

ВІДГУК ОФІЦІЙНОГО ОПОНЕНТА

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

АКТУАЛЬНІСТЬ ТЕМИ ДОСЛІДЖЕННЯ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ НАУКОВИМИ ПРОГРАМАМИ ТА ТЕМАМИ

Сучасний розвиток будівельної галузі України відбувається за умов одночасного впливу воєнних ризиків, високої вартості фінансових ресурсів, нестабільності платоспроможного попиту, трансформації нормативно-правового середовища та необхідності відновлення значного обсягу житлової й інфраструктурної нерухомості. За таких обставин стратегічні рішення підприємств-девелоперів не повинні обмежуватися лише вибором джерел фінансування або оцінюванням прибутковості окремого проєкту. Визначального значення набуває здатність підприємства узгоджувати інвестиційну політику, структуру фінансування, темпи реалізації проєктів, ризики та ресурсні можливості у межах портфелю проєктів.

Важливим аспектом девелоперської діяльності є кругообіг інвестиційних ресурсів: від визначення потреби у капіталі та вибору джерел його залучення до фінансування будівництва, введення об'єкта в експлуатацію, повернення вкладених коштів і їх подальшого реінвестування. У цьому контексті дослідження стадійно змінюваної фінансової архітектури девелоперських проєктів та її впливу на стратегію розвитку підприємства має вагоме наукове і прикладне значення.

Актуальність теми визначається потребою у поглибленні теоретико-методичних засад та розвитку інструментарію формування, вибору, реалізації й адаптивного коригування стратегій підприємств-девелоперів зі змішаною формою

фінансування. Особливої цінності набуває розгляд фінансування як структуроутворювального елемента стратегії, що впливає на допустимий масштаб діяльності, послідовність запуску проєктів, темпи розвитку, ліквідність і виконання зобов'язань перед інвесторами, кредиторами та покупцями. Тема дослідження відповідає сучасним потребам інвестиційної політики в будівельній галузі, оскільки дозволяє розглядати розвиток підприємства-девелопера через взаємозв'язок фінансової стійкості, доступності капіталу, ринкового позиціонування та спроможності завершувати проєкти за несприятливих змін зовнішнього середовища.

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 зазначених тем полягає у розробленні положень щодо структурування змішаного фінансування, фінансово-економічної діагностики та формування стратегій розвитку підприємств-девелоперів.

Отже, тема дисертаційного дослідження є актуальною, відповідає спеціальності 051 «Економіка» та безпосередньо пов'язана з сучасними завданнями підвищення інвестиційної активності, фінансової стійкості й адаптивності підприємств будівельного девелопменту.

ОБҐРУНТОВАНІСТЬ І ДОСТОВІРНІСТЬ НАУКОВИХ ПОЛОЖЕНЬ, ВИСНОВКІВ І РЕКОМЕНДАЦІЙ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

Наукові положення, висновки та практичні рекомендації дисертаційної роботи Величка А. В. є логічно взаємопов'язаними та загалом достатньо

обґрунтованими. Мета роботи відповідає її темі, а сформульовані завдання послідовно охоплюють теоретичний, аналітико-діагностичний та методико-прикладний рівні дослідження.

Методологічний інструментарій дисертації охоплює комплекс загальнонаукових, економіко-аналітичних та спеціальних методів. Основними з них є аналіз і синтез, порівняльний, статистичний, стратегічний, фінансовий та коефіцієнтний аналіз, а також системний, ситуаційний, конфігураційний і ризик-орієнтований підходи. Для ринково-конкурентної діагностики застосовано сегментацію, бенчмаркінг, кваліметричне експертне інтегральне оцінювання; для формування і вибору стратегічних альтернатив - багатокритеріальне оцінювання, ранжування та пороговий відбір; для перевірки стійкості рішень - структурно-динамічне моделювання, сценарний аналіз, аналіз чутливості та стрес-тестування. Сукупність використаних методів відповідає меті, завданням та багатовимірності предмета дослідження.

Обґрунтованість результатів забезпечується також широкою інформаційною базою, що включає нормативно-правові акти України, матеріали Державної служби статистики України, Національного банку України, міжнародних організацій, відкриті дані первинного ринку житлової нерухомості, матеріали підприємств-девелоперів, а також результати авторських розрахунків.

