

ФІНАНСУВАННЯ У ПРОЦЕСІ ІНВЕСТИВАННЯ В НЕРУХОМІСТЬ

© Малолєпши П., 2009

Охарактеризовано нерухомість і ринок нерухомості з точки зору інвестування, а також розглянуто значення структури джерел фінансування в процесі інвестування в нерухомість.

The real estate and real estate market are characterized from the point of view of investments, as well as the role of financial sources structure in the process of investments in real estate is described.

Постановка проблеми

Вивчення нерухомості відбувається з різних позицій, проте найбільше зацікавлення становлять процеси ціноутворення та розвитку ринку нерухомості. В умовах кризи інтерес до комерційної нерухомості та земельних ділянок значно зменшився, дещо призупинився розвиток і ринку житлової нерухомості. Існування ринку нерухомості зумовлене потребами суспільства, з одного боку, та інтересами суб'єктів фінансового ринку, з іншого. Зокрема, постійного вивчення та вдосконалення вимагають процеси фінансування на ринку нерухомості, розвитку інфраструктури ринку нерухомості та іпотечного ринку, моделі фінансування, що застосовуються у країнах з розвинутою ринковою економікою і які потрібно адаптувати в українську практику.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Питання нерухомості активно досліджується як вітчизняними, так і зарубіжними науковцями [1–6]. Найчастіше розглядається інфраструктура ринку нерухомості, елементи ринку нерухомості у зв'язку із іпотечним ринком, ставляться актуальні питання розвитку і ефективного функціонування ринку нерухомості та іпотечного ринку, що зумовлені потребами суспільства і економіки. З цим, потрібно зважати також на передумови, що полягають у вивченні характеристик нерухомості, впливу соціально-економічних чинників на середовище функціонування ринку нерухомості, а відтак і іпотечного ринку.

Особливо актуальними стають питання інвестування в нерухомість в умовах світової фінансово-економічної кризи. Хоч домінує оцінка наслідків кризи як катастрофічна для цього ринку, водночас можна віднайти оптимістичні оцінки на кшталт:

- криза як початок успіху;
- криза як стимулятор інноваційності;
- криза як шанс радикальної корисної перебудови.

У цьому аспекті варто прослідкувати етимологію слова "криза". За [7, с.47] грецького походження дієслова "krinein" означає: розділювати, відсівати, розв'язувати, вирішувати, судити, а утворений від нього іменник "krisis" відповідно означає: пошук, вибір, розв'язування, вирок, вияснення, інтерпретація, що свідчить про етимологічну відсутність негативного навантаження категорії кризи. Однак, таке розуміння з часом трансформувалося у актуальне як важкий перехідний стан.

Покладаючи в основу таке розуміння кризи, можемо окреслити сферу нерухомості (виробничої, комерційної, офісної, житлової, інфраструктурної тощо) як таку, котра є найбільш сприйнятною до негативних процесів, наслідки є найвідчутніші з причини низької мобільності та еластичності поведінки суб'єктів господарювання на цьому ринку. Означене вимагає створення підходів до здійснення формалізації процесів на ринку нерухомості з метою оцінювання та передбачення наслідків впливу істотних чинників на його функціонування, а відтак і на процеси інвестування в нерухомість.

Формулювання цілей статті

Метою статті є дослідження особливостей нерухомості, передумов розвитку ринку та фінансування у процесі інвестування в нерухомість. Задля реалізації зазначеної мети поставлено та вирішено такі завдання:

- 1) охарактеризовано ознаки нерухомості та проаналізовано ринок з позицій інвестування;
- 2) оцінено значення фінансування у процесі інвестування в нерухомість.

Виклад основного матеріалу

1. Характеристика нерухомості і ринку з точки зору інвестування.

