

РЕЦЕНЗІЯ

**на дисертаційну роботу Величка Артема Вадимовича
на тему «Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі
змішаною формою фінансування», подану до разової спеціалізованої вченої
ради на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 051
«Економіка» галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки»**

1. Актуальність теми дисертації, її зв'язок з науковими програмами та темами

Актуальність дисертаційного дослідження Величка А. В. визначається системною трансформацією інвестиційно-будівельного середовища України, у межах якої підприємства-девелопери одночасно стикаються зі зростанням вартості будівельних ресурсів, нестабільністю платоспроможного попиту, підвищенням правових і безпекових ризиків, необхідністю забезпечення безумовної завершуваності розпочатих об'єктів та трансформацією або й повним руйнуванням усталених каналів залучення капіталу. За таких умов традиційне фінансове планування, орієнтоване на одноразовий вибір співвідношення власного і позикового капіталу, не відповідає реальній динаміці девелоперського проекту, у якому доступність, вартість і ризиковість окремих джерел змінюються залежно від стадії життєвого циклу, будівельної готовності, договірних обмежень та ринкового позиціонування продукту.

Особливої ваги набуває проблема формування стратегії розвитку підприємства-девелопера як постійної організації, що управляє не одним ізолюваним об'єктом, а портфелем проєктів, розподіляє обмежені фінансові ресурси між ними, визначає послідовність запусків, узгоджує інтереси інвесторів, кредиторів, покупців, підрядників і власників земельних активів. У цьому контексті змішане фінансування має розглядатися не як механічне поєднання кількох каналів надходження коштів, а як стадійно змінювана фінансова архітектура, що охоплює строки, інструменти, права, зобов'язання, забезпечення, контрольні повноваження та розподіл ризиків між учасниками.

Наукова прогалина, на розв'язання якої спрямована робота, полягає у недостатній узгодженості наявних підходів до стратегічного управління, проєктного і портфельного фінансування, ринково-продуктового позиціювання та оцінювання стійкості девелоперських підприємств. Більшість традиційних моделей або зосереджена на структурі капіталу, або обмежується оцінюванням прибутковості окремого проєкту, тоді як питання переходу від діагностики до вибору стратегії, її формалізації, сценарної перевірки та адаптивного коригування залишаються недостатньо опрацьованими. Саме тому запропоноване здобувачем поєднання фінансово-економічної та ринково-конкурентної діагностики, структурно-динамічного моделювання фінансової архітектури, портфельного балансування і сценарного контролю відповідає сучасним потребам економіки будівництва та девелопменту.

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 в межах цих тем пов'язаний з обґрунтуванням методичних положень формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів, структуруванням моделей залучення інвестиційних ресурсів та управлінням ризиками за нестабільного економічного середовища.

2. Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій дисертаційної роботи

Обґрунтованість одержаних результатів забезпечується логічною постановкою наукової проблеми, послідовним переходом від категоріального аналізу до методичного моделювання та прикладної перевірки запропонованих

рішень. Мета дисертації відповідає її темі, а дев'ять поставлених завдань відображають основні етапи дослідження: від уточнення економічної сутності підприємства-девелопера і змішаного фінансування до розроблення методичного підходу, організаційно-економічного механізму та сценарно-верифікаційного інструментарію.

Методологічну основу роботи становить поєднання положень стратегічного управління, економіки будівництва і нерухомості, корпоративних фінансів, теорій структури капіталу, проєктного фінансування, управління проєктами й портфелями. Здобувач обґрунтовано застосовує системний, інституційний, життєво-цикловий, конфігураційний та ризик-орієнтований підходи; статистичний, структурний, фінансовий, коефіцієнтний та інтегральний аналіз; сегментацію, бенчмаркінг, кваліметричне оцінювання, багатокритеріальне ранжування, пороговий відбір, сценарний аналіз і стрес-тестування. Важливо, що методи не лише перелічено у вступі, а переважно пов'язано з конкретними етапами дослідження.