Важливою особливістю роботи є послідовний перехід від визначення економічної сутності підприємства-девелопера і змішаного фінансування до формування діагностичного профілю, встановлення критичних обмежень, побудови стратегічних альтернатив, їх ранжування, операціоналізації та адаптивного перегляду. Це забезпечує системність дослідження та дозволяє простежити причинно-наслідковий зв'язок між результатами діагностики і кінцевими стратегічними рішеннями.

Узагальнюючи викладене, можна зробити висновок, що основні наукові положення дисертації мають належний рівень аргументації, а висновки

випливають із результатів проведеного теоретичного й прикладного аналізу.

СТРУКТУРА ТА ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

Дисертаційна робота має логічну структуру і включає анотації українською та англійською мовами, перелік умовних позначень, вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел та додатки. Основний текст дисертації містить 235 сторінок, 71 таблицю, 26 рисунків, 187 найменувань використаних джерел, 7 додатків.

У першому розділі «Теоретико-методичні засади формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» (с. 36–107) систематизовано наукові підходи до трактування девелопменту, уточнено економічний зміст підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу, розмежовано структуру капіталу, джерела фінансування, фінансову модель, фінансову конфігурацію та фінансову архітектуру (с. 36–59). Значну увагу приділено детермінантам і предикторам стадійної конфігурації змішаного фінансування (с. 60–87) та концептуально-методичному базису формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів (с. 88–106).

Другий розділ «Аналітико-методична діагностика розвитку підприємств-девелоперів та структурної стійкості моделей їх змішаного фінансування» (с. 108–177) містить оцінювання стану будівництва й інвестиційної діяльності в Україні (с. 108–126), розроблення аналітико-методичного базису фінансово-економічної діагностики девелоперських проєктів (с. 127–144) та ринково-конкурентну діагностику стратегічного позиціонування і фінансування на ринку житлової нерухомості (с. 144–176). Позитивним є поєднання макроекономічного, корпоративного, проєктного і ринкового рівнів аналізу, а також орієнтація системи показників на стадії життєвого циклу проєкту.

У третьому розділі «Методико-прикладний інструментарій формування та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» (с. 178–250) запропоновано методичний підхід до

формування й вибору стратегічних альтернатив (с. 178–205), удосконалено організаційно-економічний механізм їх реалізації та адаптивного коригування (с. 205–227), здійснено сценарну верифікацію та апробацію стратегії розвитку (с. 227–248). Сформовано трирівневий інформаційно-діагностичний профіль, систему порогових обмежень, стратегічну карту, паспорт стратегії, контрольні «ворота», тригери та рівні коригування. Завершальним елементом є сценарне моделювання, яке демонструє порядок виявлення касового розриву, оцінювання структурної стійкості фінансування та формування пакета адаптаційних рішень.

Структура роботи в цілому відповідає логіці поставлених завдань, а матеріал викладено послідовно. Таблиці, рисунки та додатки переважно доповнюють основний текст і забезпечують наочність запропонованого інструментарію.

НАУКОВА НОВИЗНА ОТРИМАНИХ РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

Наукова новизна дисертаційної роботи полягає у розвитку теоретико-методичних і прикладних засад формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів за умов використання змішаного фінансування. Цінність одержаних результатів визначається їх взаємопов'язаністю: від уточнення ролі девелопера та логіки формування фінансової архітектури проекту до діагностики, вибору стратегії, її реалізації та адаптивного коригування.

Найбільш вагомим результатом, *одержаним уперше*, є методичний підхід до формування та вибору стратегії розвитку підприємства-девелопера зі змішаною формою фінансування (с. 178–205). Його перевагою є послідовний перехід від фінансово-економічної, структурно-динамічної та ринково-конкурентної діагностики до визначення цільової траєкторії розвитку і формування стратегічних альтернатив. Підхід поєднує інформаційно-діагностичний профіль, критичні порогові обмеження, оцінювання стратегічного розриву, моделювання фінансової архітектури, стратегічне картування та двоступеневий відбір альтернатив. Завершальним елементом виступає паспорт стратегії, що узгоджує ринкове

позиціювання, проєктний портфель, фінансування, ризикові параметри та темпи розвитку підприємства.

