиняється новий запуск або переглядається сама стратегія.

Таблиця 3.29

Тригери сценарного реагування та коригувальні дії для апробованої стратегії

Сигнал	Порогова умова	Коригувальна дія	Очікуваний результат
Уповільнення продажів	Надходження нижчі за план понад 20 % у двох періодах	Зберегти S2; переглянути ціну, платежі й відкласти чергу	Менша рання залежність від Р; збереження резерву
Зростання витрат	Прогноз перевищує бюджет і резерв непередбачених витрат	Вартісний інжиніринг; перегляд некритичних робіт і повторна закупівля	Зменшення потреби без погіршення класу й зобов'язань
Затримка кредиту	Транш не підтверджено до контрольної дати або ліміт знижено понад 10 %	Власний чи партнерський міст; поетапна лінія; зміна календаря	Відновлення фазової відповідності; уникнення раннього дефіциту
Використання резерву	Потреба перевищує 50 % корпоративного резерву	Заборона нового запуску; першочергове відновлення резерву	Збереження портфельної гнучкості
Піковий дефіцит	$G > LR$ або $CR < 1$ з урахуванням резерву	Ребазування; співінвестор; перехід до захисної стратегії	Усунення непокритої потреби до продовження витрат
Порушення договору або права	$COV = 0$ незалежно від фінансового результату	Призупинення залучення коштів; зміна договору або етапу	Відновлення правової допустимості
Готовність до S3	Стійкі продажі; $CR \geq 1$; резерв відновлено; контрольну готовність досягнуто	Розширення боргу й Р у межах лімітів; підготовка наступного запуску	Перехід до збалансованого розвитку

Джерело: розроблено автором за результатами сценарної апробації.

Пакет адаптивного коригування для комбінованого стресу має взаємопов'язаний характер. Просте збільшення власного внеску на величину 27,4 одиниці формально ліквідувало б дефіцит, але суперечило б обмеженій фінансовій спроможності та погіршило б можливість подальшого розвитку. Тому застосовано комбінацію п'яти рішень. По-перше, обсяг обов'язкової першої черги переглянуто шляхом перенесення частини некритичної інфраструктури й

оптимізації специфікацій, що зменшило потребу зі 112 до 104 одиниць. По-друге, власний капітал збільшено на 4 одиниці, достатні для покриття ранньої фази. По-третє, партнерський компонент збільшено з 8 до 15 одиниць; партнер бере на себе частину ризику в обмін на участь у результаті. По-четверте, борг переведено у поетапну лінію 25 одиниць, прив'язану до контрольних подій. По-п'яте, продажі переплановано: кошти покупців у розрахунковому горизонті становлять 22 одиниці, а не первинні 26, що відповідає консервативнішому прогнозу.

Важливо, що коригування не знижує продукт до комфорт-класу. Скорочуються або відкладаються елементи, які мають слабкий вплив на конверсію та високу постійну вартість утримання; зберігаються малоповерховість, приватність, інженерна надійність, паркінг, доступ до рекреаційної зони й базовий сервіс. Це узгоджується з висновком 2.3 про принцип достатності інфраструктури: кожний її елемент повинен збільшувати ціну або темп продажів більше, ніж підвищує капітальні й експлуатаційні витрати. Отже, адаптація фінансової архітектури супроводжується вибіркоким коригуванням продукту, але не руйнує стратегічне позиціонування.

Таблиця 3.30

Вплив адаптивного коригування на результати комбінованого стресу

Показник	До	Після	Δ	Стратегічний результат
Потреба у фінансуванні	112	104	-8,0	Ребазовано обов'язковий контур
Підтверджені джерела	84,6	104	+19,4	Відновлено ресурсне покриття
CR без резерву	0,755	1	+0,245	Фінансування без поглинання резерву
Касовий розрив G	27,4	0	-27,4	Усунено загрозу зупинки
Власний і партнерський капітал	40	51	+11,0	Збільшено незалежний від попиту ресурс
SRI	0,539	0,688	+0,149	Відновлено фазову й структурну стійкість

Джерело: розраховано автором за результатами сценарної верифікації. Після коригування кошти покупців становлять 22 нормовані одиниці, а стратегічна зона змінюється з червоної на зелену.

Порівняння до і після коригування показує, що основний ефект виникає через узгоджене зменшення потреби та збільшення незалежних від поточного попиту джерел. Власний і партнерський компоненти зростають із 40 до 51 одиниці; їхня частка у скоригованій структурі становить 49,0 %. Це нижче порога консервативної моделі $E_s + I_s > 60$ %, тому стратегія не перетворюється на S1. Водночас запас достатній для проходження ранніх і найбільш капіталомістких періодів. Частка коштів покупців у загальному фінансуванні скорочується до 21,2 %, що є нижчим за типовий діапазон бізнес-класу, але виправданим у фазі непідтвердженого попиту. Після відновлення продажів частка Р може зростати, заміщуючи частину власного капіталу без зміни стратегічного типу.

Аналіз чутливості SRI до ваг показав, що зміна ваг диверсифікації, фазової відповідності й запасу незалежних джерел у межах ± 20 % не змінює порядку ключових сценаріїв: скоригована конфігурація зберігає перевагу над базовою або наближається до неї, тоді як комбінований стрес залишається найслабшим. Це пояснюється тим, що результат визначається одночасним поліпшенням двох компонентів – фазової відповідності та запасу $E + I$. Отже, висновок про доцільність адаптивного пакета не є наслідком одного довільно обраного коефіцієнта.

Для узагальнення результатів запропоновано коефіцієнт адаптивного відновлення, який показує частку сценаріїв, у яких після застосування передбачених дій відновлено критичні умови життєздатності:

$$K_{AR} = (1/m) \sum_{(s=1 \dots m)} V_{post}(s) \quad (3.20)$$

де V_{post_s} – результат повторної перевірки сценарію після коригування; m – кількість сценаріїв. У побудованій системі комбінований стрес є вкладеним і жорсткішим за окремий ринковий та фінансово-витратний шоки. Пакет, що відновлює прийнятність за комбінованого сценарію, забезпечує проходження критичних умов і для менш жорстких варіантів за незмінності правового режиму. Відповідно $K_{AR} = 1$. Це значення не означає гарантії результату в будь-яких обставинах; воно підтверджує узгодженість запропонованих дій із визначеним набором сценаріїв.

Економічний ефект апробованого підходу не слід зводити до максимізації прибутку. В умовах високої невизначеності першочерговим результатом є запобігання незавершенню, втраті ліквідності та порушенню договірних зобов'язань. Коригування може зменшити частку девелопера у кінцевому результаті через залучення партнера, відтермінувати частину інфраструктури й подовжити строк обороту капіталу. Проте ці втрати є контрольованими та порівнюються з альтернативною вартістю зупинки проєкту, штрафами, репутаційними збитками, вимушеним дисконтуванням і втратою можливості подальшого розвитку. Така логіка відповідає сучасному підходу до оптимізації фінансової архітектури, за яким вартість капіталу мінімізується лише за умови забезпечення ліквідності, правової відповідності й прийняттого ризику [41; 99; 100].

Стратегічний ефект полягає у збереженні керованої траєкторії $S2 \rightarrow S3$. Без сценарної перевірки підприємство могло б передчасно перейти до збалансованого портфельного розвитку та спрямувати корпоративний резерв на новий запуск. Ринковий шок майже повністю поглинає резерв, а комбінований формує непокритий дефіцит 19,4 одиниці навіть після його використання. Тому контрольним результатом є відкладення масштабування до відновлення резерву, підтвердження продажів і доступності поетапного боргу. Стратегія зберігає напрям розвитку, але змінює темп, обсяг першої черги та фінансову конфігурацію.

Одержані результати мають практичне значення для підприємств-девелоперів із обмеженим доступом до довгострокового кредиту. Дослідження фінансування будівництва в Україні підтверджують переважання власних ресурсів, необхідність диверсифікації інструментів та врахування ризику, вартості, контролю й гнучкості при виборі джерел [96; 99; 100]. За таких умов помилка в прогнозі продажів швидко перетворюється на корпоративний дефіцит. Запропонована процедура дає змогу ще до нарощування витрат установити величину потенційного розриву, визначити, який компонент фінансування не спрацьовує, і зафіксувати управлінську реакцію в паспорті стратегії.

Межі застосування апробації визначаються інформаційною базою. Нормована модель не дає підстав для висновку про конкретні NPV, IRR, DSCR, строк окупності чи ринкову вартість підприємства. Для їх розрахунку необхідні підтверджені площі, ціни за типами об'єктів, графік договорів, кошторис за пакетами робіт, процентна ставка, комісії, забезпечення, податки й умови погашення. Тому результати підрозділу підтверджують методичну працездатність і структурну логіку стратегії, але не замінюють інвестиційний меморандум конкретного підприємства. Під час практичного впровадження нормовані одиниці замінюються фактичними сумами без зміни алгоритму.

Таблиця 3.31

Умови збереження, модифікації або заміни апробованої стратегії

Стан стратегії	Критична умова	Рішення та практична дія
Збереження S2	$CR \geq 1$; $G=0$ або покривається без вичерпання резерву; $COV=1$	Виконання календаря, відновлення резерву; перехід до S3 лише за подієвих умов
Модифікація S2	Попереджувальна зона; дефіцит покривається резервом	Зміна темпу, продукту або джерел; перегляд бюджету, продажів, траншів та інфраструктури
Перехід до S1	$G > LR$; $CR < 1$; додаткове джерело відсутнє; попит слабкий	Захисна стабілізація: заборона запусків, реструктуризація, завершення пріоритетної частини
Перехід до S3	Резерв відновлено; попит, готовність і доступність боргу підтверджено	Збалансований розвиток: поетапне заміщення власного капіталу й підготовка наступного проєкту
Заміна стратегії	Правова недопустимість, стійке ринкове неприйняття або неусувний дефіцит	Повторна діагностика; зміна продукту, монетизації, партнерської моделі або вихід із проєкту

Джерело: розроблено автором.

Наукова новизна одержаного результату полягає у розвитку сценарно-верифікаційного підходу до апробації стратегії підприємства-девелопера зі змішаним фінансуванням. На відміну від статичного порівняння планових показників або окремого аналізу чутливості дохідності, запропонований підхід поєднує: емпірично обґрунтоване класове й ринкове позиціонування; стадійну

траєкторію п'яти джерел капіталу; календарний розрахунок пікового дефіциту; некомпенсаційну перевірку критичних обмежень; структурний індикатор SRI; систему тригерів; повторне оцінювання після коригування. Результатом є визначення області застосовності стратегії та доказ здатності управлінського механізму відновлювати допустимі параметри після шоку.

Авторське узагальнення полягає в тому, що робастність стратегії розвитку девелопера визначається не незмінністю початкового плану, а збереженням її цільової логіки за контрольованої зміни масштабу, темпу й фінансової архітектури. Для досліджуваного проєкту такою логікою є селективний вхід у бізнес-сегмент, обмеження ранньої залежності від покупців, концентрація ресурсів на обов'язковому проєктному контурі та подієвий перехід до збалансованого розвитку. Комбінований стрес показав неприйнятність початкової конфігурації без втручання, але пакет коригування відновив ресурсне покриття, усунув касовий розрив і підвищив SRI з 0,539 до 0,688. Це підтверджує, що стратегія може бути збережена за умови відкладення переходу до S3 та посилення партнерського й власного фінансування.

Практичний висновок для підприємства-девелопера полягає у необхідності закріпити в паспорті стратегії чотири обов'язкові правила. Перше – кошти покупців ураховуються лише в обсязі підтверджених договорів і календарно доступних платежів. Друге – корпоративний резерв не включається до базового фінансового плану та не може використовуватися для нового запуску, якщо чинний проєкт перебуває у жовтій зоні. Третє – відсутність підтвердженого траншу боргу до контрольної дати автоматично змінює календар витрат. Четверте – перехід від S2 до S3 здійснюється за сукупністю подій, а не за формальним досягненням одного показника продажів.

Отже, проведена верифікація підтвердила доцільність поетапної стратегії S2→S3 для підприємства, що реалізує приміський житловий проєкт бізнес-класу за змішаного фінансування. У базовому сценарії вона є життєздатною, за ринкового шоку потребує збереження селективного режиму й використання резерву, за фінансово-витратного та комбінованого шоків втрачає прийнятність

без коригування. Ребазування обов'язкового проєктного контуру, збільшення власного й партнерського капіталу, поетапне кредитування та консервативніший графік покупецьких надходжень відновлюють стійкість. Відтак апробація доводить практичну сумісність результатів розділів 1–2 та методичного підходу 3.1 і формує кількісну основу для організаційно-економічного механізму адаптивного коригування стратегії.

Висновки до третього розділу.

1. Розроблено методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера за результатами фінансово-економічної діагностики. Встановлено, що стратегічне рішення не може безпосередньо виводитися з одного інтегрального показника, оскільки однакові його значення можуть формуватися за різного поєднання ліквідності, боргового навантаження, концентрації джерел, ресурсного покриття, фазової відповідності фінансування та ринково-конкурентного потенціалу. Запропонований підхід охоплює вісім взаємопов'язаних етапів: формування трирівневого діагностичного профілю; перевірку критичних обмежень; визначення стратегічного розриву; формування конфігураційних альтернатив; структурно-динамічне моделювання їх фінансової архітектури; стратегічне картування; двоступеневий відбір за критеріями життєздатності та результативності; формування паспорта обраної стратегії. Пілотне багатокритеріальне оцінювання засвідчило перевагу стратегії S2 «відновлення спроможності та селективний розвиток», підсумкова оцінка якої становила 0,788. Її вибір зумовлений необхідністю концентрації ресурсів на завершенні чинного проєкту, обмеження передчасних капіталомістких запусків і збереження можливості подальшого переходу до збалансованого портфельного розвитку після досягнення встановлених контрольних умов. Кінцевим результатом підходу є паспорт стратегії, який фіксує цільове ринково-продуктове позиціонування, портфельну конфігурацію, стадійну фінансову архітектуру, організаційні спроможності, ризикові ліміти, темп розвитку та тригери перегляду.