Теоретичні положення першого розділу спираються на репрезентативний масив українських і зарубіжних джерел у сфері девелопменту, структури капіталу, фінансової архітектури, проєктного фінансування, стратегічної стійкості та портфельного управління. Визначення підприємства-девелопера, фінансової конфігурації і фінансової архітектури сформульовано через розмежування суміжних понять, функцій учасників та рівнів управління. Методичні положення другого розділу узгоджені з логікою стадійного фінансування і містять систему показників, алгоритми, шкали та діагностичні зони. Третій розділ забезпечує перехід від діагностичного профілю до формування стратегічних альтернатив, їх порогового допуску, багатокритеріального ранжування, операціоналізації та сценарної перевірки.

Інформаційна база охоплює нормативно-правові акти, матеріали Державної служби статистики України, Національного банку України, міжнародних організацій, відкриті дані первинного ринку житлової нерухомості, матеріали девелоперських підприємств і результати авторських розрахунків. У роботі

розмежовано фактичні дані, методичні нормативи та сценарні припущення, що загалом сприяє коректній інтерпретації результатів. Разом з тим межі емпіричної перевірки окремих моделей потребують додаткового уточнення, про що зазначено у зауваженнях.

3. Оцінка змісту, структури, рівня завершеності та оформлення дисертаційної роботи

Структура дисертації визначена метою та послідовністю розв'язання поставлених завдань. Робота містить анотації українською й англійською мовами, список опублікованих праць, перелік умовних позначень, вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел та додатки. У вступі наведено відомості про 71 таблицю, 26 рисунків, 7 додатків і 187 джерел. Основний текст логічно поділено на теоретико-методичний, аналітико-діагностичний та методико-прикладний блоки.

У першому розділі (с. 36-106) систематизовано наукові підходи до трактування девелопменту, розмежовано підприємство-девелопера із забудовником, замовником, інвестором, генеральним підрядником та управителем, уточнено зміст фінансової архітектури й фінансової конфігурації проекту. Значну увагу приділено детермінантам і предикторам стадійної конфігурації змішаного фінансування, а також концептуальному базису формування стратегії розвитку підприємства-девелопера. Теоретичний матеріал не обмежується оглядом джерел, а завершується авторськими визначеннями, класифікаціями, причинно-наслідковими моделями та системою принципів.

Другий розділ (с. 108-176) присвячено оцінюванню стану будівництва, інвестиційної діяльності та ринку житлової нерухомості, розробленню аналітико-методичного базису фінансово-економічної діагностики та ринково-конкурентного інструментарію. Позитивною ознакою є поєднання макроекономічної оцінки з проектним рівнем аналізу, визначення фазової відповідності джерел фінансування, введення інтегрального діагностичного показника, діагностичної картки та механізму етапних «воріт». Ринково-конкурентна частина містить матрицю «клас - територія - формат», оцінювання 30

конкурентних об'єктів, шкалу з 15 критеріїв та пошукове дослідження попиту.

У третьому розділі (с. 178-248) сформовано завершений контур стратегічного управління: від трирівневого інформаційно-діагностичного профілю і порогової перевірки критичних обмежень до вибору стратегії, формування її паспорта, розподілу повноважень, установлення контрольних тригерів і сценарної верифікації. Запропоновано п'ять базових типів стратегій розвитку, структурно-динамічну модель фінансування, індекс структурної стійкості SRI, стратегічну карту, двоступеневий відбір альтернатив і механізм адаптивного коригування. Сценарне моделювання демонструє логіку виявлення касового розриву, формування пакета управлінських дій та повторної перевірки життєздатності стратегії.

Матеріал викладено на належному науковому рівні, таблиці й рисунки змістовно доповнюють, уточнюють та підтверджують текстові викладки. Додатки містять деталізовані шкали оцінювання, вихідні ринкові масиви, контрольні формули, результати пошукового дослідження та пілотні розрахунки. Робота має ознаки завершеного дослідження, хоча перед остаточним поданням потребує технічного редагування окремих посилань, нумерації та бібліографічних записів.

4. Наукова новизна результатів дисертаційної роботи

Сформульована здобувачем наукова новизна відповідає меті, завданням і фактичному змісту дисертації. Найбільш вагомим результатом, одержаним уперше, є методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування (с. 178-204). Його відмінність полягає у послідовній трансформації результатів фінансово-економічної, структурно-динамічної та ринково-конкурентної діагностики у цільову траєкторію розвитку і систему конфігураційних стратегічних альтернатив. Підхід поєднує пороговий некомпенсаційний відбір, стратегічне картування, моделювання фінансової архітектури, оцінювання життєздатності й результативності та формування паспорта стратегії.