Нерухомість являє собою інвестиційне благо і як інвестиційний інструмент, вона є специфічною, зважаючи на особливі характеристики. Першою основною характерною ознакою нерухомості, насамперед земельної, хоча стосується це також нерухомості в якості будівель є те, що становить саму її суть, а саме – як частина поверхні землі вона не змінює місця, тобто її локалізація. Може змінюватися лиш оточення нерухомості, якість і функція якого є одними з основних елементів, вирішальних для вартості нерухомості. Проте такі зміни не відбуваються швидко, часто це є багаторічні процеси, під час яких одні села, райони чи міста розвиваються, а інші – занепадають. З точки зору інвестування це має величезне значення, оскільки вибираючи нерухомість, потрібно брати до уваги її розташування. Найчастіше найважливішими в оцінці нерухомості є її локалізація. Тому інвестуючи в нерухомість, потрібно брати до уваги її нинішнє оточення, а також тенденції і перспективи його розвитку.

Нерухомість, хоч і незмінна в просторі, може бути поділена на менші частини або об'єднана у більшу нерухомість, що в практиці належить насамперед до земельної нерухомості, найчастіше аграрної. Одночасно важливою ознакою забудованої нерухомості –будівельних об'єктів потрібно вважати важкість їх ділення. Не можна насправді змінити локалізацію нерухомості, але можна збільшити її вартість на певні забудови, що є другою важливою, з інвестиційної точки зору, ознакою нерухомості. Будівлі і споруди, зведені на нерухомості (земельній ділянці), належать також до нерухомості і тим самим підвищують її вартість. Зростання вартості нерухомості, яке відбувається за допомогою забудов, залежить від функцій і величини об'єктів, їх стандарту, а також від економічного потенціалу, який вони містять. Виникнення такої ситуації обумовлюється фактом зростання споживчої вартості забудованої ділянки, тому що після забудовування вона може виконувати багато додаткових функцій. Однак, не кожні забудови підвищують вартість землі. Прикладом можуть бути об'єкти, будівництво яких не було завершено, з фінансових або інших причин, і яке вже не може бути завершено. Така ситуація може виникати, коли, наприклад, зникне потреба у цьому об'єкті, перш ніж він буде завершений. Отже, тоді самі нанесення не матимуть економічної вартості і, ще гірше, становитимуть перешкоду в іншому (кориснішому) використанні нерухомості. Задля того, щоб уможливити використання об'єкта нерухомості в інших цілях, нанесення потрібно спочатку розібрати, а це означає понесення додаткових витрат, які становлять зменшення вартості нерухомості в її первинному, незабудованому стані.

Третьою характерною ознакою нерухомості є те, що завжди вона має власника. Оскільки нерухомість не може бути знищена (у значенні ліквідації, зникнення), спожита, втрачена, тобто завжди існує, а отже, є чисею власністю. Потрібно зазначити, що іноді встановлення власника може бути важким, проте він завжди існує. Одним зі способів встановлення власника нерухомості є система земельних реєстрів, яка ведеться районними судами. Тому наступною ознакою нерухомості є особливий спосіб підтвердження прав на неї. Не тільки візуалізація прав на нерухомість отримує особливу форму, але також їх перенесення. Перенесення прав на нерухомість через свою важливість вимагає особливої форми – нотаріального акту. Застереження законодавством особливої форми забезпечує оборот нерухомістю через доручення обслуговування трансакцій цього типу нотаріусам. Ця особлива форма перенесення прав на нерухомість зумовлює принципи обороту нею на ринку і є наступною важливою ознакою нерухомості в світлі інвестування.

Ознакою нерухомості є її величезна різnorodність, тобто це означає те, що не існує двох однакових об'єктів нерухомості. Навіть якщо ми маємо справу з серійно збудованими будинками, чи з рядною забудовою, то їх положення завжди є, хоч і мінімально, але різним. Крім того, на етапі закінчення і оснащення навіть двох ідентичних за своєю конструкцією будинків, виникають об'єкти нерухомості в різних стилях, стандартах і навіть функціях. Наслідком різnorodності нерухомості є відсутність їх субститутів – не можна замінити одну нерухомість іншою, тому що завжди між ними є певні відмінності.

Не можна також замістити нерухомість загалом, як таку, жодним іншим субституційним об'єктом. Різномірність нерухомості є вирішальною також для серйозних труднощів в її оцінці.

