

ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ КОМПАНІЇ У СФЕРІ БУДІВНИЦТВА

Стаття присвячена проблемним питанням фінансового забезпечення реалізації підприємствами будівельних проектів. Проаналізовано актуальні тенденції розвитку галузі та запропоновано напрями використання при фінансуванні будівельних проектів похідних цінних паперів, зокрема, опціонів.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: фінансування, будівництво, цінні папери, деривативи, опціони, закладні.

І. Вступ. На сучасного етапі суспільно-економічного розвитку, існування та функціонування вітчизняної економіки будівельна галузь знаходиться та етапі активного розвитку та становлення, демонструючи значні темпи нарощення загальних обсягів діяльності. Водночас розвиток галузі пов'язаний із об'єктивно присутніми різноспрямованими полюсами інтересів учасників ринку, що є цільових для будівельних компаній. Відміни у функціях корисності таких учасників безпосередньо впливають на формування та протікання фінансово-економічних та організаційних відносин на цільовому ринку і є основою формування певного «конфлікту інтересів», від рівня конструктивності якого залежить загальний економічний ефект функціонування галузі зокрема, а також соціально-економічний поступ українського суспільства загалом. Саме необхідність підтримання конструктивності означеного вище «конфлікту інтересів» і визначає необхідність проведення досліджень щодо детермінант таких функцій, пошуку механізму утримання у короткостроковій та довгостроковій перспективах результуючих значень цих функцій у прийнятних межах, що відповідали б очікуванням кожної із сторін. Основою такого механізму є модель фінансового забезпечення економічних відносин між учасниками цільового ринку, яка визначена як об'єкт дослідження в рамках даної статті.

Зазначимо, що проблемні питання фінансового забезпечення взагалі та фінансування будівництва зокрема має значну історію досліджень як у зарубіжній, так і в національній фінансовій науці та практиці управління підприємством. Суттєві напрацювання у

цій сфері були зроблені ще радянськими науковцями. Однак далеко не всі їх розробки знайшли практичне втілення в умовах командно-адміністративної економіки або ж не отримали достатньо практичної верифікації. У той же час необхідно визнати, що проблемні аспекти обраної теми статті розглядалися переважно відокремлено одна від одної, адже у дослідженнях робився акцент або на інструментах та механізмах фінансового забезпечення господарської діяльності комерційного суб'єкта господарювання без актуалізації сфери його діяльності, або ж на організації управління будівництвом як особливого випадку проектного менеджменту та вимогах до його фінансування, однак без актуалізації уваги на інструментах такого фінансового забезпечення. Загалом, серед авторів, у чиїх роботах досліджувалися ті чи ніші аспекти, що мають відношення до обраної теми, можна згадати дослідження К. Джон, Р. Ідерст, Росс, Меклінг, О. Терещенка, А. Пересади, М. Борзова, О. В. Кравченко, К. Паливоди тощо. Зазначені дослідження, як і багато інших наукових робіт вітчизняних та зарубіжних авторів, актуалізують окремі аспекти, що мають науково-практичне значення для обраного напряму дослідження, водночас не розглядають проблему в комплексі. У зв'язку з цим вважаємо, що означена в назві статті проблема не знайшла належного висвітлення та остаточного вирішення, а її дослідження залишається актуальним і надалі.

II. *Постановка задачі.* Ізольованість дослідження проблемних питань фінансування, фінансового забезпечення та організації будівництва, а також реалії функціонування вітчизняної будівельної галузі та її цільового ринку (а таке, як правило, зорієнтовано на окремі проблеми будівельної галузі, ринку або на особливості фінансування взагалі) суттєво обмежує менеджером будівельних та девелоперських компаній потенційний інструментарій забезпечення реалізації основної ціни створення і функціонування підприємства — максимізації достатку власників. Об'єктивна відсутність єдиного алгоритму організації фінансового забезпечення будівництва як цілісного та логічно відокремленого інвестиційного проекту із власними специфічними особливостями, прийняттого для усіх суб'єктів господарювання, що причетні до функціонування цільового ринку, є, одночасно, і полем для потенційного маневру для менеджменту таких підприємства, але й формує додаткову невизначеність щодо прийняття управлінських фінансових рішень та формування успадкованого ризику помилок.