У дисертації удосконалено:

- теоретико-методичний підхід до обґрунтування стадійної конфігурації моделей змішаного фінансування, у межах якого розмежовано детермінанти й предиктори, визначено область допустимих співвідношень джерел та контрольні події перегляду фінансової конструкції (с. 60-87);

- аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики девелоперських проєктів, що поєднує проєктну відокремленість даних, фазову чутливість нормативів, п'ять діагностичних блоків, інтегральний показник і механізм етапних «воріт» (с. 127-143);

- методичний підхід до вибору моделі змішаного фінансування залежно від класу житлової нерухомості, доповнений системою фінансово значущих характеристик класів, орієнтовними структурами капіталу та ітеративною перевіркою правових, ринкових, стадійних і ковенантних обмежень (с. 144-175);

- організаційно-економічний механізм формування та адаптивного коригування стратегії, у якому визначено підсистеми, рівні відповідальності, контрольні «ворота», типи тригерів, рівні коригування та блокувальний пріоритет критичних порушень (с. 205-226).

Подальшого розвитку набули:

- трактування підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу та суб'єкта формування фінансової архітектури проєктів (с. 36-59);

- концептуально-методичне забезпечення формування стратегії через установлення цільової траєкторії, критеріїв стратегічної стійкості та механізму адаптивного перегляду (с. 88-105);

- ринково-конкурентна діагностика стратегічного позиціонування підприємства-девелопера на основі поєднання класової, територіальної й форматної сегментації та трансформації характеристик продукту і попиту у вимоги до фінансування (с. 144-175);

- сценарно-верифікаційний підхід до апробації стратегії, який поєднує календарне моделювання грошових потоків, визначення пікового дефіциту, некомпенсаційну перевірку критичних умов, формування пакета адаптації та

повторне оцінювання стратегії (с. 227-248).

Одержані результати характеризуються системністю, внутрішньою узгодженістю та прикладною спрямованістю. Наукова новизна полягає не в запровадженні окремого ізольованого коефіцієнта, а у формуванні цілісного механізму переходу від діагностики до вибору, реалізації, контролю та коригування стратегії розвитку підприємства-девелопера.

5. Дотримання принципів академічної доброчесності

Дисертаційна робота оформлена як самостійне наукове дослідження. Використані теоретичні положення, статистичні матеріали та нормативно-правові акти супроводжуються посиланнями на відповідні джерела. Авторські визначення, моделі, таблиці, алгоритми й розрахунки відокремлено від запозичених положень. За результатами змістового аналізу роботи не виявлено очевидних ознак некоректного привласнення чужих наукових результатів. Формальна оцінка текстових збігів та їх правомірності має здійснюватися на підставі офіційного звіту закладу вищої освіти. Дисертаційна робота пройшла перевірку на академічну доброчесність за допомогою програмного забезпечення **StrikePlagiarism**. Результати перевірки засвідчили високий рівень оригінальності тексту (97,54 %) та відсутність ознак академічного плагіату. Виявлені текстові збіги мають коректний характер, пов'язані з використанням загальноновживаної наукової термінології, нормативно-правових документів і належним чином оформлених цитувань. Посилання на використані джерела відповідають вимогам академічної доброчесності.

6. Практичне значення одержаних результатів

Практичне значення роботи полягає у можливості використання розробленого інструментарію для формування стратегій розвитку підприємств-девелоперів, вибору конфігурації змішаного фінансування, оцінювання ресурсної забезпеченості завершення проєктів, діагностики ліквідності, формування портфеля та визначення умов адаптивного коригування управлінських рішень. Запропоновані діагностичні картки, порогові фільтри, стратегічні карти, паспорти стратегій і матриці тригерів можуть бути інтегровані у систему бюджетування,

управлінського обліку, казначейства, CRM та портфельного контролю девелоперського підприємства.