До результатів, які, на думку опонента, удосконалюють наявний теоретико-методичний інструментарій, належить підхід до *формування стадійної конфігурації змішаного фінансування девелоперських проєктів* (с. 60–87). Важливим є розмежування детермінант і предикторів фінансування та розгляд фінансової конфігурації як змінюваної системи співвідношень джерел, інструментів, строків, вартості, ризиків і контрольних прав. Така постановка дозволяє оцінювати фінансування протягом життєвого циклу проєкту та своєчасно переглядати його структуру залежно від зміни ризикового профілю і доступності капіталу.

Удосконаленням також є *аналітико-методичний базис фінансово-економічної діагностики девелоперських проєктів* (с. 127–144). Запропонована система поєднує оцінювання структури капіталу і джерел фінансування, ліквідності та достатності грошових потоків, фінансової стійкості, ризиків фінансування і відповідності фінансової конфігурації характеристикам проєкту. Використання інтегрального діагностичного показника, стадійно диференційованих параметрів, діагностичної картки та етапних «воріт» посилює прикладну спрямованість діагностики та забезпечує зв'язок її результатів з управлінськими рішеннями.

Науково обгрунтованим є *удосконалений методичний підхід до вибору моделі змішаного фінансування залежно від класу житлової нерухомості* (с. 144–176). Фінансова модель проєкту пов'язується з його продуктовими характеристиками, місткістю і платоспроможністю попиту, темпами продажів, будівельною готовністю та регіональною ліквідністю ринку. Запропонована логіка дає можливість коригувати співвідношення власного, боргового, партнерського і покупцького фінансування відповідно до фактичних умов реалізації проєкту та фінансової спроможності девелопера.

Вагомим результатом є удосконалення організаційно-економічного механізму формування та адаптивного коригування стратегії розвитку (с. 205–227). Механізм об'єднує організаційну, фінансово-економічну, ринково-продуктову, інформаційно-аналітичну, ризиково-комплаєнсну та контрольно-адаптивну складові, передбачає розподіл повноважень між корпоративним, портфельним і проєктним рівнями. Практично значущими є система контрольних «воріт», календарних, порогових, договірних, подієвих і сценарних тригерів та диференціація рівнів коригування. Особливу цінність має пріоритет критичних обмежень ліквідності, ресурсного забезпечення завершення проєктів, правової допустимості та боргових зобов'язань під час прийняття стратегічних рішень.

Подальшого розвитку набуло трактування підприємства-девелопера як інтегратора інвестиційно-будівельного циклу та суб'єкта формування фінансової архітектури проєктів (с. 36–59). Його роль розкрито через формування продуктово-ринкової концепції, координацію учасників, структурування фінансових ресурсів, управління грошовими потоками, правами, зобов'язаннями та ризиками. Водночас уточнено співвідношення фінансової архітектури як цілісної траєкторії фінансування проєкту та фінансової конфігурації як її конкретного стану на певній стадії життєвого циклу.

Подальшого розвитку набуло і концептуально-методичне забезпечення формування стратегії розвитку підприємства-девелопера (с. 88–105). Запропонована конструкція пов'язує цільову траєкторію розвитку з критеріями стратегічної стійкості та механізмом адаптивного перегляду управлінських рішень. Завдяки цьому стратегія охоплює ринково-продуктове позиціонування, проєктний портфель, стадійну фінансову архітектуру, організаційні спроможності та допустимий темп розвитку підприємства.

Позитивної оцінки заслуговує розвиток емпіричного підходу до ринково-конкурентної діагностики та стратегічного позиціонування (с. 144–176). Поєднання класової, територіальної та форматної сегментації у матриці «клас –

територія – формат», двоступенева ідентифікація класу нерухомості та зіставлення продуктової оцінки з ціною квадратного метра дозволяють пов'язати ринкову позицію об'єкта з фінансовими параметрами його реалізації. Такий підхід дає можливість визначати вимоги до стартового капіталу, темпів продажів, допустимої частки коштів покупців та обсягів зовнішнього фінансування.

Завершеності науковим результатам надає *подальший розвиток сценарно-верифікаційного підходу до апробації стратегії* (с. 227–247). Він поєднує календарне моделювання грошових потоків і джерел фінансування, визначення пікового дефіциту ресурсів, перевірку критичних умов життєздатності, оцінювання структурної стійкості та формування пакета адаптивних рішень. Повторне оцінювання після коригування дозволяє встановити межі стійкості обраної стратегії та оцінити здатність системи управління відновлювати прийнятні параметри ліквідності, фінансової конфігурації й портфельної керованості за ринкових, фінансово-витратних і комбінованих відхилень.