Тому дана робота і претендує на доповнення існуючих досліджень проблемних питань функціонування будівельної галузі та

її фінансового забезпечення через визначення, як за сучасних умов розвитку національного ринку капіталу та суттєво обмеженої ефективності зовнішніх механізмів корпоративного управління здійснюватиметься фінансування потреби будівельних компаній у капіталі на середньо- та довгостроковій основі.

Для цього передбачається (1) оцінити на прикладі будівельної галузі та ринку нерухомості м. Києва та Київської області загальні тенденції функціонування цільового ринку та можливостей ринку капіталу щодо фінансового забезпечення потреби будівельних компаній у капіталі, (2) обґрунтувати можливості залучення у схеми та моделі фінансування діяльності компаній на цільовому ринку похідних інструментів, зокрема таких деривативів, як опціони та закладні, а також (3) оцінити прийнятність (дієвість) таких механізмів для вітчизняного будівельного сектору та ринку нерухомості. Результатом дослідження має стати сукупність пропозицій щодо використання закладних та, перш за все, опціонів як інструментів зниження ризиків фінансування будівельних проектів на національному ринку капіталу.

III. *Результати дослідження.* Зазначимо, що формування у будівельних компаній потреби у капіталі, її профіль та рівень ризиковості є безпосереднім наслідком формування та реалізації певних тенденцій, які мають місце в вітчизняній будівельній галузі та на національному ринку нерухомості. Зважаючи, що суттєва долю згаданих ринків приходить на столичний регіон України, розглянемо відповідні тенденції на прикладі м. Києва та Київської області. Особливості сегментів цільового ринку багато у чому і визначають прийнятність тих чи інших схем фінансування будівельних проектів, тому при подальшому аналізі цільового ринку спробуємо розставити відповідні акценти.

Важливим показником рівня розвитку цільового ринку та його перспектив є монетарна оцінка його місткості, зокрема, виражена в обсягах виконаних робіт.

Так, підприємствами будівельної галузі Київської області виконано за 1-й кв. 2008 р. будівельних робіт на 421,2 млн грн, що на 7,0 % більше, ніж за відповідний період 2007 р. Загалом за 2007 р. обсяг виконаних робіт складав більше 2,1 млрд грн. При цьому, за об'ємами виконаних будівельних робіт по Україні за результатами I кварталу 2008 р. року частка Київської області складає 3,7 % від загального обсягу. В обсязі виконаних робіт за видами будівельної діяльності 320,1 млн грн становили роботи по будівництву будівель та споруд, які виконували 282 будівельних підприємства, 89,7 млн грн — з установа інженерного

устаткування будівель (42 підприємства), 10,5 млн грн — по підготовці будівельних ділянок (7 підприємств).

Найбільша частка будівельно-монтажних робіт, виконаних власними силами, припадала на міста: Біла Церква — 64 млн грн (15,2 % від загального обсягу виконаних робіт), Бориспіль — 60,3 млн грн (14,3 %), Бровари — 53,4 млн грн (12,7 %), Вишгородський — 69,7 млн грн (16,5 %) і Києво-Святошинський — 59,7 млн грн (14,2 %) райони. У січні–березні 2008 р. працювало 92,7 % від загальної кількості підприємств, що виконують будівельні роботи у м. Києві. Близько половини підприємств (48,6 %) збільшили обсяги будівельних робіт порівняно з відповідним періодом минулого року, в тому числі майже третина підприємств (32,9 %) досягли темпів зростання обсягів робіт від 120,1 % і вище.

Дещо інша ситуація в м. Києві. Так за 1-й кв. обсяг робіт у цілому по м. Києву збільшився на 6,8 % порівняно з відповідним періодом 2007 року і становив 3 658,1 млн грн. Загалом за 2007 р. обсяг виконаних робіт складав більше 16,0 млрд грн, що відповідає більше 27,5 % від об'єму ринку загалом по Україні. За видами економічної діяльності найбільший обсяг робіт виконано з будівництва будівель та споруд (як житлових, так і нежитлових) — 3161,2 млн грн, або 86,4 % від загального обсягу. Порівняно з відповідним періодом 2007р. цей обсяг зріс на 5,8 %. Найбільший приріст обсягів будівництва у січні–березні 2008 р. спостерігається з оренди будівельної техніки з оператором (на 37,5 %). Значно збільшилися обсяги робіт з підготовки будівельних ділянок (на 29,9 %), а саме, розбирання та знесення будівель, земляні роботи. Зросли обсяги робіт з установлення інженерного устаткування будівель та споруд (на 13,0 %). Водночас на 3,7 % скорочено обсяги робіт із завершення будівництва.