Результати дослідження використано в діяльності ТОВ «Д-І-М» під час вибору класозалежної моделі змішаного фінансування та узгодження структури джерел із капіталомісткістю і ризиковим профілем проєкту; у ТОВ «ЮННА ДЕВЕЛОПМЕНТ» – під час оцінювання економічної доцільності девелоперських проєктів, формування фінансової моделі та розподілу ризиків; у ТОВ «ЕДВАНС БУД» – під час формування, ранжування та фінансового балансування портфеля проєктів. Окремі положення впроваджено у навчальний процес і науково-дослідну діяльність Київського національного університету будівництва і архітектури, що підтверджено відповідними довідками, наведеними у дисертації.

Практична цінність результатів посилюється тим, що запропонований підхід орієнтований не лише на максимізацію дохідності, а передусім на забезпечення завершуваності проєктів, підтримання ліквідності, дотримання договірних зобов'язань та збереження портфельної керованості. Саме ці критерії є визначальними для девелоперських підприємств у період високої ринкової та фінансової невизначеності.

7. Повнота викладення результатів дисертації у наукових публікаціях

За темою дисертації здобувачем опубліковано 17 наукових праць, з яких 2 статті у виданнях, що, за відомостями дисертації, індексуються у міжнародних наукометричних базах, 5 статей у наукових фахових виданнях України та 10 публікацій апробаційного характеру у збірниках матеріалів міжнародних науково-практичних конференцій. Публікації охоплюють економічну сутність девелопменту, стан фінансування будівництва, фінансово-кредитні інструменти, роль небанківських фінансових установ, класозалежний вибір моделей змішаного фінансування, регіонально-територіальний аналіз і формалізований інструментарій стратегічних рішень.

Кількість та обсяг опублікованих праць дозволяють зробити висновок щодо повноти висвітлення результатів дисертаційного дослідження як у публікаціях, так

і при апробації на конференціях державного та міжнародного рівня.

8. Зауваження і дискусійні положення дисертаційної роботи

Високо оцінюючи науковий рівень дисертаційної роботи, її теоретичне та практичне значення, слід зазначити окремі положення, які мають дискусійний характер і можуть бути предметом подальших наукових досліджень.

1. Теоретичний огляд є широким, однак у списку використаних доволі мало представлено новітніх публікацій, безпосередньо присвячених формуванню фінансових стратегій розвитку підприємств-девелоперів за рахунок коштів «зелених» грантів та моделі фінансування сталого девелопменту. Включення таких досліджень дало б змогу точніше окреслити відмінність авторського підходу від сучасних моделей оптимізації структури фінансування, управлінських предикторів, ESG-орієнтованих джерел і ризиків інвестиційного процесу.

2. Аналітичний блок дисертації охоплює складний період структурної трансформації будівельної галузі та поєднує офіційні статистичні дані, ринкові оцінки і прогнозно-аналітичні матеріали. Через об'єктивну обмеженість повністю зіставних статистичних рядів кількісне оцінювання інтенсивності структурних зрушень за коефіцієнтами Гатєва і Салаї здійснено для зіставного періоду 2020–2021 рр. При цьому автор коректно визначає зазначені розрахунки як допоміжний аналітичний інструмент і не використовує їх як самостійну основу для формування стратегічних рішень. У подальших дослідженнях, у міру накопичення зіставних статистичних даних воєнного та повоєнного періодів, доцільним було б розширення відповідних динамічних рядів та проведення додаткової перевірки виявлених структурних тенденцій. Це могло б посилити емпіричну верифікацію запропонованого методичного підходу, не змінюючи обґрунтованості отриманих у роботі результатів.

3. Ринково-конкурентна діагностика у підрозділі 2.3 та додатках А–В ґрунтується на цілеспрямованій вибірці з 30 об'єктів житлової нерухомості, розподілених на три класи, по 10 об'єктів у кожному класі. Такий підхід забезпечує можливість порівняльного аналізу об'єктів та їх бенчмаркінгу. Водночас

використана в роботі градація значною мірою спирається на класифікаційні підходи, поширені у професійній практиці учасників ринку нерухомості, зокрема девелоперів і ріелторів, і не має статусу єдиної загальноприйнятої нормативно закріпленої класифікації житла. В умовах функціонування ринку житлової нерухомості України під час війни доцільним видається подальший розвиток запропонованої системи критеріїв шляхом включення окремого показника безпеки житла. Зокрема, таким критерієм може бути наявність у житловому комплексі або безпосередньо в об'єкті нерухомості належним чином облаштованих приміщень для укриття населення, захисних споруд цивільного захисту чи спеціально передбачених автономних захисних приміщень. Урахування такого критерію дало б змогу доповнити традиційні характеристики класу житла параметром його безпекової спроможності, значення якого в умовах воєнного стану в Україні істотно зросло.