З інвестиційної точки зору важливою властивістю нерухомості є їхня висока капіталомісткість. Звідси також саме особливі гарантії обороту нерухомості і розкриття прав на них в формі вимоги нотаріальних угод і ведення реєстрів.

Охарактеризовані вище основні ознаки товару – нерухомості зумовлюють характер ринку. Однією з його основних ознак є недосконалість. Трансакції, які укладаються на ринку нерухомості, є важкими для аналізу, доступ до інформації про них є утрудненим, учасники ринку мають дуже обмежені знання стосовно цін, тому що розпоряджаються тільки неповною інформацією і лиш тільки тією, що стосується цін пропонування. Об'єкт, що є предметом обороту, не стандартизується, що виникає з неповторності нерухомості. Принципи обороту ж не є формалізованими, оскільки недостатньо інституцій, які координували б цей процес на підставі однорідних принципів визначення ціни згідно з заявленим попитом і пропозицією. Крім того, велика капіталомісткість нерухомості, яка визначає високий бар'єр входження на ринок, є причиною порівняно не частого здійснення трансакцій, які укладаються на ньому, що є вирішальним для неможливості їх уніфікації.

Наслідком недосконалості ринку житлової нерухомості є його низька ефективність. На ефективному ринку істотна інформація, яка стосується товару, знаходить своє відображення в поточній ціні, яка становить найкращу міру його вартості. У разі житлової нерухомості їхня ціна не є досконалою мірою їх вартості. Виникає це як з труднощі у визначенні вартості нерухомості, так і з великих розбіжностей цін схожих між собою жител. Одним з причин цих розбіжностей є локальний характер ринку житлової нерухомості, який охоплює своєю сферою конкретну місцевість і її найближчі околиці, вірогідно декілька міст, які входять до складу агломерації. Це стосується пропозиції і попиту. Постійність нерухомості в місці спричиняє те, що їх пропозиція охоплює тільки конкретну територію і вони не можуть бути пропоновані на іншій території. Джерелом цього обмеження є локальний характер попиту на нерухомість, особливо на житлову. На локальний характер попиту вплив мають також демографічні чинники і зв'язки житлового ринку з ринком праці.

Згадана раніше розбіжність, часто навіть велика, між вартістю нерухомості і її ціною виникає також з малої еластичності попиту і пропозиції на ринку нерухомості. Означає це, що як попит, так і пропозицію на цьому ринку реагують в меншому ступені, ніж пропорційному на зміну ціни. Вплив зміни цін на нерухомість на попит залежить від двох ефектів: субституційного ефекту і дохідного ефекту. Субституційний ефект полягає у тому, що зростання ціни цього активу викликає зростання попиту на актив або активи, які по відношенню до нього є субституційними. Викликає це вищу інтенсивність зміни попиту порівняно із зміною ціни цього активу. У разі нерухомості, яка є активом, що не має субститутів, зростання ціни викличе тільки невелике падіння попиту на нього, тому що немає іншого засобу задоволення саме тих потреб.

Дія дохідного ефекту полягає у тому, що в результаті падіння ціни цього активу зростає реальний дохід покупця, виражений можливістю отримання масштабнішої величини певної нерухомості. Зростання доходу натомість веде до зростання попиту. У разі житлової нерухомості – зниження ціни одного квадратного метра не спричинить значущого зростання попиту, вираженого в кількості житлових приміщень. Спричинить це зростання попиту на більші житлові приміщення при падінні попиту на менші житлові приміщення. Учасники ринку не куплять більшої кількості житла, але захочуть придбати житло з більшою площею і навпаки – зростання ціни одного квадратного метра викличе зростання попиту на незначну за величиною нерухомість при одночасному падінні зацікавлення масштабними об'єктами нерухомості. Тому, вимірюючи обороти на ринку числом трансакцій, що укладаються, ми не відзначимо змін попиту пропорційно до зміни ціни на нерухомість. Незначною еластичністю позначається також пропозиція на ринку житлової нерухомості. Вона виникає, переважно, з проблеми швидкого пристосування. Зростання пропозиції житла на ринку вимагає запуску процесу програмування, планування і реалізації будівельного заходу, що триває, зазвичай, кілька років.