2. Удосконалено організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування. Його функціональне призначення полягає у трансформації цільової стратегічної конфігурації у систему програм, бюджетів, договорів, фінансових і портфельних лімітів, повноважень, контрольних показників та управлінських процедур. Механізм структуровано за шістьма взаємопов'язаними підсистемами: організаційною, фінансово-економічною, ринково-продуктовою, інформаційно-аналітичною, ризиково-комплаєнсною та контрольно-адаптивною. Розподілено повноваження між корпоративним, портфельним і проєктним рівнями, сформовано стадійний контур із п'ятьма контрольними «воротами», систему KPI, календарних, порогових, подієвих, договірних і сценарних тригерів, а також п'ять рівнів управлінського коригування. Апробація контрольно-адаптивного контуру на проєкті комфорт-класу показала, що за прийнятних значень автономії, диверсифікації джерел і DSCR коефіцієнт покриття залишкових витрат на рівні 0,70 є самостійним жовтим тригером. За такого стану обґрунтовано умовне продовження реалізації з посиленням продажів, формуванням резерву та підтвердженням джерела заміщення, а в разі збереження відхилення - перехід до фінансово-конфігураційного й портфельного коригування. Практичним результатом є комплект внутрішніх регламентів: дорожня карта за стадіями життєвого циклу, матриця повноважень, система KPI і тригерів, алгоритм ескалації та критерії оцінювання результативності механізму.

3. Розвинуто сценарно-верифікаційний підхід і проведено апробацію поетапної стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаним фінансуванням. Об'єктом апробації обрано приміський житловий проєкт у Козині, для якого за результатами ринково-конкурентної діагностики обґрунтовано позиціювання у сегменті малоповерхового бізнес-класу. Верифіковано траєкторію $S2 \rightarrow S3$, яка передбачає початкову концентрацію ресурсів на селективному розвитку з подальшим переходом до збалансованої портфельної стратегії після підтвердження дозвільної готовності, темпу

продажів, резерву ліквідності та доступності боргового фінансування. У базовому сценарії стратегія є життєздатною; за ринкового шоку потребує збереження селективного режиму та використання резерву; за фінансово-витратного й комбінованого шоків початкова фінансова конфігурація втрачає прийнятність. Для комбінованого стресу сформовано взаємоузгоджений пакет коригування: обсяг обов'язкового проєктного контуру зменшено зі 112 до 104 нормованих одиниць, власний капітал збільшено на 4 одиниці, партнерське фінансування - з 8 до 15 одиниць, борг переведено у поетапну кредитну лінію обсягом 25 одиниць, а покупецькі надходження скориговано до консервативнішого рівня 22 одиниць. Реалізація пакета усунула касовий розрив і підвищила індекс структурної стійкості фінансування з 0,539 до 0,688. Отже, робастність стратегії визначається не незмінністю початкового плану, а здатністю зберігати її цільову логіку за контрольованого коригування масштабу, темпу, продуктового контуру й фінансової архітектури.

4. Узагальнення результатів розділу підтвердило методичну взаємопов'язаність діагностики, стратегічного вибору, організаційно-економічної реалізації та сценарної перевірки. Фінансово-економічна й ринково-конкурентна діагностика формують інформаційний базис; методичний підхід перетворює його на допустимі стратегічні альтернативи та паспорт обраної стратегії; організаційно-економічний механізм закріплює цільові параметри у програмах, бюджетах, договорах, лімітах і повноваженнях; сценарна верифікація визначає межі стійкості та перевіряє ефективність коригувальних дій. Запропонований інструментарій забезпечує перехід від статичного вибору структури фінансування до адаптивного управління траєкторією підприємства, у межах якого пріоритетними критеріями є завершуваність проєктів, ліквідність, договірна дисципліна, портфельна збалансованість і збереження можливостей подальшого розвитку.

ВИСНОВКИ

1. Узагальнення наукових підходів до визначення сутності девелопменту засвідчило, що підприємство-девелопер не може бути ототожнене з окремим функціональним учасником інвестиційно-будівельного процесу. Його відмінність полягає в поєднанні підприємницької ініціативи, повноважень щодо формування концепції та продукту, координації учасників, структурування фінансування, управління ризиками й відповідальності за завершення проєкту. Підприємство-девелопер запропоновано розглядати як постійно діючого інтегратора тимчасових проєктних систем, який забезпечує узгодження проєктних рішень зі станом портфеля та корпоративними ресурсними обмеженнями. Уточнено, що фінансова архітектура є цілісною системою джерел, інструментів, строків, прав, зобов'язань, ризиків, контрольних механізмів і міжрівневих зв'язків, тоді як фінансова конфігурація відображає конкретний стан цієї системи на відповідній стадії життєвого циклу проєкту.

2. Доведено, що результативність змішаного фінансування визначається не кількістю залучених джерел, а їх економічною сумісністю, часовою узгодженістю, договірними умовами та відповідністю стадії проєкту. Форму змішаного фінансування визначено як типове поєднання економічних джерел, правил їх послідовного або паралельного залучення та інституційно-договірної оболонки. Детермінанти, що відображають причинно значущі умови фінансування, розмежовано з предикторами як вимірюваними ознаками прогнозування їх впливу. Запропоновано п'ятирівневу систему предикторів і причинну послідовність формування рішення: від детермінант, предикторів і залишкового ризикового профілю до визначення доступності джерел, форми змішаного фінансування, області допустимих пропорцій, стадійної конфігурації та тригерів її перегляду. Це дає змогу відмовитися від пошуку єдиної універсальної структури капіталу на користь керованої зміни фінансування протягом життєвого циклу проєкту.

3. На основі інтеграції ресурсного, ринкового, портфельного, фінансового, процесного, інституційного, ризик-орієнтованого, адаптивного та сценарного

підходів сформовано концептуально-методичний базис стратегії розвитку підприємства-девелопера за змішаного фінансування. Стратегію визначено як систему управління цільовою траєкторією та портфелем проєктів у межах ресурсних, інституційних і ризикових обмежень, центральним об'єктом якої є взаємна відповідність портфеля, стадійної фінансової архітектури та організаційних спроможностей. Стратегічну стійкість конкретизовано через здатність підприємства завершувати проєкти, підтримувати ліквідність, виконувати зобов'язання, уникати критичної концентрації джерел, адаптувати фінансування і відновлювати розвиток після шоків. Методичний процес формування стратегії охоплює стратегічну та фінансово-економічну діагностику, визначення цільової траєкторії, конструювання портфеля, побудову фінансової архітектури, сценарне оцінювання стійкості, вибір альтернативи, операціоналізацію, оцінювання результатів та адаптивний стратегічний контроль.

4. Проведено комплексне оцінювання стану і тенденцій розвитку підприємств-девелоперів України. Встановлено циклічний характер інвестиційної активності будівельної галузі у 2020–2025 рр.: кризове скорочення під впливом пандемії, короткострокове відновлення, різкий спад унаслідок повномасштабної війни та поступове пожвавлення у 2023–2025 рр., яке ще не забезпечило повернення до довоєнного інвестиційного потенціалу. Систематизовано воєнні, фінансові, економічні, логістичні, соціальні та технологічні чинники діяльності девелоперських підприємств. Визначено, що основні можливості їх розвитку пов'язані з відбудовою житлового фонду, транспортної, енергетичної та комунальної інфраструктури, водночас ключовими обмеженнями залишаються дефіцит довгострокового капіталу, висока собівартість будівництва, недостатня платоспроможність попиту, кадровий дефіцит і безпекові ризики.

5. Удосконалено аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики девелоперських проєктів за змішаного фінансування. Його побудовано за принципами проєктної відокремленості, фазової відповідності,

багатоканальності, ризик-орієнтованості, суттєвості та своєчасності. Базис об'єднує п'ять блоків оцінювання: структуру капіталу; ліквідність і достатність грошового потоку; фінансову стійкість; ризики фінансування; відповідність фінансової конфігурації класу житла. Запропоновано інтегральний діагностичний показник із диференційованими за стадіями вагами і коригувальним впливом ризиків, діагностичну картку та механізм етапних «воріт». Апробація на проєкті комфорт-класу засвідчила прийнятну диверсифікацію джерел і здатність обслуговувати борг, але виявила недостатнє покриття майбутніх будівельних витрат законтракованими надходженнями, що зумовило необхідність додаткового резерву ліквідності та посилення контролю продажів.

6. Набув подальшого розвитку емпіричний підхід до ринково-конкурентної діагностики стратегічного позиціонування і фінансування підприємства-девелопера. Запропоновано матрицю «клас - територія - формат», систему п'ятнадцяти параметрів оцінювання житлового об'єкта, двоступеневу процедуру ідентифікації його класу та питомий ціновий індикатор для конкурентного бенчмаркінгу. Встановлено, що клас житла визначає не лише цінове позиціонування, а й місткість попиту, одиничний чек, темпи продажів, календар надходжень та межі використання коштів покупців. За результатами аналізу ринку Києва і передмістя, конкурентного оцінювання та пошукового дослідження попиту для проєкту у Козині обґрунтовано позиціонування у сегменті малоповерхового бізнес-класу з рекреаційно-сервісною концепцією. Водночас встановлено потребу у значному власному або партнерському фінансуванні до підтвердження попиту і досягнення стадії будівельної готовності, яка компенсує відсутність сформованої репутації нового девелопера.

7. Розроблено методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування. На відміну від підходів, які пов'язують стратегічний вибір із максимізацією прибутковості, бажаною структурою капіталу або одним інтегральним показником, запропонований підхід передбачає послідовне формування

трирівневого інформаційно-діагностичного профілю, порогову перевірку критичних обмежень, визначення стратегічного розриву, формування конфігураційних альтернатив, структурно-динамічне моделювання їх фінансової архітектури, стратегічне картування, двоступеневий відбір за життєздатністю і результативністю та складання паспорта стратегії. За результатами пілотного оцінювання обґрунтовано вибір стратегії відновлення спроможності та селективного розвитку, яка забезпечує концентрацію ресурсів на завершенні чинних проєктів і передбачає подієво обумовлений перехід до збалансованого портфельного розвитку. Це дозволило узгодити ринково-продуктове позиціонування, портфель проєктів, стадійну фінансову архітектуру, організаційні спроможності, ризикові ліміти та календар розвитку підприємства.

8. Удосконалено організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування. Механізм забезпечує інституціоналізацію цільової стратегічної конфігурації через систему програм, бюджетів, договорів, лімітів, центрів відповідальності, контрольних показників і процедур реагування. Його структуровано за організаційною, фінансово-економічною, ринково-продуктовою, інформаційно-аналітичною, ризиково-комплаєнсною та контрольно-адаптивною підсистемами. Запропоновано трирівневу систему повноважень, стадійні контрольні «ворота», календарні, порогові, подієві, договірні та сценарні тригери, а також операційний, ринково-продуктовий, фінансово-конфігураційний, портфельний і стратегічний рівні коригування. Апробація показала, що механізм дає змогу виявляти критичні структурні відхилення, які не фіксуються середнім або інтегральним показником, і визначати адресні управлінські дії без необґрунтованого перегляду стратегічної мети.

9. Набув подальшого розвитку сценарно-верифікаційний підхід до апробації стратегії підприємства-девелопера зі змішаним фінансуванням. Його застосування передбачає формування взаємоузгоджених ринкових, фінансово-витратних і комбінованих сценаріїв, календарний розрахунок грошових потоків і

пікового дефіциту, перевірку ресурсного покриття, фазової відповідності джерел, ліквідності та договірних обмежень, визначення тригерів і повторне оцінювання після коригування. Апробація поетапної стратегії S2→S3 на нормованій моделі приміського житлового проєкту бізнес-класу встановила, що базова конфігурація є життєздатною, однак за комбінованого стресу потребує ребазування обов'язкового проєктного контуру, посилення власного й партнерського фінансування, переходу до поетапного кредитування та консервативнішого врахування покупцьких надходжень. Застосований пакет коригування усунув дефіцит фінансування та підвищив показник структурної стійкості з 0,539 до 0,688, що підтвердило спроможність запропонованого механізму відновлювати допустиму траєкторію стратегії після негативних відхилень.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ratcliffe J., Stubbs M., Keeping M. Urban Planning and Real Estate Development. 4th ed. London : Routledge, 2021. 376 p.
2. Peiser R., Charles S., Egelanian N., Dermisi S., Hamilton D. Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business. 4th ed. Washington, DC : Urban Land Institute, 2022. 404 p.
3. Блиндюк Р. В. Девелоперський бізнес: до визначення сутності поняття. *Інвестиції: практика та досвід*. 2024. № 20. С. 175–180. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2024.20.175>
4. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13, No. 2. P. 187–221. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
5. Bakker R. M. Taking Stock of Temporary Organizational Forms: A Systematic Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*. 2010. Vol. 12, No. 4. P. 466–486. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2010.00281.x>
6. Fama E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*. 1980. Vol. 88, No. 2. P. 288–307. DOI: <https://doi.org/10.1086/260866>
7. Кришталь Г., Рачківська К., Якимчук І., Максим'юк Ю., Мокроцький О., Луценко Б. Економіко-управлінська трансформація господарського портфеля девелопера у контексті інноваційного розвитку та операційної мультиструктурності. Шляхи підвищення ефективності будівництва. 2024. Т. 3, № 53. С. 287–297. DOI: [https://doi.org/10.32347/2707-501x.2024.53\(3\).287-297](https://doi.org/10.32347/2707-501x.2024.53(3).287-297)
8. Healey P. Models of the development process: A review. *Journal of Property Research*. 1991. Vol. 8, No. 3. P. 219–238. DOI: <https://doi.org/10.1080/09599919108724039>
9. Healey P. An institutional model of the development process. *Journal of Property Research*. 1992. Vol. 9, No. 1. P. 33–44. DOI: <https://doi.org/10.1080/09599919208724049>
10. Gore T., Nicholson D. Models of the land-development process: A critical review. *Environment and Planning A*. 1991. Vol. 23, No. 5. P. 705–730. DOI:

<https://doi.org/10.1068/a230705>

11. Guy S., Henneberry J. Understanding urban development processes: Integrating the economic and the social in property research. *Urban Studies*. 2000. Vol. 37, No. 13. P. 2399–2416. DOI: <https://doi.org/10.1080/00420980020005398>

12. Бляхарський Я. С. Визначення девелоперської діяльності як окремого виду економічної діяльності. *Університетські наукові записки*. 2020. № 3–4 (75–76). С. 234–248. DOI: <https://doi.org/10.37491/UNZ.75-76.25>

13. Білоброва Т. О. Девелопмент на ринку нерухомості України. *Науковий вісник Полтавського університету споживчої кооперації України*. 2008. № 4 (31). С. 54–59

14. Рашковський О. А. Девелопмент як принципово нова концепція організації інвестиційного процесу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 5. С. 106–108

15. Кіщенко Т. Є., Гусарова Л. В., Боліла Н. В. Девелопмент – методологія втілення проектів інвестування будівництва. *Ефективна економіка*. 2018. № 6. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=6407> (дата звернення: 11.07.2024)

16. Esty B. C. Why study large projects? An introduction to research on project finance. *European Financial Management*. 2004. Vol. 10, No. 2. P. 213–224. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00247.x>

17. Про гарантування речових прав на об'єкти нерухомого майна, які будуть споруджені в майбутньому : Закон України від 15.08.2022 № 2518-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/2518-20> (дата звернення: 12.07.2024)

18. Іванов А. В. Співвідношення понять «девелопмент нерухомості» і «девелоперська діяльність» у сфері нерухомості. *Часопис цивілістики*. 2016. Вип. 21. С. 60–63

19. Fisher P. The property development process: Case studies from Grainger Town. *Property Management*. 2005. Vol. 23, No. 3. P. 158–175. DOI: <https://doi.org/10.1108/02637470510603510>

20. Петраковська О. С., Тацій Ю. О. Девелопмент нерухомості та сталий розвиток міст : навч. посіб. Київ : Видавничий дім «Кий», 2015. 504 с.