4. Ваги інтегральних показників, критеріїв стратегічного ранжування, параметрів SRI та коефіцієнта ризикової чутливості встановлюються експертно-аналітичним способом (с. 194-204; 237-247; додаток Ж). Проведений аналіз чутливості в межах $\pm 20\%$ є корисним для перевірки локальної стійкості результатів, однак не дає змоги повною мірою оцінити статистичну похибку параметризації та обґрунтованість установлених порогових значень. Водночас у перспективі, за умови формування достатньої бази завершених девелоперських проєктів, доцільним могло б бути доповнення запропонованого підходу ретроспективним статистичним калібруванням окремих параметрів і порогових значень, що посилює статистичну верифікованість і відтворюваність отриманих в дисертаційному дослідженні результатів.

5. У підрозділі 3.1 дисертації поряд із викладенням методичного підходу до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера подано окремі положення структурно-динамічного аналізу моделей змішаного фінансування, зокрема їх типологію за профілем стратегічної стійкості, характеристику фазової зміни часток джерел фінансування та класозалежну диференціацію моделей. З огляду на це розділ виглядає перевантаженим аналітичним матеріалом. На думку

рецензента, частину зазначених положень доцільно було б подати у підрозділі 2.3 як завершальний елемент аналітико-діагностичного обґрунтування, а в підрозділі 3.1 зосередити увагу насамперед на використанні отриманих результатів для формування та відбору стратегічних альтернатив. Такий підхід міг би дещо посилити послідовність переходу від аналітичної частини дослідження до методико-прикладного інструментарію. Водночас це зауваження є дискусійним, оскільки відображає бачення рецензента. Разом з тим, обране автором структурування є загалом логічним і не впливає на обґрунтованість та наукову цінність отриманих результатів.

Зазначені зауваження мають дискусійний і рекомендаційний характер, спрямовані на посилення емпіричної верифікації, відтворюваності методичного інструментарію та редакційної якості роботи. Вони не знижують загальної науково-методичної цінності дисертації та не заперечують можливості присудження здобувачу ступеня доктора філософії.

9. Загальний висновок рецензента щодо відповідності роботи кваліфікаційним вимогам ступеня доктора філософії

Дисертаційна робота Величка Артема Вадимовича на тему «Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» є самостійним, завершеним науковим дослідженням, у якому розв'язано актуальне науково-прикладне завдання поглиблення теоретико-методичних засад і розроблення інструментарію формування, вибору, реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів.

Одержані результати характеризуються науковою новизною, логічною узгодженістю, достатнім рівнем теоретичного обґрунтування та практичною спрямованістю. Найбільш вагомими є методичний підхід до формування і вибору стратегії, стадійне структурування фінансової архітектури, аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики, класозалежний підхід до вибору моделей змішаного фінансування та організаційно-економічний механізм адаптивного коригування. Дисертація містить положення, які розвивають теорію і

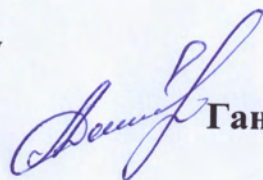
методологію економіки будівництва, стратегічного управління та фінансування девелоперських проєктів.

За актуальністю, змістом, структурою, науковою новизною, теоретичною і практичною значущістю дисертаційна робота загалом відповідає вимогам Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44, а її оформлення - вимогам наказу Міністерства освіти і науки України від 12 січня 2017 р. № 40 «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації».

З урахуванням викладеного Величко Артем Вадимович заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка» галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки».

РЕЦЕНЗЕНТ

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри будівельних технологій
Київського національного університету
будівництва і архітектури

 **Ганна ШПАКОВА**

Підпис д.е.н., проф. Шпакової Ганни Валентинівни засвідчую

Вчений секретар Вченої ради
Київського національного університету
будівництва і архітектури



Микола КЛИМЕНКО