Зростання попиту не в стані спричинити на ринку нерухомості за короткий період зростання пропозиції. Єдиною реакцією є підвищення цін продавцями. Такий стан утримуватиметься аж до моменту, доки не наступить зростання пропозиції нової нерухомості, призначеної на продаж. Високі ціни,

наприклад на житлові об'єкти заохотять, зокрема девелоперів, до реалізації нових заходів і отримання з них прибутку, що виникатиме з ціни, значно вищої від витрат будівництва об'єктів житлової нерухомості. Через кілька десятків місяців, коли нова нерухомість буде входити на ринок, зумовлюючи зростання пропозиції, ціни на житло почнуть поступово знижуватися аж до досягнення рівня витрат. Така ситуація на ринку викличе обмеження числа щойно реалізованих заходів і повторне падіння пропозиції. Якщо попит почне зростати, це спричинить подальше зростання цін житлової нерухомості. Так, у спрощеному вигляді, відбувається кон'юнктурний цикл на ринку житла. Ринки інших видів нерухомості можуть піддаватися подібним циклам. Через незначну еластичність попиту і ще меншу – пропозиції окремі його фази тривають навіть по декілька років, а весь цикл може охоплювати період, довший від десятиріччя. Протягом такого тривалого періоду іноді дуже серйозно змінюється оточення ринку в результаті, наприклад, змін у політиці уряду, загальній економічній ситуації країни чи змін локального характеру, таких, як, наприклад, забруднення ґрунтів конкретної місцевості тощо. Усі чинники також впливатимуть на ситуацію на ринку нерухомості і на рівень цін.

2. Роль фінансування в процесі інвестування в нерухомість.

Як одну з важливих ознак нерухомості вище відзначено її високу капіталомісткість. Нерухомість є дорогим товаром, тому її покупка чи будівництво вимагає значного обсягу капіталовкладань. Залучення засобів на покупку або будівництво нерухомості є, з одного боку, важливим заходом, а з іншого, – елементом формування рентабельності такого інвестування.

Фінансування нерухомості передбачає комбінацію власних і позикових джерел фінансування. Участь позикового капіталу у фінансуванні інвестиції дозволяє використати механізм фінансового важеля. Фінансовий важіль – це відношення власного і залученого капіталу для фінансування нерухомості та заходів щодо приведення її до завершеного стану. Зростання частки позикового капіталу у фінансуванні спричиняє зростання значення показника фінансового важеля. Ефектом використання фінансового важеля є збільшення рентабельності власного капіталу через зміну структури власного і позикового капіталу, що фінансує захід щодо придбання чи будівництва нерухомості. Проте, потрібно пам'ятати про те, що використання механізму фінансового важеля через зростання заборгованості викликає зростання фінансового ризику, джерелом якого є наявність постійних витрат позикового капіталу. Звідси також користі, які виникають з безперервного зростання заборгованості і її частки у фінансуванні інвестиційного заходу, мають свою межу. Ситуація починає змінюватися в момент, коли кредитори помічають ризик неотримання належних їм відсотків і у зв'язку з тим вимагають вищої премії за надані грошові кошти. Витрати позикового капіталу починають тоді зростати, зменшуючи тим самим частку прибутку, що залишається для власників. Зростання фінансового ризику спонукає підвищувати рівень дивідендних виплат. Отже, після перевищення певного рівня, в якому структуру фінансування розглядаються як джерело фінансового ризику, середньозважені витрати капіталу, що фінансують інвестиції, починають зростати разом з подальшим збільшенням частки позикового капіталу у фінансуванні підприємства.

Беручи до уваги вищенаведене, рішення, які стосуються структури фінансування інвестицій, потрібно приймати в такий спосіб, щоб забезпечувати найнижчі середньозважені витрати капіталу, тобто досягти максимальної частки позикового капіталу, що не викликає відчуття збільшеного ризику, як кредиторів, так і позичальників. У підприємств у разі збільшення сукупного капіталу через залучення позикової його частини, така точка досягається в момент порівняння витрат позикового капіталу, що додатково залучається, з рівнем рентабельності сукупного капіталу. Доки граничні витрати позикового капіталу є нижчими, ніж рентабельність сукупного капіталу, доти друге з цих значень зростатиме разом з подальшим підвищенням частки позикового капіталу у фінансуванні підприємства. На практиці рішення, що стосуються оптимальної структури капіталу відображають компроміс між ризиком і рентабельністю власного капіталу.