21. Lundin R. A., Söderholm A. A theory of the temporary organization. *Scandinavian Journal of Management*. 1995. Vol. 11, No. 4. P. 437–455. DOI: [https://doi.org/10.1016/0956-5221\(95\)00036-U](https://doi.org/10.1016/0956-5221(95)00036-U)
22. Turner J. R., Müller R. On the nature of the project as a temporary organization. *International Journal of Project Management*. 2003. Vol. 21, No. 1. P. 1–8. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0263-7863\(02\)00020-0](https://doi.org/10.1016/S0263-7863(02)00020-0)
23. Приходько Д.О., Дикий О.В., Малихіна О.М., Валінкевич Н.В., Іщенко Т.М., Савчук Т.В. Економіко-інституціональні аспекти формування портфеля девелопера: зміна парадигми й інноваційні рішення управління. *Управління розвитком складних систем*. 2021. № 47. С. 119–129. DOI: <https://doi.org/10.32347/2412-9933.2021.47.119-129>
24. Рижакова Г. М., Малихіна О. М., Ручинська Ю. М., Петренко Г. С. Економіко-управлінські предиктори стратегічного девелопменту в умовах динамічного середовища впровадження проектів будівництва. *Управління розвитком складних систем*. 2019. № 39. С. 154–163. DOI: <https://doi.org/10.6084/m9.figshare.11340710>
25. Olander S. Stakeholder impact analysis in construction project management. *Construction Management and Economics*. 2007. Vol. 25, No. 3. P. 277–287. DOI: <https://doi.org/10.1080/01446190600879125>.
26. Aaltonen K., Kujala J. A project lifecycle perspective on stakeholder influence strategies in global projects. *Scandinavian Journal of Management*. 2010. Vol. 26, No. 4. P. 381–397. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.scaman.2010.09.001>
27. Winch G. M. *Managing Construction Projects*. 2nd ed. Chichester : Wiley-Blackwell, 2010. 544 p.
28. Про регулювання містобудівної діяльності : Закон України від 17.02.2011 № 3038-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/3038-17> (дата звернення: 11.07.2024)
29. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю : Закон України від 19.06.2003 № 978-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/978-15> (дата звернення: 11.07.2024)
30. Про інвестиційну діяльність : Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/1560-12> (дата звернення: 11.07.2024)

31. Цивільний кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 435-IV, ст. 875. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/435-15> (дата звернення: 11.07.2024)
32. Загальні умови укладення та виконання договорів підряду в капітальному будівництві : постанова Кабінету Міністрів України від 01.08.2005 № 668. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/668-2005-%D0%BF> (дата звернення: 11.07.2024)
33. Myers S. C. Financial architecture. *European Financial Management*. 1999. Vol. 5, No. 2. P. 133–141. DOI: <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00086>
34. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3, No. 4. P. 305–360. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
35. Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. 1958. Vol. 48, No. 3. P. 261–297
36. Myers S. C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. 1984. Vol. 39, No. 3. P. 575–592. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
37. Dailami M., Hauswald R. Credit-spread determinants and interlocking contracts: A study of the Ras Gas project. *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 86, No. 1. P. 248–278. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.001>
38. Душак М. І. Теоретичне підґрунтя формування фінансової архітектури підприємства. *Економіка та держава*. 2019. № 8. С. 62–66
39. Малиш Д. О. Фінансова архітектура підприємства як основа його фінансової безпеки. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. 2017. Вип. 28. С. 200–203
40. Школьник І. О., Малиш Д. О., Козьменко Є. С. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. *Бізнес Інформ*. 2018. № 3. С. 315–322
41. Лич В. М., Шпакова Г. В. Напрями оптимізації структури джерел фінансування девелоперських проєктів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2026. № 5. С. 14–21. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2026.5.14>
42. Gatti S. *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*. 4th ed. London : Academic Press, 2023. 496 p.
43. Yescombe E. R. *Principles of Project Finance*. 2nd ed. London : Academic

Press, 2013. 568 p.

44. Williamson O. E. Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*. 1988. Vol. 43, No. 3. P. 567–591. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04592.x>.

45. Miller D. Configurations of strategy and structure: Towards a synthesis. *Strategic Management Journal*. 1986. Vol. 7, No. 3. P. 233–249. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.4250070305>

46. Fiss P. C. A set-theoretic approach to organizational configurations. *Academy of Management Review*. 2007. Vol. 32, No. 4. P. 1180–1198. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.2007.26586092>

47. Meyer A. D., Tsui A. S., Hinings C. R. Configurational approaches to organizational analysis. *Academy of Management Journal*. 1993. Vol. 36, No. 6. P. 1175–1195. DOI: <https://doi.org/10.2307/256809>.

48. Андрєєва В. А. Фінансування девелоперських проєктів як механізм функціонування ринку нерухомості. *Вчені записки Університету «КРОК»*. 2020. № 3 (59). С. 24–29. DOI: <https://doi.org/10.31732/2663-2209-2020-59-24-29>.

49. Шпакова Г. В., Лич В.М., Мостовенко О.О., Іванова Т.М. Методичні підходи до оцінки ефективності стратегії розвитку підприємств-девелоперів. *Шляхи підвищення ефективності будівництва*. 2026. №1(57). С.294–304 DOI: [https://doi.org/10.32347/2707-501x.2026.57\(1\).294-304](https://doi.org/10.32347/2707-501x.2026.57(1).294-304)

50. Attridge S., Engen L. Blended Finance in the Poorest Countries: The Need for a Better Approach. London : Overseas Development Institute, 2019. 76 p. URL: <https://odi.org/documents/5946/12666.pdf> (date of access: 13.07.2024).

51. Spratt S., Lawlor E., Coppens V. Core Concepts in Blended Finance: Assessment of Uses and Implications for Evaluation. OECD Development Co-operation Working Papers. 2021. No. 90. Paris: OECD Publishing. DOI: 10.1787/711006b7-en

52. Choi E., Seiger A. Catalyzing Capital for the Transition toward Decarbonization: Blended Finance and Its Way Forward. Stanford, CA: Sustainable Finance Initiative, Precourt Institute for Energy, Stanford University, 2020. 42 p. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3627858>.

53. Zetzsche D. A., Vilanculo P. Blended Finance. 2024. DOI: 10.2139/ssrn.4769178
54. Shmueli G. To Explain or to Predict? Statistical Science. 2010. Vol. 25, No. 3. P. 289-310. DOI: <https://doi.org/10.1214/10-STS330>
55. Pearl J. Causality: Models, Reasoning, and Inference. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. 484 p.
56. Hernán M. A., Robins J. M. Causal Inference: What If. Boca Raton: Chapman & Hall/CRC, 2020. 312 p.
57. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review. 1958. Vol. 48, No. 3. P. 261-297.
58. Kraus A., Litzenberger R. H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. Journal of Finance. 1973. Vol. 28, No. 4. P. 911-922. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>.
59. DeAngelo H., Masulis R. W. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. Journal of Financial Economics. 1980. Vol. 8, No. 1. P. 3-29. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7).
60. Leland H. E. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. Journal of Finance. 1994. Vol. 49, No. 4. P. 1213-1252. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb02452.x>.
61. Barclay M. J., Smith C. W. On Financial Architecture: Leverage, Maturity, and Priority. Journal of Applied Corporate Finance. 1996. Vol. 8, No. 4. P. 4-17. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00679.x>.
62. Myers S. C. Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics. 1977. Vol. 5, No. 2. P. 147-175. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
63. Fama E. F., French K. R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. Review of Financial Studies. 2002. Vol. 15, No. 1. P. 1-33. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>.
64. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3,

No. 4. P. 305-360. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

65. Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 1986. Vol. 76, No. 2. P. 323-329.

66. Titman S., Wessels R. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. 1988. Vol. 43, No. 1. P. 1-19. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>.

67. Harris M., Raviv A. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*. 1991. Vol. 46, No. 1. P. 297-355. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>.

68. Lemmon M. L., Roberts M. R., Zender J. F. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*. 2008. Vol. 63, No. 4. P. 1575-1608. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x>.

69. Korajczyk R. A., Levy A. Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints. *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 68, No. 1. P. 75-109. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00249-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00249-0).

70. Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57, No. 1. P. 1-32. DOI: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>.

71. Berger A. N., Udell G. F. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking & Finance*. 1998. Vol. 22, No. 6-8. P. 613-673. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7).

72. Dickinson V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *Review of Accounting Studies*. 2011. Vol. 16. P. 196-228. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-010-9136-0>.

73. Gompers P. A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*. 1995. Vol. 50, No. 5. P. 1461-1489. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05185.x>.

74. Kaplan S. N., Strömberg P. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*. 2003. Vol. 70, No. 2. P. 281-315. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245>.

75. Shah S., Thakor A. V. Optimal Capital Structure and Project Financing. *Journal of Economic Theory*. 1987. Vol. 42, No. 2. P. 209-243. DOI: [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(87\)90086-X](https://doi.org/10.1016/0022-0531(87)90086-X).
76. Chemmanur T. J., John K. Optimal Incorporation, Structure of Debt Contracts, and Limited-Recourse Project Financing. *Journal of Financial Intermediation*. 1996. Vol. 5, No. 4. P. 372-408. DOI: <https://doi.org/10.1006/jfin.1996.0021>.
77. Corielli F., Gatti S., Steffanoni A. Risk Shifting through Nonfinancial Contracts: Effects on Loan Spreads and Capital Structure of Project Finance Deals. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2010. Vol. 42, No. 7. P. 1295-1320. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00342.x>.
78. Subramanian K. V., Tung F. Law and Project Finance. *Journal of Financial Intermediation*. 2016. Vol. 25. P. 154-177. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.01.001>.
79. Hainz C., Kleimeier S. Political Risk, Project Finance, and the Participation of Development Banks in Syndicated Lending. *Journal of Financial Intermediation*. 2012. Vol. 21, No. 2. P. 287-314. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2011.10.002>.
80. Gatti S., Kleimeier S., Megginson W. L., Steffanoni A. Arranger Certification in Project Finance. *Financial Management*. 2013. Vol. 42, No. 1. P. 1-40. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2012.01210.x>.
81. Byoun S., Kim J., Yoo S. S. Risk Management with Leverage: Evidence from Project Finance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2013. Vol. 48, No. 2. P. 549-577. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109013000082>.
82. Byoun S., Xu Z. Contracts, Governance, and Country Risk in Project Finance: Theory and Evidence. *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 26. P. 124-144. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.003>.
83. Ooi J. The Determinants of Capital Structure: Evidence on UK Property Companies. *Journal of Property Investment & Finance*. 1999. Vol. 17, No. 5. P. 464-480. DOI: <https://doi.org/10.1108/14635789910294886>.
84. Brounen D., Eichholtz P. M. A. Capital Structure Theory: Evidence from European Property Companies' Capital Offerings. *Real Estate Economics*. 2001. Vol.

29, No. 4. P. 615-632. DOI: <https://doi.org/10.1111/1080-8620.00025>.

85. Feng Z., Ghosh C., Sirmans C. F. On the Capital Structure of Real Estate Investment Trusts. *Journal of Real Estate Finance and Economics*. 2007. Vol. 34, No. 1. P. 81-105. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11146-007-9005-2>.

86. Giambona E., Harding J. P., Sirmans C. F. Explaining the Variation in REIT Capital Structure: The Role of Asset Liquidation Value. *Real Estate Economics*. 2008. Vol. 36, No. 1. P. 111-137. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2008.00209.x>.

87. Markowitz H. Portfolio Selection. *Journal of Finance*. 1952. Vol. 7, No. 1. P. 77-91. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>.

88. Akintoye A. S., MacLeod M. J. Risk Analysis and Management in Construction. *International Journal of Project Management*. 1997. Vol. 15, No. 1. P. 31-38. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0263-7863\(96\)00035-X](https://doi.org/10.1016/S0263-7863(96)00035-X).

89. Wang S. Q., Dulaimi M. F., Aguria M. Y. Risk Management Framework for Construction Projects in Developing Countries. *International Journal of Project Management*. 2004. Vol. 22, No. 3. P. 237-252. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2003.09.002>.