Як бачимо, чітко прослідковується тенденція поступового стійкого зростання обсягів будівельної активності в регіоні, що досліджується. У той же час наявне зростання обмежується факторами, серед яких необхідно визначити такі:

- платоспроможний попит з боку кінцевих споживачів;
- значні очікувані ризики та страх будівельних афер;
- значне зниження попиту на житло усіх категорій та очікування зниження рівня цін на фоні падіння вартості долара;
- обмеження на іпотечне кредитування населення комерційними банками, що ввів у дію НБУ;
- зниження ліквідності банківської системи країни і, як наслідок, подорожання кредитних ресурсів та, в багатьох випадках, відмова у наданні кредитів ряду забудовникам;

- брак власних вільних ресурсів у забудовників;
- прогалини у законодавстві по ряду моментів, які б цивілізовано регулювати взаємовідносини між учасниками ринку.

Таблиця 1

УВЕДЕННЯ В ЕКСПЛУАТАЦІЮ ОБ'ЄКТІВ СОЦІАЛЬНОЇ СФЕРИ в м. Києві у 2007—2008 рр.

Об'єкт	I кв. 2008 р.	2007 р.		2006 р.
		всього	у ч. I кв. 2007 р.	
Житлові будинки, м ² загальної площі	210 943	1401452	209619	1300980
Соціальна інфраструктура, у т.ч.				
Дитячі дошкільні заклади, місць	—	100	860	1022
Загальноосвітні школи, учнівських місць	—	2340	—	210
Амбулаторно-поліклінічні заклади, відвідувань за зміну	75	500	—	1160
Лікарні, ліжок	175	—	—	66

Складено по даним держкомстату, Головного управління статистики у м. Києві.

Примушувати продавців, зокрема будівельні компанії, що працюють на первинному ринку, тримати ціни стабільними або навіть знижувати їх. Інерційність ринку нерухомості та зміни курсу долару США, яким відбуваються розрахунки за більшістю угод на ринку, стримували цін від зниження. Подальша цінова ситуація буде залежати від стану та загального впливу зазначених факторів.

Аналогічна ситуація простежується і у сфері котеджного будівництва. Так і залишаються в стадії обговорення масштабні проекти будівництва містечок-супутників Києва, реалізація яких могла б спричинити інвестиційний бум у передмісті Києва. Так, загальна площа житла відповідно до проектів, інформація про які заявлена девелоперами, має скласти біля 320 тис. кв. м, а також біля 65 тис. кв. м мають скласти об'єкти інфраструктури та комерційна нерухомість. Однак додатковим фактором гальмування розвитку діяльності будівельних компаній на цьому сегменті, який не пов'язаний із фінансовим забезпечення, є ще й проблем-

ність прийняття рішень щодо відведення необхідних земель через відсутність генеральних планів розвитку міст (сіл) та області в цілому.

Все це ставить питання щодо пошуку інструментів зближення у часі фактів надходження від реалізації площ у зведених будівлях, часу їх фактичної оплати споживачем і будівництва як достатньо тривало процесу освоєння відповідних обсягів фінансових ресурсів у відповідності із проектом будівництва.