Дія фінансового важеля стосується не тільки підприємств, але також окремих заходів, реалізованих ним. Фінансування господарського заходу, а таким є також девелоперські заходи, підпадає під аналогічні принципи (закономірності), що й фінансування підприємств. Проте, у випадку заходу, метою якого є реалізація певного господарського ефекту, рівень заангажованого капіталу є постійним і виникає з рівня витрат, які повинні бути понесені, щоб мета була досягнута. Це стосується також інвестицій в нерухомість – залучення фінансових засобів в їхню реалізацію продиктоване рівнем витрат набуття або будівництва нерухомості. Якщо, наприклад, рівень

капіталу загалом не змінюється, то зростання частки позикового капіталу у фінансуванні означає зменшення частки власного капіталу однаково на частку зростання позикового. У такому разі можемо встановити, як змінюється рентабельність власного капіталу разом із зростанням заборгованості. Визначимо початковий рівень рентабельності власного капіталу за формулою (1):

$$R_{Kw0} = \frac{Z}{K_w}, \quad (1)$$

де R_{Kw0} – початковий рівень рентабельності власного капіталу; Z – прибуток; K_w – власний капітал, залучений у захід.

Зростання позикового капіталу у фінансуванні спричинить зростання фінансових витрат на DK_f , яка дорівнює відсоткам, які будують сплачені за залучення позикового капіталу. Ця частка зменшить прибуток, що залишається до розподілу між власниками. Однак, з іншого боку, згідно із попередньою умовою про постійну величину усього капіталу, зростання позикового капіталу означатиме зниження власного капіталу. Відтак можемо стверджувати, що рентабельність власного капіталу після збільшення частки позикового капіталу у фінансуванні заходу становитиме R_{Kw1} :

$$R_{Kw1} = \frac{Z - DK_f}{K_w - DK_o} \quad (2)$$

де DK_f – зростання фінансових витрат, спричинене збільшенням позикового капіталу, що фінансує захід, DK_o – зростання позикового капіталу, що фінансує захід.

У разі заміни власного капіталу позиковим капіталом при постійному рівні сукупного капіталу збільшення частки позикового капіталу, що фінансує захід доти, доки $R_{Kw1} > R_{Kw0}$, тобто коли

$$\frac{Z - DK_f}{K_w - DK_o} > \frac{Z}{K_w}. \quad (3)$$

Нерівність, виражена в формулі (3), виконана тільки тоді, коли:

$$\frac{DK_f}{DK_o} < \frac{Z}{K_w} \quad (4)$$

тобто, коли витрати додаткового залучення позикового капіталу є меншими від рентабельності власного капіталу.

Що до інвестицій в нерухомість дія фінансового важеля широко може використовуватись девелооперами з метою підвищення рентабельності власного капіталу. Спричиняється це, передусім, рівнем витрат залучення позикового капіталу.

Висновки і перспективи подальших досліджень

Підсумовуючи, потрібно відзначити, що ринок нерухомості є недосконалим ринком, з низькою ефективністю і локальним характером. Як пропозиція, так і попит на цьому ринку характеризуються незначною еластичністю. Товар, який становить предмет обороту на ринку нерухомості, характеризує постійність у місці, тривалість, неповторність, що зумовлює труднощі в його оцінці. Це є товар, надто капіталомісткий, а його ціна залежить, значною мірою, від локалізації і оточення; він не має субститутів, а процес його виробництва триває навіть до кількох десятків місяців. Вищезгадані ознаки товару і ринку, на якому функціонує девелоупер, є вирішальними для специфіки його діяльності. Рішення, які стосуються структури фінансування інвестицій в нерухомість, повинні прийматися в такий спосіб, щоб забезпечити найнижчі середньозважені витрати капіталу. За таких умов рентабельність власного капіталу має бути максимальною, частка позикового капіталу теж має бути максимальною в своїй межі (і оптимальною загалом), що не зумовить зростання ризику як у кредиторів, так і у позичальників. У подальших дослідженнях варто розглянути методи фінансування інвестицій в нерухомість і можливість його застосування в Україні із врахуванням зарубіжного досвіду.