90. Zou P. X. W., Zhang G., Wang J. Understanding the Key Risks in Construction Projects in China. *International Journal of Project Management*. 2007. Vol. 25, No. 6. P. 601-614. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2007.03.001>.

91. El-Sayegh S. M. Risk Assessment and Allocation in the UAE Construction Industry. *International Journal of Project Management*. 2008. Vol. 26, No. 4. P. 431-438. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2007.07.004>.

92. Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *Journal of Business Venturing*. 2014. Vol. 29, No. 5. P. 585-609. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>.

93. Mollick E. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*. 2014. Vol. 29, No. 1. P. 1-16. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>.

94. Ahlers G. K. C., Cumming D., Günther C., Schweizer D. Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2015. Vol. 39, No. 4. P. 955-

980. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12157>.

95. Hornuf L., Schwienbacher A. Internet-Based Entrepreneurial Finance: Lessons from Germany. *California Management Review*. 2018. Vol. 60, No. 2. P. 150-175. DOI: <https://doi.org/10.1177/0008125617741126>.

96. Величко А. В. Фінансування будівництва в Україні: аналіз сучасного стану, тенденції та напрями активізації залучення інвестиційних ресурсів. Шляхи підвищення ефективності будівництва в умовах формування ринкових відносин. 2023. Т. 3, № 52. С. 144-157. DOI: [https://doi.org/10.32347/2707-501x.2023.52\(3\).144-157](https://doi.org/10.32347/2707-501x.2023.52(3).144-157).

97. Бєленкова О. Ю., Дубінін Д. В., Калашніков Д. П. Цифрова трансформація будівництва і девелопменту територій як імператив формування стратегій учасників будівельного процесу. Містобудування та територіальне планування. 2022. Вип. 81. С. 13-22. DOI: <https://doi.org/10.32347/2076-815x.2022.81.13-22>.

98. Величко А. В. Вибір моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів залежно від класу житлової нерухомості. Ефективна економіка. 2026. № 5. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.5.247>.

99. Каліна І., Величко А. Фінансові інструменти інвестування в будівництві в контексті стратегічного розвитку підприємств-девелоперів. Шляхи підвищення ефективності будівництва. 2024. Т. 2, № 53. С. 161-173. DOI: [https://doi.org/10.32347/2707-501x.2024.53\(2\).161-173](https://doi.org/10.32347/2707-501x.2024.53(2).161-173).

100. Згалат-Лозинська Л. О., Дацій О. І., Величко А. В. Фінансово-кредитні інструменти як ключовий чинник розвитку інвестиційної діяльності у будівництві. Економіка та суспільство. 2024. № 70. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-70-158>.

101. Chandler A. D. *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*. Cambridge, MA : MIT Press, 1962. 463 p.

102. Porter M. E. What Is Strategy? *Harvard Business Review*. 1996. Vol. 74, No. 6. P. 61–78.

103. Mintzberg H. *Patterns in Strategy Formation*. Management Science. 1978.

Vol. 24, No. 9. P. 934–948. DOI: <https://doi.org/10.1287/mnsc.24.9.934>.

104. Mintzberg H., Waters J. A. Of Strategies, Deliberate and Emergent. *Strategic Management Journal*. 1985. Vol. 6, No. 3. P. 257–272. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.4250060306>.

105. Wernerfelt B. A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*. 1984. Vol. 5, No. 2. P. 171–180. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.4250050207>.

106. Barney J. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*. 1991. Vol. 17, No. 1. P. 99–120. DOI: <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>.

107. Meskendahl S. The Influence of Business Strategy on Project Portfolio Management and Its Success-A Conceptual Framework. *International Journal of Project Management*. 2010. Vol. 28, No. 8. P. 807–817. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2010.06.007>.

108. Martinsuo M. Project Portfolio Management in Practice and in Context. *International Journal of Project Management*. 2013. Vol. 31, No. 6. P. 794–803. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2012.10.013>.

109. Cooper R. G. Stage-Gate Systems: A New Tool for Managing New Products. *Business Horizons*. 1990. Vol. 33, No. 3. P. 44–54. DOI: [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(90\)90040-I](https://doi.org/10.1016/0007-6813(90)90040-I)

110. Flyvbjerg B. What You Should Know about Megaprojects and Why: An Overview. *Project Management Journal*. 2014. Vol. 45, No. 2. P. 6–19. DOI: <https://doi.org/10.1002/pmj.21409>.

111. Teece D. J., Pisano G., Shuen A. Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*. 1997. Vol. 18, No. 7. P. 509–533. DOI: [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199708\)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z).

112. Eisenhardt K. M., Martin J. A. Dynamic Capabilities: What Are They? *Strategic Management Journal*. 2000. Vol. 21, No. 10–11. P. 1105–1121. DOI: [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200010/11\)21:10/11<1105::AID-SMJ133>3.0.CO;2-E](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200010/11)21:10/11<1105::AID-SMJ133>3.0.CO;2-E).

113. Schoemaker P. J. H. Scenario Planning: A Tool for Strategic Thinking. Sloan Management Review. 1995. Vol. 36, No. 2. P. 25–40.
114. Courtney H., Kirkland J., Viguerie P. Strategy under Uncertainty. Harvard Business Review. 1997. Vol. 75, No. 6. P. 67–79.
115. Бланк І.О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. Київ : Ельга, 2008. 722 с.
116. Партин Г. О., Селюченко Н. Є. Фінансовий менеджмент : підручник. Львів : Видавництво Львівської політехніки, 2018. 388 с.
117. Кнейслер О. В., Квасовський О. Р., Ніпіаліді О. Ю. Фінансовий менеджмент : підручник / за ред. О. В. Кнейслер. Тернопіль : ТНЕУ, 2018. 478 с.
118. Крупка М. І. та ін. Фінансовий менеджмент : підручник / за ред. М. І. Крупки. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2019. 440 с.
119. Островська Г. Й. Фінансовий менеджмент : підручник. Тернопіль : Підручники і посібники, 2017. 512 с.
120. Arnold G., Lewis D. Corporate Financial Management. 6th ed. Harlow : Pearson, 2019. 1128 p.
121. Brealey R. A., Myers S. C., Allen F. Principles of Corporate Finance. 13th ed. New York : McGraw-Hill Education, 2019. 992 p.
122. Brigham E. F., Ehrhardt M. C. Financial Management: Theory & Practice. 15th ed. Boston : Cengage Learning, 2017. 1184 p.
123. Van Horne J. C., Wachowicz J. M. Fundamentals of Financial Management. 13th ed. Harlow : Financial Times/Prentice Hall, 2008. 744 p.
124. Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F. Corporate Finance. 10th ed. New York : McGraw-Hill/Irwin, 2013. 992 p.
125. OECD. OECD DAC Blended Finance Principles for Unlocking Commercial Finance for the Sustainable Development Goals. Paris : OECD Publishing, 2018. 20 p.
126. Donaldson T., Preston L. E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. Academy of Management Review. 1995. Vol. 20, No. 1. P. 65–91. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>.
127. Mitchell R. K., Agle B. R., Wood D. J. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts.

Academy of Management Review. 1997. Vol. 22, No. 4. P. 853–886. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9711022105>.

128. Duchek S. Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization. Business Research. 2020. Vol. 13, No. 1. P. 215–246. DOI: <https://doi.org/10.1007/s40685-019-0085-7>.

129. Hillmann J., Guenther E. Organizational Resilience: A Valuable Construct for Management Research? International Journal of Management Reviews. 2021. Vol. 23, No. 1. P. 7–44. DOI: <https://doi.org/10.1111/ijmr.12239>.

130. Williams T. A., Gruber D. A., Sutcliffe K. M., Shepherd D. A., Zhao E. Y. Organizational Response to Adversity: Fusing Crisis Management and Resilience Research Streams. Academy of Management Annals. 2017. Vol. 11, No. 2. P. 733–769. DOI: <https://doi.org/10.5465/annals.2015.0134>.

131. ISO 22316:2017. Security and resilience - Organizational resilience - Principles and attributes. Geneva : International Organization for Standardization, 2017.

132. March J. G. Exploration and Exploitation in Organizational Learning. Organization Science. 1991. Vol. 2, No. 1. P. 71–87. DOI: <https://doi.org/10.1287/orsc.2.1.71>.

133. Kaplan R. S., Norton D. P. The Balanced Scorecard-Measures That Drive Performance. Harvard Business Review. 1992. Vol. 70, No. 1. P. 71–79.

134. Kaplan R. S., Norton D. P. Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. Harvard Business Review. 1996. Vol. 74, No. 1. P. 75–85.

135. Кривов'язюк І. В. Економічна діагностика : навч. посіб. Київ : Центр учбової літератури, 2013. 456 с.

136. Бойчик В. Є. Аналіз розвитку будівельної галузі України в умовах війни. Економіка і регіон. 2026. № 1 (100). С. 8–14. DOI: [https://doi.org/10.26906/EiR.2026.1\(100\).4358](https://doi.org/10.26906/EiR.2026.1(100).4358).

137. Величко А. Фінансування будівництва в Україні: аналіз сучасного стану, тенденції та напрями активізації залучення інвестиційних ресурсів. Шляхи підвищення ефективності будівництва в умовах формування ринкових відносин Том 3 № 52 (2023) С. 144-157 DOI: <https://doi.org/10.32347/2707->

501x.2023.52(3).144-157

138. Капітальні інвестиції за видами активів за видами економічної діяльності у січні-грудні 2020 р., 2021 р., 2022 р. URL: https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/ibd/kin/kin_va_ved/arh_kin_va_ved_21_u.htm (дата звернення: 11.07.2024)

139. Іванова Г. П., Олішевська В. Ю., Хапєєв С. М., Олішевська С. О. Будівельна галузь в Україні: трансформації та перспективи в контексті воєнного стану та повоєнної відбудови. Наука та прогрес транспорту. 2024. № 4 (108). С. 80–88. DOI: <https://doi.org/10.15802/stp2024/317405>

140. Ринок нерухомості: до 70 % новобудов можуть завершити будівництво із затримкою понад рік. Мінфін. 10.11.2022. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2022/11/10/95528902/> (дата звернення: 15.01.2026).

141. Бойчик В. Аналіз розвитку будівельної галузі в Україні під час війни. Економіка і регіон. 2026. Т. 1, № 100. DOI: [https://doi.org/10.26906/EiR.2026.1\(100\).4358](https://doi.org/10.26906/EiR.2026.1(100).4358)

142. Syzenko O., Bezuhly V. Spatial Transformation of the Ukrainian Construction Industry During the Full-Scale War: Regional Disparities and Driving Factors. Journal of Geology, Geography and Geocology. 2026. DOI: <https://doi.org/10.15421/112618>

143. Величко А. В. Трансформація стратегій підприємств-девелоперів в умовах війни. *Проблеми модернізації України*. Вип. 16: матеріали VIII Міжнародної науково-практичної конференції «Розбудова інноваційних економіки, менеджменту та освіти в умовах нової соціальної реальності» (Київ, 25 травня 2023 р.). Київ: МАУП, 2023. С. 326–329. URL: https://maup.com.ua/assets/files/science/conf/problemi-modernizacii_vipusk-16.pdf. (дата звернення: 15.03.2025)

144. Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності у 2024 році. Державна служба статистики України. URL: <https://stat.gov.ua/uk/publications/kapitalni-investytsiyi> (дата звернення: 15.01.2026).

145. Капітальні інвестиції (річна). Банк даних. Державна служба статистики

України.

URL:

<https://stat.gov.ua/uk/explorer?md5=30d0b80aa5a895ed1e431471ad1f0281> (дата звернення: 15.01.2026).

146. Ukraine Rapid Damage And Needs Assessment (RDNA4). february 2022 – december 2024. February 2025, the World Bank, the Government of Ukraine, the European Union, the United Nations. 2025. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022025114040022/pdf/P1801741ca39ec0d81b5371ff73a675a0a8.pdf> (date of access: 15.01.2026).

147. Ukraine fifth rapid damage and needs assessment. RDNA5 Main Report. february 2022 – december 2025. February 2026, the World Bank, the Government of Ukraine, the European Union, the United Nations. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099022026094036395/pdf/P514499-22f93f3a-4278-42bc-b907-db9553d12069.pdf>

148. World Bank Group. Updated Ukraine Recovery and Reconstruction Needs Assessment Released. PRESS RELEASE. February 23, 2026. URL: <https://www.worldbank.org/uk/news/press-release/2026/02/23/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released>

149. Величко А. В. Формування цінової політики девелоперів на ринку нерухомості в умовах війни. *Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрямки розвитку: матеріали V Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (Київ, 18 квітня 2024 р.) / відп. ред. П. В. Захарченко. Київ: КНУБА, 2024. С. 36–39. URL: https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/25/18_04_2024.pdf

150. Голобородько Я. В НБУ розповіли, як змінився попит на житло. Мінфін. 26.12.2023. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2023/12/26/118511847/> (дата звернення: 15.01.2026).

151. Яковлєва О. Похитнувся, але не впав – як війна вплинула на ринок нерухомості та чого очікувати у 2023 році. *Vikna TV*. 19 Лютого 2023 <https://vikna.tv/dlia-tebe/ekonomiya/rynok-neruhomosti-v-ukrayini-2023-stanprognozy-cziny-na-zhytlo/> (дата звернення: 15.01.2026).

152. Гальченко І. Статистика будівельних об'єктів на початок будівництва

та введення в експлуатацію (2021–2025). URL: <https://proinfobud.ua/budiveln-zakonodavstvo/statystyka-budivelnikh-ob-iektiv-na-pochatok-budivnytstva-ta-vvedennia-v-ekspluatatsiiu-2021-2025/> (дата звернення: 9.05.2026).

153. Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо створення сприятливих умов для залучення масштабних інвестицій у промислове виробництво : Закон України від 21.06.2022 № 2330-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2330-20#Text> (дата звернення: 15.01.2026).