Дещо інша тенденція формується в сегменті комерційної нерухомості — попит, як і раніше, значно перевищує пропозицію. Не в останню чергу це пов'язано з тим, що багато проектів торговельних центрів, що планувалися раніше до вводу в експлуатацію, і досі знаходяться в процесі реалізації. Це пояснює, чому попит зростає малими темпами. Так, проте 1 кв. 2008 р. на ринку було введено лише кілька об'єктів, зокрема, відкрилася велика торговельна точка мережі Auchan, що згодом має бути доповнений галереєю магазинів одягу, ресторанів швидкого харчування тощо. Загальна площа об'єкту складає біля 15 тис. кв. м. Приблизно в цей же час було введено в експлуатацію торговельно-розважальний центр «Квадрат» загальною площею більш ніж 40 тис. кв.м, на якій розташуються супермаркет, галерея бутиків, кінотеатр, оператор закладів розваг тощо. У квітні 2008 р. відкрився торговельно-розважальний центр «Материк», який є другим об'єктом даної мережі в Києві, яка контролюється концерном Rainford.

На сьогодні в Києві за підрахунками різних консалтингових компаній функціонує більш ніж 30 торговельних центрів із загальною орендною площею більше 400 тис. кв. м, більшість з яких розташована на правому березі міста, та ще біля 30 проектів знаходиться в процесі реалізації. Введення в експлуатацію декількох масштабних проектів очікується в 2008 році. Диспропорція попиту та пропозиції призвела до надзвичайно високих орендних ставок на торговельну нерухомість. Так, у центрі міста орендні ставки в торговельних центрах досягають 200 дол. США за кв. м, у менш успішних торговельних об'єктах у центрі вони складають 100—150 дол. США за кв. м та біля 50 дол. США за кв. м у торговельних центрах на околицях міста.

У сегменті офісної нерухомості попит на приміщення в професійних офісних центрах також перевищує пропозицію. Кількість офісних будівель у м. Києві за різними підрахунками складає біля 100 об'єктів. При цьому в структурі пропозиції найбільша вага приходить на офісні центри класу В (біля 60 %),

приблизно по 16 % займають офіси класів А та В+ та біля третини складають офіси класу С. Враховуючи співвідношення попиту та пропозиції рівень вакантності офісних площ є низьким (1—3 % для професійних об'єктів). У 2008 році очікується введення в експлуатацію біля 25 офісних об'єктів, що має вивести на ринок значну за обсягом пропозицію офісних приміщень.

Проте навіть при таких високих орендних ставках середня заповнюваність київських торговельних центрів складає 98 %. Враховуючи це, сегмент торговельної нерухомості продовжує залишатися одним з найбільш інвестиційно привабливих. Надалі прогнозується плавне зростання орендних ставок та реалізація масштабніших торговельних проектів.

Приведені вище факти визначають привабливість розробки та реалізації будівельних проектів у сфері комерційної нерухомості, що, окрім іншого, дозволяє використати і більш модерні інструменти проектного фінансування та використання додаткових фінансових важелів підвищення загальної ефективності компанії, яка працюватиме на цьому напрямку. При цьому привабливим видається не тільки локальний ринок м. Києва, але й області в цілому. Поки ж що торговельна нерухомість Київської області представлена старими або ж реконструйованими будівлями та поодинокими новими об'єктами чи приміщеннями на перших поверхах новобудов. Реалізація офісних проектів за межами Києва поки що мало цікавить девелоперів. Проте має перспективу реалізація проектів формату бізнес-парків, що об'єднують офісні, складські та виробничі приміщення, суттєві перспективи має розробка та реалізація проектів логістичних комплексів. Найбільш цікавими для розвитку проектів комерційної нерухомості гравці ринку вважають Бровари, Бориспіль, Обухів, Вишгород тощо.

Традиційно фінансування будівельних проектів здійснюється через емісію облігацій, у першу чергу — цільових безпроцентних облігацій, обсяг емісії яких у за 2005 рік склав 2,4 млрд грн, у 2006 р. — 9,6 млрд грн. Водночас така схема не вирішує усіх проблем, які виникають у забудовника при організації фінансового забезпечення реалізації проекту. Це примушує менеджментів таких проектів здійснювати пошук нових концепцій фінансового забезпечення та інструментів їх реалізації, зокрема, у напрямку використання опціонів (рис. 1.).