ПРАКТИЧНЕ ЗНАЧЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ ДОСЛІДЖЕННЯ

Практичне значення отриманих результатів полягає у можливості використання запропонованого інструментарію під час формування стратегій розвитку підприємств-девелоперів, вибору та коригування конфігурації змішаного фінансування, оцінювання фінансової життєздатності проєктів, визначення ресурсної забезпеченості завершення будівництва, формування портфеля та встановлення умов запуску нових проєктів.

Результати дослідження використано у діяльності ТОВ «Д-І-М» під час вибору класозалежної моделі змішаного фінансування та узгодження структури джерел із капіталомісткістю й 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 зі змішаним фінансуванням. Окремі положення використано у науково-

дослідній роботі та освітньому процесі Київського національного університету будівництва і архітектури.

Практичну цінність має орієнтація запропонованого підходу не лише на дохідність, а й на завершуваність проєктів, ліквідність, договірну дисципліну, портфельну збалансованість і стратегічну стійкість. За умов підвищеної невизначеності саме така система критеріїв дозволяє зменшити ризик надмірного масштабування та дефіциту фінансування на критичних стадіях інвестиційно-будівельного циклу.

ПОВНОТА ВИКЛАДУ РЕЗУЛЬТАТІВ ДОСЛІДЖЕННЯ В ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЯХ

За темою дисертації здобувачем опубліковано 17 наукових праць, з яких 2 статті у виданнях, що індексуються у міжнародних наукометричних базах Scopus та Web of Science, 5 статей - у наукових фахових виданнях України та 10 публікацій апробаційного характеру у збірниках матеріалів міжнародних науково-практичних конференцій.

Тематика публікацій охоплює фінансування будівництва, фінансово-кредитні інструменти, роль небанківських фінансових установ, економічну сутність девелопменту, класозалежний вибір моделей змішаного фінансування, трансформацію стратегій підприємств-девелоперів, регіонально-територіальний аналіз і формалізований інструментарій стратегічних рішень. Кількість, зміст і спрямованість опублікованих праць засвідчують належний рівень апробації основних результатів дисертаційного дослідження.

ДОТРИМАННЯ ПРИНЦИПІВ АКАДЕМІЧНОЇ ДОБРОЧЕСНОСТІ

Дисертаційна робота оформлена як самостійне наукове дослідження. Використані теоретичні положення, статистичні матеріали, нормативно-правові акти та результати інших авторів супроводжуються посиланнями на відповідні джерела. Авторські визначення, методичні підходи, моделі, алгоритми, таблиці та

розрахунки змістовно відокремлено від запозичених положень.

Дисертаційна робота пройшла перевірку на академічну доброчесність за допомогою програмного забезпечення StrikePlagiarism. Результати перевірки засвідчили високий рівень оригінальності тексту - 97,54 %. Ознак академічного плагіату не виявлено. Виявлені текстові збіги мають коректний характер і пов'язані з використанням загальноновживаної наукової термінології, нормативно-правових документів та належним чином оформлених цитувань. Отже, підстав для сумніву у самостійності виконання дисертаційної роботи немає.

ДИСКУСІЙНІ ПОЛОЖЕННЯ ТА ЗАУВАЖЕННЯ ДО ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

Загалом позитивно оцінюючи дисертаційну роботу Величка Артема Вадимовича, вважаю доцільним виокремити окремі положення, які мають дискусійний або рекомендаційний характер і можуть бути враховані у подальших дослідженнях автора:

1. У дисертації обґрунтовано, що вартість і доступність капіталу, процентна ставка, премія за ризик, строки та договірні умови виступають чинниками, які визначають допустиму фінансову конфігурацію девелоперського проєкту (с. 67–69). Водночас у методичному підході до вибору стратегії вартість капіталу вже включена до критерію фінансової життєздатності поряд із прибутковістю, ліквідністю та забезпеченістю фінансування до завершення проєкту (с. 198). На думку опонента, доцільно було б чіткіше показати, яким чином різна вартість доступних джерел фінансування враховується саме під час встановлення допустимих меж їх часток і вибору між кількома фінансовими конфігураціями, які вже пройшли перевірку на ліквідність та ресурсну достатність.