154. Згалаг-Лозинська Л. О., Лич В. М. Державно-приватне партнерство як важіль державного регулювання інноваційної діяльності в будівництві. Бізнес-навігатор. 2020. Вип. 3 (59). С. 34–41. DOI: <https://doi.org/10.32847/business-navigator.59-6>

155. Уголькова О. З., Гончар С. Й. Регулювання краудфандингу як об'єкта кредитно-інвестиційної політики держави. Бізнес Інформ. 2020. № 2. С. 407–412. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2020-2-407-412>

156. Івахненко І. С. Перспективи використання сучасних механізмів фінансування будівництва. Економіка та суспільство. 2021. № 25. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-25-26>

157. Мостовий В. О. Основні перепони реалізації публічно-приватного партнерства в Україні. Публічне управління та адміністрування в Україні. 2020. Вип. 19. С. 132–138.

158. Doing Business 2020: Economy Profile – Ukraine. Washington, DC : World Bank Group, 2019. URL: <https://www.worldbank.org/content/dam/doingBusiness/country/u/ukraine/UKR.pdf> (date of access: 15.01.2026).

159. Романенко О. В. Стратегічне управління будівельними девелоперськими компаніями: український та міжнародний досвід. Економіка та суспільство. 2025. № 76. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2025-76-30>

160. Wheelen T. L., Hunger J. D., Hoffman A. N., Bamford C. E. Strategic Management and Business Policy: Globalization, Innovation and Sustainability. 16th ed. Harlow : Pearson Education, 2024. 432 p.

161. Hill C. W. L., Schilling M. A. Strategic Management: Theory and Cases: An

Integrated Approach. 14th ed. Boston : Cengage Learning, 2021.

162. Hitt M. A., Ireland R. D., Hoskisson R. E., Harrison J. S. Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization. 14th ed. Boston : Cengage Learning, 2022.

163. Возняк Г. В. Сучасні механізми фінансування будівництва житла в Україні: проблеми та шляхи вирішення. Бізнес Інформ. 2019. № 8. С. 111–116. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-8-111-116>

164. Капітальні інвестиції за джерелами фінансування. Державна служба статистики України. URL: https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/ioz.htm (дата звернення: 15.01.2026).

165. Програма доступної іпотеки «Оселя»: щотижнева статистика. Міністерство економіки України. URL: <https://me.gov.ua/News/Detail/5735e29b-4338-4593-ae3c-5b19dc3b3bc0?lang=uk-UA&title=Oselia-SchotizhnevaStatistika&showMenuTree=true> (дата звернення: 15.01.2026).

166. Капітальні інвестиції в Україні у 2024 році зросли на 35 % – до 534,4 млрд грн. Fixygen. 18.03.2025. URL: <https://www.fixygen.ua/news/20250318/kapitalni-investitsiyi-v-ukrayini-u-2024-rotsi-zrosli-na-35-do-5344-mlrd-grn.html> (дата звернення: 15.01.2026).

167. Шевчук Т. В., Коркуна І. І. Удосконалення структури фондів фінансування будівництва житла у складі банківських установ. Регіональна економіка. 2014. № 1 (71). С. 104–110.

168. Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. The Journal of Finance. 1968. Vol. 23, No. 4. P. 589–609. DOI: <https://doi.org/10.2307/2978933>

169. Ринок нерухомості України: статистика та аналітика первинного ринку житла. ЛУН. URL: <https://lun.ua/stat/statistic-market-summary-0921> (дата звернення: 15.01.2026).

170. Ринок новобудов України – березень 2025. Класи житла: економ, комфорт, бізнес, преміум – вплив на ціни. URL: <https://gisuvecon.com/main/59/rinok-novobudov-ukrayini-berezen-2025-klasi-zhitla-ekonom-komfort-biznes-premium-vpliv-na-cini/> (дата звернення: 15.01.2026)

171. Ушенко Н. В., Терещенко Е. Ю., Ушенко О. П. Моделі змішаного фінансування інноваційних проєктів у девелопменті: порівняльний аналіз інструментів та критерії вибору для підприємства-девелопера. *Ефективна економіка*. 2026. № 3. DOI: <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2026.3.40>

172. Свистун Л. А. Схеми фінансування девелоперських проєктів на ринку нерухомості України. *Економіка і регіон*. 2013. № 5. С. 139–148.

173. Величко А. В. Сутність та види будівельного девелопменту. Глобалізаційні виклики економіки, обліку, фінансів та права : зб. тез доп. Міжнар. наук.-практ. конф., м. Полтава, 14 верес. 2023 р. Полтава : ЦФЕНД, 2023. С. 17–18. URL: <https://www.economics.in.ua/2023/09/14.html> (дата звернення: 15.01.2026).

174. Фесун А. С. Цільове фондування як альтернативний інструментарій інвестування девелоперських проєктів. *Бізнес Інформ*. 2014. № 5. С. 106–110.

175. Величко А. В. Формалізований інструментарій ухвалення стратегічних рішень щодо розвитку підприємств-девелоперів зі змішаним фінансуванням. *Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрямки розвитку: матеріали VII Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (Київ, 15 квітня 2026 р.) / відп. ред. П. В. Захарченко. Київ: КНУБА, 2026. С. 148–150. URL: https://library.knuba.edu.ua/wp-content/uploads/2026/05/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA_15_04_2026.pdf

176. Державна служба статистики України. Капітальні інвестиції за видами економічної діяльності у 2024 році. Офіційний вебсайт Держстату України. URL: <https://stat.gov.ua/uk/publications/kapitalni-investytsiyi> (дата звернення: 17.01.2026).

177. Fesun A., Tretiakova A., Lytovchenko Ye., Maksiuta A., Velychko A. Global investment and financing of civil construction in Ukraine under martial law. *Naukovyi Visnyk Natsionalnoho Hirnychoho Universytetu*. 2024. No. 2. P. 201–206. DOI: <https://doi.org/10.33271/nvngu/2024-2/201>

178. Zgalat-Lozynska L., Hliebova A., Tiutiunnyk S., Avedyan L., Velychko A., Cherniavskyi G. Development of the investment potential of non-bank financial

institutions under martial law conditions. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 2026. Vol. 1, No. 66. P. 354–366. DOI: <https://doi.org/10.55643/fcaptp.1.66.2026.4991>

179. Величко А. В., Максютя А. П. Економічна сутність девелопменту як сучасної концепції організації інвестиційного процесу в будівництві. *Просторовий розвиток*. 2025. Вип. 12. С. 3–12. DOI: <https://doi.org/10.32347/2786-7269.2025.12.3-12>

180. Величко А. В. Забезпечення економічної безпеки будівельної галузі України в умовах сучасних викликів. *Science, innovations and education: problems and prospects: proceedings of the XIV International Scientific and Practical Conference* (Tokyo, Japan, 25–27 August 2022). Tokyo, 2022. P. 420-424. URL: <https://sci-conf.com.ua/wp-content/uploads/2022/08/SCIENCE-INNOVATIONS-AND-EDUCATION-PROBLEMS-AND-PROSPECTS-25-27.08.22.pdf>

181. Величко А. В. Сутність та види будівельного девелопменту. *Глобалізаційні виклики економіки, обліку, фінансів та права: збірник тез доповідей міжнародної науково-практичної конференції* (Полтава, 14 вересня 2023 р.). Полтава: ЦФЕНД, 2023. С. 17–18. URL: <https://www.economics.in.ua/2023/09/14.html>.

182. Величко А. В. Нові стандарти проведення тендерів на відбудову цивільних об'єктів: переваги для девелоперів. *Проблеми генезису економіки інтелектуально-інноваційного капіталу: матеріали доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції* (Київ, 7–8 листопада 2023 р.): у 2 ч. / за заг. ред. В. М. Лича. Ч. 2. Київ: КНУБА, 2023. С. 190–193. URL: https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/32/Zbirnyk%20tez%20Zbirnyk%20tez%200Problemy%20henezysu%20ekonomiky%20intelektualno-innovatsiinoho%20kapitalu%207-8%2011%202023%20_2.pdf.

183. Величко А. В. Девелоперська діяльність у сфері нерухомості: європейські тренди. *Проблеми генезису економіки інтелектуально-інноваційного капіталу: матеріали доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції* (Київ, 5–6 листопада 2024 р.) / за заг. ред. В. М. Лича, Л. О. Згалат-Лозинської. Київ: КНУБА, 2024. С. 84–87. URL:

https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/32/Theses%20of%20inter%20conference%20KNUBA%205-6_11_2024.pdf.

184. Величко А. В. Потенціал і бар'єри розвитку використання інститутів спільного інвестування у будівництві. *Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрямки розвитку: матеріали VI Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (Київ, 10 квітня 2025 р.) / відп. ред. П. В. Захарченко. Київ: КНУБА, 2025. С. 165–169. URL: https://library.knuba.edu.ua/books/zbirniki/25/VI_10-04-2025.pdf.

185. Величко А. В., Артеменко А. О. Публічно-приватне партнерство у фінансуванні девелоперських проєктів. *Проблеми модернізації України: матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції «Інноваційні методи управління економікою в умовах цифровізації бізнесу»* (Київ, 10 жовтня 2025 р.) / ред. кол.: І. А. Семенець-Орлова, І. І. Каліна, Ю. В. Мазур та ін. Київ: МАУП, 2025. С. 224–227. URL: <https://research.maup.com.ua/assets/files/conferency/3-conf-innov-metod-upr.pdf>

186. Величко А. В. Регіонально-територіальний аналіз як складова формування стратегічних альтернатив девелоперських підприємств. *Проблеми генезису економіки інтелектуально-інноваційного капіталу: матеріали доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції* (Київ, 4–5 листопада 2025 р.) / за заг. ред. В. М. Лича, Л. О. Згалат-Лозинської. Київ: КНУБА, 2025. С. 92–97. URL: https://cf.knuba.edu.ua/wp-content/uploads/2026/01/ZBIRNYK-of-TESISSES-KNUCA-4-5_11_2025_all1.pdf.

187. Величко А. В. Формалізований інструментарій ухвалення стратегічних рішень щодо розвитку підприємств-девелоперів зі змішаним фінансуванням. *Маркетингові стратегії, підприємництво і торгівля: сучасний стан, напрямки розвитку: матеріали VII Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції* (Київ, 15 квітня 2026 р.) / відп. ред. П. В. Захарченко. Київ: КНУБА, 2026. С. 148–150. URL: https://library.knuba.edu.ua/wp-content/uploads/2026/05/%D0%97%D0%B1%D1%96%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA_15_04_2026.pdf

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Ринково-конкурентна діагностика та емпіричне обґрунтування стратегічного позиціювання і фінансування підприємства-девелопера на ринку житлової нерухомості Деталізована шкала бального оцінювання ринково-продуктових характеристик житлових об'єктів

Шкала деталізує операціональні умови присвоєння оцінок за п'ятнадцятьма критеріями. Збільшення бала відображає посилення характеристики в межах конкурентного зіставлення, але не замінює перевірки мінімально допустимих вимог конкретного класу житла.

Таблиця А.1

Операціональна шкала оцінювання конкурентних житлових об'єктів

Критерій	Бал	Операціональна характеристика
Локаційний блок		
Розташування	1	В промзоні
Розташування	2	В житловому районі, поруч з дорогою
Розташування	3	В районі з щільною забудовою
Розташування	4	Поруч з зеленою зоною, водоймою
Розташування	5	На березі річки поруч з лісом чи парком
Час до центру міста у годину пік	1	72–100 хв
Час до центру міста у годину пік	2	42–58 хв
Час до центру міста у годину пік	3	21–39 хв
Час до центру міста у годину пік	4	13–19 хв
Час до центру міста у годину пік	5	4–12 хв
Транспортна доступність до метро	1	30 хв на авто
Транспортна доступність до метро	2	15-20 хв на авто
Транспортна доступність до метро	3	10 хв на авто
Транспортна доступність до метро	4	10-20 хв пішки
Транспортна доступність до метро	5	2-5 хв пішки
Інфраструктурно-сервісний блок		
Внутрішня інфраструктура комплексу	1	Відсутня
Внутрішня інфраструктура комплексу	2	Нежитлові приміщення на перших поверхах

Критерій	Бал	Операціональна характеристика
Внутрішня інфраструктура комплексу	3	Кілька поверхів нежитлових приміщень певного призначення та вільного призначення
Внутрішня інфраструктура комплексу	4	Садок-школа, продуктовий магазин, спорт клуб, нежитлові приміщення вільного призначення
Внутрішня інфраструктура комплексу	5	Школа, садок, супермаркет, фітнес центр, бізнес центр
Зовнішня інфраструктура	1	Відсутня, тільки на авто
Зовнішня інфраструктура	2	Часкова в пішому доступі та на авто
Зовнішня інфраструктура	3	В пішому доступі
Зовнішня інфраструктура	4	Часткова в ЖК та є поруч
Зовнішня інфраструктура	5	Власна інфраструктура в ЖК та є поруч
Паркінг	1	Паркувальний майданчик
Паркінг	2	Машиномісць менше 30% від квартир
Паркінг	3	Машиномісць 50% від квартир
Паркінг	4	Машиномісць стільки ж як машин
Паркінг	5	Машиномісць більше ніж квартир
Особливості	1	Стильний зовнішній вигляд, закритий двір
Особливості	2	Водойма з набережною на території, або парк на території
Особливості	3	Зони спа, барбекю, басейн, набережна, пляж
Особливості	4	Яхт клуб, вертолітний майданчик, басейн
Особливості	5	Концепція місто в місті
Прибудинкова територія	1	відсутня
Прибудинкова територія	2	Озеленення, дитячий та спорт майданчик
Прибудинкова територія	3	Двір без машин, сучасні майданчики
Прибудинкова територія	4	Сучасні майданчики та зони відпочинку, арт об'єкти
Прибудинкова територія	5	Дизайнерські майданчики, озеленення
Сервіс	1	охорона
Сервіс	2	Власна керуюча компанія,
Сервіс	3	Власна керуюча компанія, конс'єрж сервіс
Сервіс	4	Система розумного будинку, відео нагляд, керуюча компанія
Сервіс	5	Сервіс 24/7, професійна охорона
Продуктово-технічний блок		
Технологія будівництва	1	Панельне або сендвіч панель
Технологія будівництва	2	Монолітно –каркасне, наповнення газобетон
Технологія будівництва	3	Цегляна кладка, наповнення газобетон
Технологія будівництва	4	Монолітно-каркасна наповнення керамічна цегла
Технологія будівництва	5	Монолітно-каркасна, наповнення цегла
Тип фасаду	1	Пінополістирольне утеплення, штукатурний фасад
Тип фасаду	2	Мінераловатне утеплення, штукатурний фасад із декоративними елементами
Тип фасаду	3	Мінераловатне утеплення, фасадні панелі

Критерій	Бал	Операціональна характеристика
Тип фасаду	4	Мінераловатне утеплення, вентильований фасад із керамограніту
Тип фасаду	5	Мінераловатне утеплення, оздоблення цеглою ручного формування або натуральним каменем
Планування	1	Один вид планувань
Планування	2	Обмежений набір типових планувань
Планування	3	Кілька варіантів планувань
Планування	4	Широкий вибір планувань
Планування	5	Можливість вільного планування
Комунікації	1	Індивідуальний котел, локальний септик і свердловина
Комунікації	2	Індивідуальні котли; локальні септик і свердловина на групу будинків
Комунікації	3	Автономна котельня комплексу; централізовані водопостачання та водовідведення
Комунікації	4	Централізовані міські мережі
Комунікації	5	Енергоефективна система опалення; централізовані водопостачання та водовідведення
Стан об'єкта при передачі	1	Без комунікацій, штукатурки та стяжки
Стан об'єкта при передачі	2	Комунікації заведені в приміщення
Стан об'єкта при передачі	3	Стяжка, штукатурка, радіатори
Стан об'єкта при передачі	4	White box
Стан об'єкта при передачі	5	З ремонтом
Репутаційний блок		
Репутація девелопера	1	Перший проєкт
Репутація девелопера	2	Вже є побудовані черги
Репутація девелопера	3	Має портфель із кількох завершених або реалізованих об'єктів
Репутація девелопера	4	Відомий забудовник
Репутація девелопера	5	Визнаний лідер ринку

Джерело: розроблено автором за результатами систематизації вихідної шкали конкурентного оцінювання.