Як відомо, опціон — це похідний цінний папір, яких засвідчує право його власника придбати у емітентам стандартизований базовий актив по фіксованій в опціонів ціні — ціні виконання опціону. Таким базовим активом виступатиме певна площа у примі-

щеннях об'єкта, що зводиться в рамках реалізації будівельного проекту, наприклад, — 0,01 кв. м або 0,1 кв. м. Стандартизація базового активу, як того вимагає законодавство відносно опціону, передбачає наявність наперед узгоджених параметрів та характеристик, яким має відповідати майбутня площа.

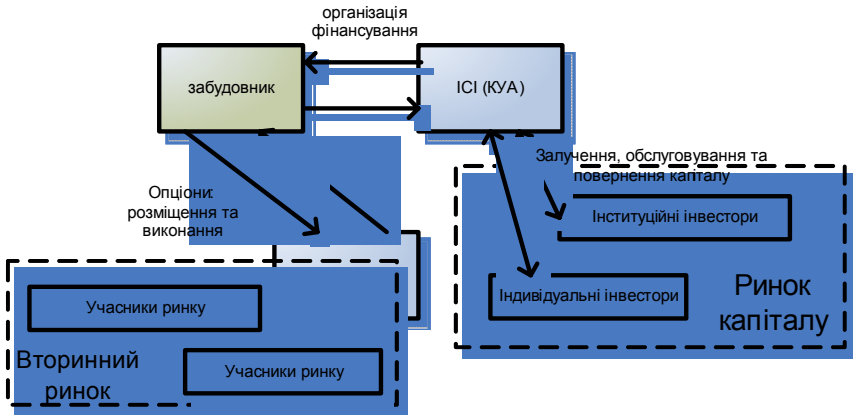


Рис. 1. Місце опціонів у системі фінансового забезпечення будівельного проекту

При цьому використання опціону дозволяє вирішити такі питання:

- можливість залучення кредитних ресурсів на реалізацію бізнес-проекту не обмежується наявними у кінцевого споживача ресурсами;
- фіксація ціни, за якою буде здійснюватися продаж нерухомості;
- покупець опціону отримує право але обов'язок її придбання;
- частина ресурсів залучається інвестором все протягом реалізації проекту як власний прибуток — премія за опціон, яку сплачує покупець при його придбанні під час вторинного розміщення;
- можливість вторинного обігу прав придбання майбутніх площ без впливу на процес фінансування будівельного проекту;
- зміна формату накладних витрат, зокрема, зниження рівня накладних витрат, однак поява нових витрат на розміщення опціонів через професійних організаторів торгівлі (біржу);
- можливості податкового планування, зокрема у частині справляння ПДВ тощо.

Існують і певні обмеження, специфічність яких визначає доцільність використання таких інструментів в орієнтації на комерційну нерухомість, покупцем якої виступатимуть юридичні особи. Особливо це стосується можливостей податкового планування, яке легше всього може бути реалізоване при використанні зазначеної схеми між «близькими» компаніями.

Однак схема використання опціонів пов'язана із певним ціновим ризиком для забудовника. Адже у випадку, коли реальна ціна комерційної нерухомості на момент виконання опціону становитиме величину меншу за ціну його виконання, то забудовник може зіштовхнутися із проблемою відмови від реалізації власником опціону своїх прав, зафіксованих опціоном. Вирішенням цієї проблеми може слугувати об'єктивний перерозподіл частини ціни виконання опціону на його премію (що, серед іншого, зменшить і додаткове навантаження по проекту).

Протилежним варіантом до використання опціонів є включення до системи фінансового забезпечення будівельного проекту стандартизованих закладних, по яких за умови невиконання боргових зобов'язань емітентом (у нашому випадку — забудовником) у їх держателя виникає право погасити свою претензію певною кількістю нерухомості, яка виставлена як забезпечення по таким закладним. Даний інструмент відрізняється від використання простих цільових облигацій та опціонної схеми кількома важливими аспектами:

- по-перше, забудовник зберігає контроль над ціноутворенням до самого завершення реалізації проекту;
- по-друге, до фінансування проекту може бути залучений і інвестор, який безпосередньо не зацікавлений у придбанні нерухомості, однак сприймає її як надійне забезпечення при інвестуванні прибуткових інвестиційних проектів;
- по-третє, може формуватися вторинний ринок закладних, функціонування якого не впливатиме на реалізацію будівельного проекту;
- по-четверте, невиконання кредитних зобов'язань забудовником у грошовій формі і, відповідно, їх погашення в натурі може бути цілком «плановим» і відповідатиме інтересам учасників будівельного проекту.