2. У теоретико-методичній частині роботи страхування воєнних ризиків, гарантії, компенсацію процентної ставки, резервні кредитні лінії та інші інституційно-договірні механізми обґрунтовано не як самостійні джерела фінансування, а як модифікатори доступності та вартості капіталу, здатні

змінювати допустимий рівень боргового та іншого зовнішнього фінансування (с. 66–67), що є логічним. Втім у прикладній частині не показано кількісного правила, за яким наявність страхового або гарантійного покриття змінює допустиму фінансову конфігурацію.

3. Автор справедливо наполягає на принципі проєктної відокремленості, за яким дефіцит одного девелоперського проєкту не повинен приховуватися надходженнями іншого, і водночас передбачає портфельне управління ресурсами, очікуване вивільнення власного капіталу та його спрямування на запуск наступних проєктів (с. 182–194; 211–212). Разом з тим у роботі доцільно було б чіткіше визначити межі допустимого перерозподілу фінансових ресурсів між проєктами портфеля, що дало б змогу чіткіше розмежувати портфельне маневрування ресурсами та неприпустиме покриття дефіциту одного проєкту коштами іншого.

4. У фінансово-економічній діагностиці для коефіцієнта обслуговування боргу наведено орієнтир $\geq 1,2$ як прийнятний запас (с. 138), а в апробаційному розрахунку його значення становить 1,33 (с. 223). На думку опонента, доцільно було б чіткіше обґрунтувати, чи має цей орієнтир застосовуватися однаково для різних стадій і фінансових конфігурацій девелоперського проєкту, чи його рівень має коригуватися залежно від боргового навантаження та умов кредитування.

5. У підрозділі 1.2 фінансову конфігурацію девелоперського проєкту представлено сімома компонентами, зокрема грантовим фінансуванням і коштами державних цільових житлових програм (с. 76). Водночас у подальшій аналітичній моделі використано п'ять базових компонентів фінансування, без виокремлення бюджетної та грантової складових (с. 188–193). На думку опонента, потребує пояснення, чому зазначені джерела, розглянуті в теоретичній частині, надалі не включено до структури п'ятикомпонентної моделі змішаного фінансування.

6. У третьому розділі сформовано комплексний методичний інструментарій вибору та адаптивного коригування стратегії, що включає діагностичний профіль, стратегічну карту, паспорт стратегії, контрольні «ворота» і систему тригерів (с.

178–226). Водночас його параметризація та апробація здійснюються переважно стосовно житлової нерухомості, з диференціацією за класами «комфорт», «бізнес» і «преміум», а сценарна перевірка проведена для житлового проєкту бізнес-класу (с. 227–247). На думку опонента, потребує уточнення, які елементи запропонованого інструментарію є універсальними, а які мають бути адаптовані для офісної, торговельної, складської, промислової чи багатофункціональної нерухомості. Чи можуть запропоновані модулі застосовуватися до таких проєктів без зміни критеріїв, порогів і фінансових параметрів?

Наведені зауваження мають переважно рекомендаційний і дискусійний характер, не ставлять під сумнів достовірність отриманих результатів, не знижують рівня наукової новизни та не впливають на загальну позитивну оцінку дисертаційної роботи.

ЗАГАЛЬНИЙ ВИСНОВОК

Дисертаційна робота Величка Артема Вадимовича на тему «Формування стратегії розвитку підприємств-девелоперів зі змішаною формою фінансування» є самостійною, завершеною кваліфікаційною науковою працею, у якій розв'язано актуальне науково-прикладне завдання поглиблення теоретико-методичних засад і розроблення інструментарію формування, вибору, реалізації та адаптивного коригування стратегії розвитку підприємств-девелоперів.

Результати дослідження характеризуються належним рівнем теоретичного обґрунтування, науковою новизною 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 моделі змішаного фінансування, організаційно-економічний механізм адаптивного коригування та сценарно-верифікаційний інструментарій.

За актуальністю, ступенем наукової новизни, обґрунтованістю положень і висновків, повнотою опублікування результатів та практичною значущістю

дисертаційна робота відповідає Вимогам до оформлення дисертації, затвердженим наказом Міністерства освіти і науки України від 12 січня 2017 р. № 40, та вимогам Порядку присудження ступеня доктора філософії і скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 р. № 44.

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

ОФЦІЙНИЙ ОПОНЕНТ

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів, банківської та страхової справи
ПрАТ «Вищий навчальний заклад
«Міжрегіональна Академія
управління персоналом»



Галина КРИШТАЛЬ