Примітка. Оцінка присвоюється за фактично підтвердженою характеристикою. Рекламна обіцянка, відсутня у проєктній документації або фактичній комплектації об'єкта, не є достатньою підставою для підвищення бала.

ДОДАТОК Б
Вихідний масив і матриця бального оцінювання конкурентних житлових об'єктів

Матриця містить первинні цінові параметри й усі бальні оцінки, на підставі яких визначено сумарний бал та ціну одного бала для кожного об'єкта. Грошові показники наведено у доларах США відповідно до вихідного масиву.

Таблиця Б.1

Вихідні ринкові параметри конкурентних об'єктів

№	Об'єкт	К	Час до центру, хв	Площа min, м²	Площа max, м²	Ціна min, дол./м²	Ціна max, дол./м²	Площа пропозиції, м²	Ціна пропозиції, дол./м²
1	Bellaggo	Б	72	57	155	1390	2000	57	1948
2	KYIVPROE KT City Space	Б	4	48	131	3014.3	6553.6	52	4054
3	Luxberry lake@forest	Б	54	51	156	1107.1	1446.4	52	1260
4	Park lake city	Б	54	41	150	1210.7	1550	41	1400
5	Riverside	Б	58	39	139	594.6	1214.3	35	815
6	ЖК CITY HUB	Б	13	44	229	1187.5	1801.8	46	1840
7	ЖК SALUT!	Б	12	42	177	1033.9	1858.9	44	1724
8	ЖК UNIT.Home	Б	24	31	168	1935.7	3792.9	48	2375
9	ЖК Washington Concept House	Б	10	53	146	1958.9	2882.1	53	3000
10	KM OAK GROVE TOWN	Б	90	116	259	1700	2000	150	1767
11	Basa city	К	54	34	129	707.1	1250	43	807
12	Citylake	К	87	32	156	535.7	821.4	50	657
13	Paradise Avenue	К	100	32	126	660.7	785.7	44	786
14	Vlasna	К	49	37	209	589.3	892.9	37	715
15	Житловий район Rybalsky	К	21	36	368	1507.1	2696.4	49	1546
16	ЖК Desna Park Residence	К	58	45	115	491.1	712.5	50	1000
17	ЖК O2 Residence	К	42	35	149	789.3	1069.6	39	975
18	ЖК Respublika	К	25	29	177	1496.4	1746.4	35	1640
19	ЖК Паркові Озера	К	19	41	100	964.3	1046.4	44	1300

№	Об'єкт	К	Час до центру , хв	Площа мін, м ²	Площа тах, м ²	Ціна мін, дол./м ²	Ціна тах, дол./м ²	Площа пропозиції, м ²	Ціна пропозиції, дол./м ²
20	ЖК Славутич 2.0	К	19	33	204	928.6	1042.9	167	1043
21	Goodlife park	П	75	214	418	2480	2480	250	2480
22	Kozyn seven club	П	50	370	690	2400	2800	370	2400
23	River garden	П	75	145	325	990	2420	253	1190
24	БФК Intergal City	П	18	28	247	2375	6317.9	53	2500
25	ЖК Krauss Gallery	П	4	51	229	3792.9	7982.1	51	4100
26	ЖК SAGA City Space	П	7	41	160	3758.9	4155.4	108	4150
27	ЖК Tetris Hall	П	11	48	344	3492.9	4291.1	52	4160
28	Клубний будинок LA MANCHE	П	13	48	132	1696.4	2342.9	47	2200
29	КМ Riviera Village	П	73	150	560	2100	2500	270	2500
30	Таунхауси BEREGA	П	90	118	189	1050	1550	89	1050

Джерело: систематизовано автором за матеріалами ринково-конкурентного дослідження. Позначення класів: Б - бізнес, К - комфорт, П - преміум.

Матриця оцінювання конкурентів: локаційні та інфраструктурно-сервісні критерії

№	Об'єкт	К	Розт.	Центр	Метро	Інфр. ЖК	Інфр. зовн.	Парк .	Особл .	Терит .
1	Bellaggo	Б	5	1	1	1	1	4	3	1
2	KYİVPROE KT City Space	Б	3	5	5	5	3	5	5	5
3	Luxberry lake@forest	Б	4	2	2	3	1	3	2	3
4	Park lake city	Б	4	2	2	3	1	2	3	3
5	Riverside	Б	4	2	2	4	2	3	2	4
6	ЖК CITY HUB	Б	3	4	4	3	5	3	1	4
7	ЖК SALUT!	Б	2	5	4	3	3	2	2	3
8	ЖК UNIT.Home	Б	2	3	4	5	2	5	5	5
9	ЖК Washington Concept House	Б	3	5	5	2	3	2	1	3
10	KM OAK GROVE TOWN	Б	4	1	2	1	2	1	1	1
11	Basa city	К	2	3	2	2	3	3	2	2
12	Citylake	К	4	1	2	4	2	1	2	2
13	Paradise Avenue	К	2	1	3	4	5	1	2	3
14	Vlasna	К	2	2	2	2	4	1	2	2
15	Житловий район Rybalsky	К	2	3	4	4	1	3	2	3
16	ЖК Desna Park Residence	К	4	2	2	1	2	1	2	2
17	ЖК O2 Residence	К	5	3	3	4	1	2	3	4
18	ЖК Respublika	К	2	3	4	4	2	2	5	5
19	ЖК Паркові Озера	К	4	4	4	4	3	2	2	4
20	ЖК Славутич 2.0	К	2	4	5	4	4	2	5	2
21	Goodlife park	П	5	1	2	1	1	4	4	1

№	Об'єкт	К	Розт.	Центр	Метро	Інфр. ЖК	Інфр. зовн.	Парк .	Особл .	Терит .
22	Kozyn seven club	П	5	2	2	1	1	4	4	1
23	River garden	П	5	1	2	1	1	4	3	1
24	БФК Intergal City	П	3	4	4	5	5	5	5	5
25	ЖК Krauss Gallery	П	3	5	5	2	3	5	1	3
26	ЖК SAGA City Space	П	2	5	5	2	3	4	1	1
27	ЖК Tetris Hall	П	3	5	5	1	3	3	3	5
28	Клубний будинок LA MANCHE	П	2	4	5	2	3	3	1	3
29	КМ Riviera Village	П	5	1	1	1	1	4	4	1
30	Таунхауси BEREKA	П	4	1	2	1	2	1	2	2

Примітка. Скорочення: Б - бізнес, К - комфорт, П - преміум; Розт. - розташування; Центр - час до центру міста у годину пік; Інфр. ЖК - внутрішня інфраструктура; Інфр. зовн. - зовнішня інфраструктура; Парк. - паркінг; Особл. - відмінні характеристики; Терит. - прибудинкова територія.

Таблиця Б.3

Матриця оцінювання конкурентів: сервісні, продуктові, інженерні та репутаційні критерії

№	Об'єкт	К	Серв.	Техн.	Фасад	План.	Комун.	Стан	Реп.	S _i	P _i , дол./м ²	Q _i , дол./бал
1	Bellaggo	Б	2	4	2	5	1	1	4	36	1948	54.11
2	KYIVPROE KT City Space	Б	4	5	4	3	5	3	5	65	4054	62.37
3	Luxberry lake@forest	Б	3	5	4	3	2	2	4	43	1260	29.3
4	Park lake city	Б	3	5	3	3	2	4	5	45	1400	31.11
5	Riverside	Б	3	5	2	2	3	4	3	45	815	18.11
6	ЖК CITY HUB	Б	3	4	4	3	3	3	5	52	1840	35.38
7	ЖК SALUT!	Б	3	5	2	4	4	3	5	50	1724	34.48
8	ЖК UNIT.Home	Б	4	5	3	4	3	3	5	58	2375	40.95
9	ЖК Washington Concept House	Б	3	5	5	3	3	3	5	51	3000	58.82
10	KM OAK GROVE TOWN	Б	1	3	5	1	3	5	1	32	1767	55.22
11	Basa city	К	2	4	2	2	2	3	2	36	807	22.42
12	Citylake	К	2	3	1	2	2	3	3	34	657	19.32
13	Paradise Avenue	К	2	2	2	2	3	3	3	38	786	20.68
14	Vlasna	К	2	3	1	2	2	2	2	31	715	23.06
15	Житловий район Rybalsky	К	3	5	3	3	4	3	5	48	1546	32.21
16	ЖК Desna Park Residence	К	1	3	1	2	3	3	3	32	1000	31.25
17	ЖК O2 Residence	К	3	5	3	4	3	3	5	51	975	19.12
18	ЖК Respublika	К	3	5	2	4	3	3	5	52	1640	31.54
19	ЖК Паркові Озера	К	3	4	2	4	3	5	5	53	1300	24.53
20	ЖК Славутич 2.0	К	2	5	2	2	4	3	5	51	1043	20.45
21	Goodlife park	П	5	3	2	5	1	1	1	37	2480	67.03

№	Об'єкт	К	Серв.	Техн.	Фасад	План.	Комун.	Стан	Реп.	S_i	P_i , дол./м ²	Q_i , дол./бал
22	Kozyn seven club	П	5	4	2	5	1	1	1	39	2400	61.54
23	River garden	П	2	4	2	5	1	1	1	34	1190	35
24	БФК Intergal City	П	4	4	5	4	5	4	5	67	2500	37.31
25	ЖК Krauss Gallery	П	4	5	5	3	3	3	5	55	4100	74.55
26	ЖК SAGA City Space	П	3	5	2	2	4	5	5	49	4150	84.69
27	ЖК Tetris Hall	П	4	5	4	4	3	3	5	56	4160	74.29
28	Клубний будинок LA MANCHE	П	3	5	2	3	3	3	5	47	2200	46.81
29	КМ Riviera Village	П	5	3	2	5	1	1	1	36	2500	69.44
30	Таунхауси BEREKA	П	1	5	2	1	2	1	1	28	1050	37.5

Джерело: розраховано автором за матеріалами вихідної електронної матриці; S_i - сума оцінок за 15 критеріями, P_i - заявлена ціна 1 м², $Q_i = P_i/S_i$.

ДОДАТОК В

Розрахунковий протокол і контрольна перевірка результатів конкурентного оцінювання

Додаток фіксує послідовність електронного розрахунку, контрольні суми за класами та розгорнутий приклад оцінювання одного об'єкта. Це дає змогу перевірити підсумкові показники без повторного наведення узагальнювальної таблиці підрозділу 2.3.

Таблиця В.1

Розрахункові операції та контрольні формули

Операція	Електронна формула для першого об'єкта	Зміст результату	Контроль
Сумарна оцінка	$AB2 = \text{SUM}(M2:AA2)$	Сума 15 критеріальних оцінок	Діапазон 15–75 балів
Питомий ціновий індикатор	$AC2 = K2/AB2$	Ціна 1 м ² у розрахунку на один бал	Порівнюється переважно в межах одного класу і формату
Середня оцінка класу	$\text{AVERAGEIF}(B:B; \text{клас}; AB:AB)$	Середній сумарний бал об'єктів класу	Кількість спостережень у кожному класі - 10
Середня ціна класу	$\text{AVERAGEIF}(B:B; \text{клас}; K:K)$	Середня заявлена ціна 1 м ²	Зіставляється з медіаною для контролю впливу крайніх значень
Середня ціна бала	$\text{AVERAGEIF}(B:B; \text{клас}; AC:AC)$	Середнє значення Q_i у класі	Для преміум-класу використовується середнє за всіма 10 рядками
Кореляція оцінки й ціни	$\text{CORREL}(\text{діапазон } AB \text{ класу}; \text{діапазон } K \text{ класу})$	Лінійна щільність зв'язку між S_i та P_i	Значення інтерпретується як діагностичне, а не причинне

Таблиця В.2

Контрольні суми для перевірки статистичних розрахунків за класами

Клас	n	ΣS	ΣP	ΣQ	ΣS^2	ΣP^2	$\Sigma(S \cdot P)$	Призначення
Комфорт	10	426	10469	244.583	18900	12020109	466729	Відтворення середніх значень і коефіцієнта кореляції
Бізнес	10	477	20183	419.860	23613	48562135	1016667	Відтворення середніх значень і коефіцієнта кореляції
Преміум	10	448	26730	588.157	21386	83107100	1277930	Відтворення середніх значень і коефіцієнта кореляції

Примітка. Для перевірки коефіцієнта кореляції Пірсона застосовується стандартна формула на основі n , ΣS , ΣP , ΣS^2 , ΣP^2 та $\Sigma(S \cdot P)$. Контрольні суми виключають необхідність дублювати у додатку підсумкові середні та коефіцієнти, наведені в основному тексті.