Загалом, використання похідних інструментів, як тих, що згадані вище, так і інших, створює додаткові можливості фінансового інжинірингу при реалізації будівельних проектів та, через зростання їх загальної результативності, підвищення інвестиційного інтересу до сфери будівництва. Останнє і є безпосереднім інтере-

сом Української держави та суспільства, адже сприятиме створенню додаткових суспільних благ та підвищенню рівня економічної активності в країні в цілому.

IV. Висновки. Результати дослідження дозволяють говорити про порівняно нову концепцію фінансового забезпечення будівельних проектів, який передбачає включення до моделі фінансування похідних інструментів (опціонів або закладних). При цьому така схема фінансування буде прийнятною для будь-якого з регіонів України, проте логіка реалізації такої концепції фінансового забезпечення є більш ефективною при орієнтації на юридичних осіб як кінцевих споживачів продукту, створюваного в рамках будівельного проекту.

Так, включення до моделі фінансування будівельних проектів опціонів на придбання площі у приміщеннях, що зводяться в рамках будівельного проекту, сприятиме вирішенню таких проблемних питань:

- зниження ризиків для кінцевого споживача, у т.ч. за рахунок фіксації ціни викупу площ (ціна виконання опціону);
- можливість формування вторинного ринку для опціонів як стандартизованих контрактів;
- спрощення податкового планування та зниження податкового пресу на учасників будівельного проекту і, як результат, підвищення його прибутковості за того ж рівня цін;
- для забудовника виникає можливість використання інструментів залучення фінансових ресурсів відмінних від цільових облігацій.

При включенні ж до моделі фінансування будівельних проектів закладних як формалізованого інструменту забезпечення боргових вимог інвестора будівельного проекту сприятиме вирішенню таких проблемних питань:

- для забудовника в умовах очікуваного зростання цін привабливим є збереження контролю над ціноутворенням, що дозволяє використання закладної;
- закладні можуть обертатися певними пакетами (сертифікатом на певну кількість закладних) відповідно до планів створення відособлених внутрішніх приміщень;
- низькі накладні витрати організації випуску таких інструментів;
- формування у інвесторів можливості створення вторинного ринку таких закладних;
- для забудовника виникає можливість використання інструментів залучення фінансових ресурсів відмінних від цільових облігацій.

Серед проблемних аспектів, які стримують або можуть стримувати поширення опціонів та закладних, можна назвати лише практична відсутність вітчизняної практики щодо їх використання та «поверхневість» нормативно-правового регулювання фінансово-правових відносин, які виникатимуть між сторонами реалізації будівельного проекту.

Література

1. *Водоп'янова Т. В.* Житлове будівництво в Україні: напрямок соціально-економічного розвитку // Стан і проблеми трансформації фінансів та економіки регіонів у перехідний період: Матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 15 трав. 2003 р. у Хмельниц. ін-ті бізнесу. — Хмельницький, 2003. — С. 214—217.

2. *Кравченко В. І., Паливода К. В.* Фінансування будівництва житла: Новітні тенденції: У 2-х ч. / Міжнародний ін-т фінансів. — К.: Видавничий дім «Києво-Могилянська академія», 2006.

3. Фінансовий менеджмент: Підручник / За редакцією проф. А. М. Поддєрьогіна. — К.: КНЕУ, 2005. — 536 с.

4. *Терещенко О. О.* Фінансова діяльність суб'єктів господарювання. — К.: КНЕУ, 2003. — 554 с.

5. Inderst, Roman and Mueller, Holger M., «Corporate Borrowing and Financing Constraints» (March 2001). GEABA — Discussion Paper No. 01-10

6. John, Kose and Litov, Lubomir P., «Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence» . AFA 2006 Boston Meetings.

7. Mayers, David and Smith, Jr., Clifford W., «Agency Problems and the Corporate Charter» . The Journal of Law, Economics, and Organization, Vol. 21, No. 2, pp. 417—440, 2005.

Стаття надійшла до редакції 30.04.2008