1. Лабецька Л. М. Історико-правові аспекти іпотеки // *Регіональна економіка*. – 2007. – № 1. – С. 209-214. 2. Вовчак О. Система іпотечних облігацій як механізм рефінансування іпотечних

кредитів : європейська практика та впровадження в Україні / О. Вовчак // Банківська справа: Науково-практичне видання. – Київ, 2009. – № 3. – С. 56-65. 3. Іванілов О.С. Іпотечне кредитування у країнах Західної Європи, США та України / О.С. Іванілов // Фінанси України : науково-теоретичний журнал. – К., 2007. – № 4. – С. 28–35. 4. Kaniowski K. Bank hipoteczny a rynek nieruchomości. – Warszawa: Twigger, 2001. 5. Базилевич В.Д., Погорельцева Н.П. Іпотечний ринок. – К.: Знання, 2008. – 717 с. 6. Любунь О.С., Кіреєв О.І., Домрачев В.М., Денисенко М.П., Костюк В.Р., Жук Л.І., Кабанов В.Г. Іпотечне кредитування: Теоретичні основи іпотеки, інструменти і моделі фінансування та рефінансування житлового будівництва: Навч. посібник. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Вид-во Європ. ун-ту, 2006. – 299 с. 7. Kryzys jako zaczyn sukcesu, *Personel*, № 6(21). – 2009. – S. 46–49.

УДК 658.8

Р.І. Санига

Військовий інститут Національного університету “Львівська політехніка”

СТРУКТУРИЗАЦІЯ СИСТЕМИ ЛОГІСТИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЗБРОЙНИХ СИЛ УКРАЇНИ

© *Caniga P.I.*, 2009

Узагальнено досвід структурування систем логістичного забезпечення Збройних сил. Обґрунтовано засади удосконалення організаційної та функціональної структури логістичного забезпечення в контексті приєднання України до НАТО.

Generalized experience of structurization of the systems of the logistic providing of Military powers. Grounded principles of improvement of organizational and functional structure of the logistic providing are in the context of joining of Ukraine to NATO.

Постановка проблеми

У межах логістичної системи Збройних Сил реалізується її основна функція – логістичне забезпечення Збройних сил. Логістичне забезпечення Збройних Сил є функцією, яка реалізується органами керування, логістичними підрозділами і обладнанням на користь військ та виражається у реалізації матеріального забезпечення (постачання), технічного забезпечення, транспортного забезпечення і експлуатації інфраструктури, а також вибраних аспектів медичного забезпечення. Логістичне забезпечення Збройних Сил – це комплекс тісно пов'язаних між собою процедур, а також діяльності логістичних органів і підрозділів, які прямують до справного організування функціонування логістичної системи, результативного використання транспортної мережі і транспортних засобів, а також забезпечення військам усього, що їм є необхідним для життя і проведення операцій різного типу під час миру, кризи і війни. Воно полягає у координації, плануванні, організуванні, стимулюванні і контролюванні використання різноманітних засобів постачання, а також реалізації широкої гами спеціалізованих і господарсько-побутових послуг. Метою логістичного забезпечення Збройних Сил є задоволення потреб військ у засобах, необхідних їм для життя і проведення мілітарних і позамілітарних операцій, та забезпечення здатності людського потенціалу, а також озброєння і військового обладнання до проведення бойових дій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Дослідженню теоретичних засад логістичного обслуговування Збройних Сил України сьогодні не приділяється достатньої уваги. Водночас, у сусідній Польщі ситуація виглядає значно краще. Зокрема, у Польщі сутність логістичного забезпечення військ виражається у підготовці відповідно скерованого і розміщеного просторово матеріального, технічного, медичного і