Таблиця В.3

Приклад розрахунку для ЖК Luxberry lake & forest

№	Критерій	Фактична характеристика	Бал
1	Розташування	Зелена зона, висока якість під'їзних доріг	4
2	Час до центру	Близько 29 км; значний час поїздки у пікові години	2
3	Доступність метро	Близько 20 хв автомобілем	2
4	Внутрішня інфраструктура	Дитячий центр, ресторан, SPA-центр	3
5	Зовнішня інфраструктура	Окремі об'єкти доступні переважно автомобілем	1
6	Паркінг	116 місць на 143 квартири	3
7	Особливі характеристики	Озеро як рекреаційний елемент	2
8	Прибудинкова територія	Озеленення, спортивні майданчики, велодоріжки	3
9	Сервіс	Власна обслуговуюча компанія	3
10	Технологія будівництва	Монолітно-каркасна конструкція, заповнення цеглою	5
11	Фасад	Мінераловатне утеплення, керамограніт і штукатурка	4
12	Планування	Кілька варіантів планувань	3
13	Комунікації	Газова котельня, свердловина, біосептик	2
14	Стан при передачі	Комунікації заведені у приміщення	2
15	Репутація девелопера	Відомий девелопер	4
Сумарна оцінка S_i			43
Ціна пропозиції $P_i = 1260$ дол. США/м ² ; питомий індикатор $Q_i = P_i/S_i$			29.30

Джерело: розраховано автором за карткою конкурентного об'єкта та вихідною електронною матрицею.

ДОДАТОК Г

Критеріальне оцінювання альтернатив стратегічного позиціонування проєкту в Козині

У додатку наведено повний склад оцінок, з яких сформовано сумарні результати трьох альтернатив. Однакова сума балів не означає однакової прийнятності, оскільки для вищих класів діють жорсткіші мінімальні вимоги до сервісу, репутації, приватності та інженерної надійності.

Таблиця Г.1

Критеріальна оцінка альтернативи «Комфорт-клас»

№	Критерій	Опис прийнятого рішення або вихідної умови	Бал
1	Розташування	На березі річки поруч із зеленою зоною	5
2	Час до центру	Близько 27 км; тривалий час поїздки у пікові години	1
3	Доступність метро	Близько 20 хв автомобілем	2
4	Внутрішня інфраструктура	Нежитлові приміщення на перших поверхах	2
5	Зовнішня інфраструктура	Відсутня; доступна переважно автомобілем	1
6	Паркінг	Машиномісця орієнтовно для 50 % квартир	3
7	Особливі характеристики	SPA-зона, барбекю, набережна, пляж	3
8	Прибудинкова територія	Двір без автомобілів, сучасні майданчики	3
9	Сервіс	Власна керуюча компанія	2
10	Технологія будівництва	Монолітно-каркасна конструкція, заповнення керамічною цеглою	4
11	Фасад	Мінераловатне утеплення, штукатурний фасад із декоративними елементами	2
12	Планування	Кілька варіантів планувань	3
13	Комунікації	Автономна котельня, локальні септик і свердловина на групу будинків	2
14	Стан при передачі	Стяжка, штукатурка, радіатори	3
15	Репутація девелопера	Перший проєкт	1
Сумарна оцінка			37

Джерело: систематизовано та уточнено автором за матеріалами оцінювання проєктної концепції.

Таблиця Г.2

Критеріальна оцінка альтернативи «Бізнес-клас»

№	Критерій	Опис прийнятого рішення або вихідної умови	Бал
1	Розташування	На березі річки поруч із зеленою зоною	5
2	Час до центру	Близько 27 км; тривалий час поїздки у пікові години	1
3	Доступність метро	Близько 20 хв автомобілем	2
4	Внутрішня інфраструктура	Окрема багатофункціональна будівля з приміщеннями визначеного призначення	3
5	Зовнішня інфраструктура	Відсутня; доступна переважно автомобілем	1
6	Паркінг	Кількість машиномісць наближена до кількості квартир	4
7	Особливі характеристики	SPA-зона, барбекю, набережна, пляж	3
8	Прибудинкова територія	Двір без автомобілів, сучасні майданчики	3
9	Сервіс	Власна керуюча компанія та консьєрж-сервіс	3
10	Технологія будівництва	Монолітно-каркасна конструкція, заповнення керамічною цеглою	4
11	Фасад	Мінераловатне утеплення, вентильований фасад із керамограніту	4
12	Планування	Кілька варіантів планувань	3
13	Комунікації	Автономна котельня, локальні септик і свердловина на групу будинків	2
14	Стан при передачі	Стяжка, штукатурка, радіатори	3
15	Репутація девелопера	Перший проєкт	1
Сумарна оцінка			42

Джерело: систематизовано та уточнено автором за матеріалами оцінювання проєктної концепції.

Таблиця Г.3

Критеріальна оцінка альтернативи «Преміум-клас»

№	Критерій	Опис прийнятого рішення або вихідної умови	Бал
1	Розташування	На березі річки поруч із зеленою зоною	5
2	Час до центру	Близько 27 км; тривалий час поїздки у пікові години	1
3	Доступність метро	Близько 20 хв автомобілем	2
4	Внутрішня інфраструктура	Базові нежитлові приміщення без повноцінного преміального сервісного ядра	1
5	Зовнішня інфраструктура	Відсутня; доступна переважно автомобілем	1
6	Паркінг	Кількість машиномісць відповідає кількості квартир	4
7	Особливі характеристики	SPA-зона, барбекю, набережна, пляж	4
8	Прибудинкова територія	Сучасні зони відпочинку, майданчики та арт-об'єкти	4
9	Сервіс	Сервіс 24/7	5
10	Технологія будівництва	Монолітно-каркасна конструкція, заповнення керамічною цеглою	4

№	Критерій	Опис прийнятого рішення або вихідної умови	Бал
11	Фасад	Мінераловатне утеплення; заявлене рішення не формує достатньої преміальної відмінності	2
12	Планування	Кілька варіантів планувань	3
13	Комунікації	Автономна котельня, локальні септик і свердловина на групу будинків	2
14	Стан при передачі	Стяжка, штукатурка, радіатори	3
15	Репутація девелопера	Перший проєкт	1
Сумарна оцінка			42

Джерело: систематизовано та уточнено автором за матеріалами оцінювання проєктної концепції

Таблиця Г.4

Некомпенсаційна перевірка критичних умов класового позиціонування

Критична умова	Комфорт	Бізнес	Преміум	Висновок
Репутаційна спроможність	Допустима за посиленого розкриття інформації	Потребує партнерів і підтвердженої готовності	Критично недостатня для формування преміальної ціни	Перший проєкт обмежує ранні продажі у вищих сегментах.
Внутрішня інфраструктура	Потрібен базовий щоденний набір	Потрібне кероване рекреаційно-сервісне ядро	Потрібен повноцінний сервісний контур	Преміальна альтернатива не може спиратися лише на окремі об'єкти благоустрою.
Зовнішня інфраструктура і транспорт	Суттєвий бар'єр масового попиту	Компенсується автомобільною мобільністю і якістю продукту	Зменшує місткість навіть платоспроможного сегмента	У плані продажів слід використовувати консервативні припущення.
Паркінг	50 % є нижньою межею	Потрібна відповідність кількості квартир	Потрібен запас і гостьові місця	Віддалена локація робить паркінг некомпенсаційним параметром.
Інженерна автономність	Прийнятна за контролю експлуатаційної вартості	Потребує підтвердженої надійності	Має відповідати підвищеним вимогам безперервності	Низький бал комунікацій обмежує преміальне позиціонування.

Джерело: розроблено автором на основі поєднання сумарної оцінки з обов'язковими мінімальними вимогами до класу житла.

ДОДАТОК Д

Інструментарій і первинні результати пошукового дослідження потенційного попиту

Наведені матеріали фіксують інструментарій збору інформації та абсолютні частоти відповідей. Формулювання запитань відтворено за описом у вихідному аналітичному матеріалі. Результати мають пошуковий характер і використовуються для формування ринкових гіпотез, а не для статистичного прогнозу продажів.

Таблиця Д.1

Паспорт телефонного дослідження попиту

Елемент	Зміст
Цільова група	Клієнти міських житлових комплексів, які раніше виявляли інтерес до придбання житла.
Формат контакту	Телефонна розмова з конкретизованою пропозицією.
Формулювання пропозиції	Придбання квартири у малоповерховому комплексі в Козині, у зеленій зоні на березі річки.
Кількість ефективних контактів	100.
Коди відповіді	1 - пропозиція зацікавила; 2 - придбання актуальне, але лише у Києві; 3 - придбання нерухомості не розглядається.
Подальше уточнення	Для зацікавлених - мета придбання, очікування щодо сайту, візуалізації, сервісу та можливого використання об'єкта.

Таблиця Д.2

Абсолютні частоти відповідей телефонного дослідження

Код	Категорія відповіді	Кількість	Напрямок подальшого аналізу
1	Пропозиція зацікавила	12	Перевірка сценарію тимчасового проживання, відпочинку та вимог до конкретної концепції.
2	Купівля актуальна, але лише у Києві	15	Оцінювання інвестиційного мотиву, ліквідності та орендного потенціалу.
3	Купівля нерухомості не розглядається	73	Ідентифікація макроекономічних, фінансових та особистих причин відмови.

Паспорт онлайн-опитування у тематичних групах

Елемент	Зміст
Канали	Тематичні групи Telegram, Viber та Facebook, присвячені купівлі й продажу нерухомості.
Охоплення каналів	Опитування розміщено у 16 групах; чисельність груп відрізнялася залежно від платформи.
Формулювання запитання	«Чи придбали б Ви нерухомість у цій локації та який формат об'єкта обрали б?»
Варіанти відповіді	Квартира у досліджуваній приміській локації; приватний будинок; таунхаус; квартира у Києві; інвестиційна квартира незалежно від локації.
Принцип оброблення	Результати Telegram/Viber і Facebook аналізуються окремо через різний склад аудиторії та набір варіантів відповіді.

Таблиця Д.4

Первинні частоти відповідей онлайн-опитування

Канал	Варіант відповіді	Кількість	Код для оброблення
Telegram/Viber	Квартира у досліджуваній локації	0	TV-1
Telegram/Viber	Приватний будинок	70	TV-2
Telegram/Viber	Таунхаус	5	TV-3
Telegram/Viber	Квартира у Києві	55	TV-4
Facebook	Квартира у досліджуваній локації	65	FB-1
Facebook	Інвестиційна квартира незалежно від локації	165	FB-2
Facebook	Квартира у Києві	610	FB-3
Facebook	Приватний будинок	110	FB-4

Таблиця Д.5

Методичні обмеження використання результатів пошукового дослідження

Обмеження	Можливий вплив	Коректний спосіб використання
Невипадковий добір учасників	Результати не відтворюють структуру генеральної сукупності покупців	Використання для формування гіпотез і сегментів, а не прямого прогнозу продажів.
Різні формулювання й канали	Частоти між каналами не є безпосередньо зіставними	Окремий аналіз кожного каналу та перевірка повторною стандартизованою анкетною.
Заявлений намір замість купівельної дії	Можливе завищення або заниження фактичної конверсії	Подальша перевірка рекламними лідами, бронюваннями та договорами.
Відсутність повної інформації про ціну й планування	Респондент оцінює загальну ідею, а не конкретний продукт	Повторне тестування після підготовки візуалізації, планувань, сервісної моделі й цінового коридору.
Висока альтернативність вибору	Інтерес до локації конкурує з будинком, міською та інвестиційною квартирою	Побудова окремих ціннісних пропозицій для проживання, відпочинку та інвестування.

Джерело: систематизовано автором за матеріалами пошукового опитування та описом процедури збору даних.

ДОДАТОК Е

Апробація діагностичного інструментарію аналітико-методичного базису на прикладі девелоперського проєкту комфорт-класу на будівельній стадії.

Числові параметри прикладу є умовними та слугують виключно для ілюстрації логіки розрахунків; водночас їх співвідношення відповідають реальним пропорціям українського ринку, окресленим в роботі. Вихідні параметри проєкту наведено в таблиці Е.1.

Таблиця Е.1

Вихідні параметри умовного девелоперського проєкту (комфорт-клас)

Параметр	Значення
Клас житла	комфорт
Стадія життєвого циклу	будівельна (готовність $\approx 50\%$)
Кошторисна вартість будівництва, млн. грн.	600
Залишкові будівельні витрати, млн. грн.	300
Власний капітал, млн. грн. (частка)	150 (25 %)
Кошти покупців, млн. грн. (частка)	240 (40 %)
Банківський кредит, млн. грн. (частка)	180 (30 %)
Партнерські / інституційні кошти, млн. грн. (частка)	30 (5 %)
Законтрактовані надходження від покупців (залишок), млн. грн.	210
Чистий операційний грошовий потік за період, млн. грн.	60
Платежі з обслуговування боргу за період, млн. грн.	45

Джерело: умовний приклад, складено автором

На основі цих параметрів розраховано ключові діагностичні показники за блоками 1-4 та зіставлено їх з еталонами для комфорт-класу на будівельній стадії. Результати наведено в таблиці Е.2.

Розрахунок діагностичних показників умовного проєкту та їх тлумачення

Показник	Значення	Тлумачення (зона)
Коефіцієнт автономії (K_a)	0,25	у межах еталону комфорт-класу 0,20-0,30 – зелена
Частка коштів покупців ($\mathcal{C}_n$)	0,40	у межах 0,35-0,50 – зелена
Частка боргу ($\mathcal{C}_b$)	0,30	у межах 0,20-0,35 – зелена
Коефіцієнт фінансового важеля ($K_{фв}$)	1,20	помірний рівень – зелена/жовта
Індекс диверсифікації джерел (ННІ)	0,315	помірна диверсифікація – зелена
Коефіцієнт покриття будівельних витрат продажами ($K_{пп}$)	0,70	продажі покривають 70 % залишкових витрат – жовта (бажане зростання)
Коефіцієнт обслуговування боргу (DSCR)	1,33	$\geq 1,2$ – прийнятний запас – зелена

Джерело: розраховано автором за даними табл. Е.1

Інтерпретація розрахунків така. Структура капіталу проєкту (Блок 1) повністю відповідає еталону комфорт-класу: коефіцієнт автономії 0,25 виконує роль «якоря» довіри, частки коштів покупців і боргу перебувають у рекомендованих діапазонах, а індекс диверсифікації джерел 0,315 свідчить про відсутність надмірної залежності від одного каналу. Ліквідність (Блок 2) загалом задовільна – коефіцієнт обслуговування боргу 1,33 забезпечує прийнятний запас, – проте коефіцієнт покриття будівельних витрат попередніми продажами на рівні 0,70 потрапляє в жовту зону: 30% залишкових будівельних витрат поки не забезпечені законтракованими надходженнями й залежать від майбутніх продажів або додаткового фінансування. Це і є головний діагностичний сигнал прикладу.

Зведення оцінок у діагностичну картку наведено в табл. Е.3. Оскільки чотири з п'яти блоків перебувають у зеленій зоні, а Блок 2 – на межі зеленої та жовтої через помірне покриття продажами, інтегральна оцінка проєкту відповідає межі зеленої та жовтої зони. Це означає, що перехід на наступну стадію є можливим, але супроводжується умовою – посиленням продажів або резервуванням додаткового ліквідного покриття для усунення розриву за коефіцієнтом $K_{пп}$.

Заповнена діагностична картка умовного проєкту

Блок	Підсумок	Зона
1. Структура капіталу	Відповідає еталону комфорт-класу	Зелена
2. Ліквідність	DSCR прийнятний; покриття продажами 0,70	Зелена/жовта
3. Стійкість	Помірний важіль, фазова відповідність дотримана	Зелена
4. Ризики	Основний – уповільнення продажів	Жовта
5. Клас житла	Модель фінансування відповідає комфорт-класу	Зелена
Інтегральна оцінка	Проєкт життєздатний за умови посилення продажів	Зелена/жовта
Рішення «воріт»	Дозвіл на перехід з умовою (моніторинг $K_{пп}$, резерв ліквідності)	—

Джерело: розроблено автором

Розглянутий приклад демонструє головну перевагу запропонованого базису перед традиційним аналізом джерел фінансування: проєкт, який за окремими показниками (структура капіталу, обслуговування боргу) виглядає цілком благополучним, через діагностику покриття продажами та ризику їх уповільнення отримує обґрунтоване застереження й конкретну управлінську умову переходу на наступну стадію. Саме така адресність висновку – від констатації стану до визначення дії – і є метою фінансово-економічної діагностики в системі стратегічного управління девелопером зі змішаною формою фінансування.

ДОДАТОК Ж

Деталізація пілотного багатокритеріального оцінювання стратегічних альтернатив

Критерій	Вага	S1	S2	S3
Стратегічна відповідність	0,15	0,70	0,90	0,85
Фінансова життєздатність	0,20	0,85	0,80	0,70
Стратегічна стійкість	0,20	0,85	0,80	0,65
Портфельна збалансованість	0,15	0,80	0,85	0,70
Ринково-конкурентний ефект	0,10	0,35	0,75	0,85
Гнучкість	0,10	0,60	0,85	0,75
Організаційна здійсненність	0,10	0,75	0,85	0,70
Зважена оцінка	1,00	0,735	0,828	0,733
Підсумкова $U(S_k)$ після штрафу	$\lambda = 0,20$	0,705	0,788	0,673

Примітка. Бальні оцінки є результатом пілотної експертно-аналітичної інтерпретації діагностичного профілю проекту; вони не є нормативними значеннями для інших підприємств.

Розрахунок показників структурних зрушень у джерелах фінансування капітальних інвестицій, 2020–2021 рр.

$$L = (1/n) \sum |d_{i,2021} - d_{i,2020}| = 1,28 \text{ в. п.};$$

$$Q = \sqrt{[(1/n) \sum (d_{i,2021} - d_{i,2020})^2]} = 1,43 \text{ в. п.};$$

$$K^g = \sqrt{[\sum (d_{i,2021} - d_{i,2020})^2 / (\sum d_{i,2021}^2 + \sum d_{i,2020}^2)]} = 0,032;$$

$$I^s = \sqrt{[(1/n) \sum ((d_{i,2021} - d_{i,2020}) / (d_{i,2021} + d_{i,2020}))^2]} = 0,083.$$

Джерело вихідних даних: Державна служба статистики України [173].

Розрахунки характеризують лише зіставний період 2020–2021 рр. і не замінюють актуальної перевірки доступності джерел капіталу на дату стратегічного рішення.



Вих. № 5
від 11 червня 2025 р.

Проректору з наукової роботи та
інноваційного розвитку
Київського національного університету
будівництва і архітектури
к.т.н., с.н.с. Ковальчуку О.Ю.

ДОВІДКА
про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Величка Артема Вадимовича

Величко А.В. у 2024–2025 рр. плідно співпрацював з ТОВ «Д-І-М» у межах досліджень, що виконувалися ним при підготовці дисертаційної роботи на тему «Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» за спеціальністю 051 «Економіка».

Підтверджуємо практичну цінність запропонованих у дисертації рішень, зокрема щодо формування стратегії розвитку підприємства-девелопера на основі вибору моделей змішаного фінансування девелоперських проєктів залежно від класу житлової нерухомості. Практичне значення мають розроблені автором методичні положення щодо узгодження структури джерел фінансування з характеристиками конкретного проєкту, його ціновим позиціонуванням, капіталомісткістю та ризиковим профілем.

На основі результатів дисертаційного дослідження у діяльності підприємства було використано підхід до аналітичного оцінювання девелоперських проєктів за ринковими та якісними критеріями, що дало змогу формалізувати визначення відповідності проєкту заявленому класу житлової нерухомості та обґрунтувати доцільну модель його фінансування. Застосування запропонованого підходу сприяло підвищенню обґрунтованості передінвестиційних рішень, вибору раціонального співвідношення власного капіталу, банківського фінансування, коштів покупців і партнерських інвестицій, а також зниженню ризиків реалізації девелоперських проєктів. Реалізація запропонованих Величком А.В. науково-методичних положень дозволила посилити зв'язок між ринковими характеристиками об'єкта та структурою джерел його фінансування, підвищити прогнозованість грошових потоків і фінансову стійкість реалізації будівельних проєктів.

Таким чином, запропоновані в дисертації інструменти довели свою практичну ефективність і можуть бути масштабовані для застосування на інших підприємствах девелоперської та будівельної галузі.

Представник
ТОВ «Д-І-М»



Н.І. Новікова

**ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ
«ЮННА ДЕВЕЛОПМЕНТ»**

код за ЄДРПОУ – 40372343

Україна, 01014, місто Київ, вул.Звіринецька, будинок 63, офіс 1

Вих. № 1

від 10 червня 2025 р.

Проректору з наукової роботи та
інноваційного розвитку
Київського національного університету
будівництва і архітектури
к.т.н., с.н.с. Ковальчуку О.Ю.

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Величка Артема Вадимовича**

Цією довідкою підтверджується, що результати дисертаційної роботи «Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» Величка Артема Вадимовича були впроваджені в практику діяльності ТОВ «ЮННА ДЕВЕЛОПМЕНТ» при удосконаленні підходів до оцінювання економічної доцільності девелоперських проєктів, обґрунтування їх фінансової моделі та визначення напрямів стратегічного розвитку підприємства. Окремі результати дослідження були застосовані при оцінюванні комерційної складової девелоперських проєктів, зокрема щодо доцільності включення торговельних, сервісних, адміністративних та інших нежитлових приміщень до структури багатофункціонального об'єкта. Використання запропонованого підходу сприяло формалізації оцінки ринкової вартості таких приміщень, прогнозуванню їх впливу на загальну дохідність проєкту та визначенню ролі комерційної нерухомості у забезпеченні фінансової стійкості девелоперського проєкту. Практичне значення впроваджених положень полягає у можливості застосування інтегральних бізнес-індикаторів для оцінювання ефективності вибору та реалізації стратегії розвитку підприємства-девелопера, стратифікації ризиків між учасниками проєкту, підвищення прогнозованості фінансових результатів і прийняття більш обґрунтованих передінвестиційних рішень.

Таким чином, апробація окремих положень дисертації Величка А.В. у діяльності ТОВ «ЮННА ДЕВЕЛОПМЕНТ» підтвердила їх практичну значущість, прикладну ефективність і можливість використання при формуванні стратегій розвитку підприємств девелоперської та будівельної галузі зі змішаною формою фінансування.

**Директор
ТОВ «ЮННА ДЕВЕЛОПМЕНТ»**



О.М. Майська

«ЕДВАНС БУД»

ТОВАРИСТВО З ОБМЕЖЕНОЮ ВІДПОВІДАЛЬНІСТЮ

Ідентифікаційний код 42750580

03195, місто Київ, вулиця Вільямса Академіка (нині – Степана Рудницького), буд. 6-Д, офіс 43

UA803204780000026004924873429 в АБ «УКРГАЗБАНК»

Вих. 8
Від 9 червня 2025р.

Проректору з наукової роботи та інноваційного розвитку
Київського національного університету
будівництва і архітектури
к.т.н., с.н.с. Ковальчуку О.Ю.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Величка Артема Вадимовича

Цією довідкою підтверджується, що результати дисертаційної роботи «Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» Величка Артема Вадимовича були використані у практичній діяльності ТОВ «ЕДВАНС БУД» при вдосконаленні аналітичного забезпечення управління девелоперськими проектами.

Практичне значення для підприємства мають розроблені здобувачем науково-методичні положення щодо формалізованого оцінювання економічної доцільності формування портфеля девелоперських проектів зі змішаною формою фінансування. На їх основі було апробовано аналітичний модуль програмного забезпечення, призначений для обґрунтування структури портфеля проектів з урахуванням рівня їх капіталомісткості, очікуваної дохідності, строків реалізації, ліквідності, ресурсного забезпечення та ризикового профілю.

Застосування зазначеного аналітичного модуля дало змогу підвищити обґрунтованість управлінських рішень щодо відбору, ранжування та поєднання девелоперських проектів у портфелі підприємства, а також забезпечити більш узгоджений розподіл власних, позикових, партнерських та інших джерел фінансування між проектами залежно від їх економічних параметрів і стадії реалізації.

Таким чином, запропоновані Величком А.В. інструменти довели свою практичну ефективність і можуть бути використані в системі адміністрування проектів будівельного девелопменту для формування фінансово збалансованої структури портфеля девелоперських проектів та прийняття обґрунтованих стратегічних рішень.

Генеральний директор
ТОВ «ЕДВАНС БУД»



Д. Білецький



МОН
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
БУДІВНИЦТВА І АРХІТЕКТУРИ

просп. Повітряних Сил, 31,
м. Київ, 03037
тел.: +38 (044) 248-32-65,
e-mail: knuba@knuba.edu.ua,
web: knuba.edu.ua
ЄДРПОУ 02070909

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес результатів дисертаційного дослідження
Величка Артема Вадимовича

Цією довідкою посвідчуємо, що результати дисертаційної роботи аспіранта 4-го року навчання спеціальності 051 «Економіка» **Величка Артема Вадимовича** на тему: «Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» були впроваджені при підготовці лекцій з дисциплін: «Планування і контроль на підприємстві», «Інноваційний розвиток підприємства», «Основи соціально-економічного розвитку», «Теорія економічної конкуренції» для студентів спеціальностей 071 «Облік і оподаткування» ОПП «Облік і аудит», 075 «Маркетинг» ОПП «Маркетинг», 073 «Менеджмент» ОПП «Менеджмент організацій і адміністрування» першого (бакалаврського) рівня вищої освіти.

Апробація результатів дослідження здійснювалася у 2024–2026 роках під час освітнього процесу на будівельному факультеті КНУБА шляхом використання наукових положень, висновків і рекомендацій автора при підготовці навчально-методичних матеріалів, лекційних занять, практичних завдань та кейсів.

Результати дисертації також були використані під час виконання науково-дослідних тем: «Формування стратегій сталого розвитку будівельних підприємств в умовах відбудови економіки України: теоретико-методичні, кадрові, інноваційно-інвестиційні, фінансово-економічні, екологічні та організаційно-управлінські аспекти» реєстраційний номер 0125U002873 та «Діджиталізація обліку, аналізу, аудиту та оподаткування в системі управління будівельними підприємствами в умовах сучасних викликів» реєстраційний номер 0123U102814. У межах зазначених тем були використані авторські напрацювання щодо стратегічного розвитку підприємств-девелоперів, удосконалення механізмів фінансування девелоперських проєктів, формування ефективних моделей залучення інвестицій та управління ризиками в умовах нестабільного економічного середовища.

У навчальний процес впроваджено розроблені автором підходи до формування стратегій розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування. Матеріали дисертаційного дослідження використовувалися під час вивчення питань стратегічного планування, інвестиційного забезпечення діяльності підприємств, управління девелоперськими проєктами, оцінювання ефективності фінансових рішень та забезпечення конкурентоспроможності суб'єктів господарювання будівельної галузі.

Впровадження результатів наукової роботи Величка А. В. сприяло вдосконаленню методичного забезпечення навчальних дисциплін, розширенню їх змісту сучасними підходами до стратегічного управління та фінансування девелоперської діяльності, а також підвищенню якості підготовки здобувачів вищої освіти. Отримані результати мають теоретичне і практичне значення та можуть бути використані у подальшій освітній, науково-дослідній і методичній діяльності закладів вищої освіти.

Проректор з НМР

Андрій ШПАКОВ

