

**ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА» МОН УКРАЇНИ**

На правах рукопису

Заворотній Роман Ігоревич

УДК 332.834.3

**ЗАЛУЧЕНИЙ КАПІТАЛ У ФІНАНСУВАННІ ЖИТЛОВОГО
БУДІВНИЦТВА**

08.00.08 - Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
к.е.н., доц. Павліковський А.М.

Київ-2009

ЗМІСТ

ВСТУП	1
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЗАЛУЧЕНОГО КАПІТАЛУ НА ПІДПРИЄМСТВІ	9
1.1. Сутність та роль залученого капіталу в фінансуванні будівельних компаній	9
1.2. Стан ринку житлового будівництва та фінансові проблеми його розвитку	26
1.3. Види й шляхи формування залученого капіталу підприємств	54
Висновки до розділу 1	80
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ЗАЛУЧЕНОГО КАПІТАЛУ В ФІНАНСУВАННІ ЖИТЛОВОГО БУДІВНИЦТВА	82
2.1. Оцінка кредитоспроможності будівельних підприємств	82
2.2. Мобілізація капіталу на фондовому ринку в житлове будівництво	105
2.3. Управління залученням позикового капіталу в житлове будівництво	123
Висновки до розділу 2	143
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МОБІЛІЗАЦІЇ ЗАЛУЧЕНОГО КАПІТАЛУ В ЖИТЛОВЕ БУДІВНИЦТВО	147
3.1. Раціоналізація структури капіталу будівельного підприємства	147
3.2. Удосконалення кредитування житлового будівництва	160
3.3. Напрями поліпшення мобілізації капіталу на фондовому ринку в житлове будівництво	178
Висновки до розділу 3	205
ВИСНОВКИ	208
ДОДАТКИ	211
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	244

СПИСОК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

ЗКМБПП	Загальна календарна модель будівництва підприємницького проекту
ІСІ	Інститут спільного інвестування
ФОН	Фонд операцій з нерухомістю
ФФБ	Фонд фінансування будівництва
ПФТС	Закрите акціонерне товариство «Перша фондова торгівельна система»
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ДІУ	Державна іпотечна установа
ІРО	Первинне розміщення капіталу (з англ.- initial public offering)
ДКЦПФР	Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку України

ВСТУП

Актуальність теми. Розвиток вітчизняного будівництва в Україні протягом 2000-2008 рр. супроводжувався сприятливою кон'юктурою ринку, що зумовило високу рентабельність будівництва об'єктів як житлового, так і комерційного призначення. Постійне зростання темпів будівництва відбувалося при одночасному подорожчанні земельних ділянок, їх дефіциті в регіональних центрах економічної активності та відповідно - необхідності їх резервування заздалегідь. Вищевказане, а також нестача будівельних матеріалів на ринку і їх поступове подорожчання, зношеність основних засобів та необхідність їх оновлення зумовили зростання потреб будівельних підприємств у значних капіталовкладеннях. Отже, капіталомісткість житлового будівництва при одночасному фінансуванні кількох об'єктів підвищує фінансові ризики та ймовірність виробничих простоїв. Ця проблема набула особливої гостроти в період фінансової кризи 2008-2009 рр., коли вітчизняні будівельні підприємства відчули значний дефіцит у фінансових ресурсах.

Відповідно збалансована за обсягом і вартістю ресурсна база – основна передумова прибутковості, кредитоспроможності та стійкого фінансового стану будівельного підприємства. В умовах економічної кризи ще більше зростає актуальність оцінки впливу ресурсної бази на ліквідність і платоспроможність будівельних підприємств. Особливо гострою є проблема формування довгострокових ресурсів (зважаючи на довготривалість операційного циклу) при обмеженості доступу будівельних підприємств на фондовий ринок. Закритість такого доступу суттєво гальмує нарощування капіталізації підприємств та призводить до зростання попиту на банківські кредити. З причини низької ліквідності майна та рентабельності будівельних підприємств проблемним було їх отримання і в період активного розвитку економіки протягом 2005-2007 рр. Нині банківське кредитування будівельних підприємств можливе лише в дуже малих обсягах та під високу ставку відсотка.

За цих умов розвиток лізингових та інноваційних банківських послуг щодо фінансування будівництва набуває першочергового значення.

Використання будівельними підприємствами залученого капіталу потребує вибору найбільш ефективного варіанту його формування за критеріями обсягів капіталу, його вартості, джерел залучення та ефективності використання. Досягнення цієї мети потребує з'ясування сутності залученого капіталу, дослідження управління ним у складі фінансових ресурсів і дозволяє максимально раціоналізувати стратегію розвитку будівельного підприємства.

Урегулювання вказаних проблем вимагає вдосконалення організації формування фінансових ресурсів будівельних підприємств, а отже, зумовлює необхідність їх дослідження.

Проблеми формування і використання фінансових ресурсів будівельних підприємств досліджуються у працях таких вітчизняних науковців: Білик М.Д., Вахович І.В., Колесніков О.В., Крикун К.В., Любунь О.С., Майорова Т.В., Нам Г.Г., Павліковський А.М., Пересада А.А., Поручник А.М., Роготин П.С., Симіонов Ю.Ф., Степанов І.С., Шелудько Н.М. Вплив залучених у виробництво на основі лізингу основних засобів на результати фінансово-господарської діяльності та загальний фінансовий стан підприємства ґрунтовно досліджений Азріліяном А.Н., Бланком І.О., Васильєвим Н.М., Гребельним В.І., Гриньовою В.М., Катиріним С.Н., Саблуком Р.П., Тавасієвою А.М., Шелудько В.М., Шульгою Н.П. Структура фінансових ресурсів підприємства та його інвестиційний потенціал досліджуються в наукових працях таких зарубіжних економістів, як Брігхем Ю. й Гапенські Л., Ван Хорн Дж., Дамода-ран А., Вахович Д., Ковальов В.В., Хеддервік К. та ін.

Переважає більшість вказаних авторів вивчає питання структури джерел формування капіталу підприємств. Зокрема, Бланк І.О. і Нам Г.Г. конкретизують структуру фінансових ресурсів, що залучаються на фінансовому ринку. Проте, вивчення проблем, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів у будівництво, не отримало достатнього розвитку в роботах вітчизняних та зарубіжних науковців. Зокрема, це стосується тих будівельних підприємств,

які пов'язані між собою не лише господарськими процесами, а й виступають об'єднаною групою підприємств як консолідований учасник певного сектора економіки (наприклад, будівельні трести «Київміськбуд-1 ім. М.П. Загороднього», «Кримрембудтрест», «Донецькзалізобетонбуд» та спільні будівельні підприємства).

Отже, проблеми формування фінансових ресурсів будівельних підприємств потребують подальших досліджень, особливо з урахуванням реалій української економіки, що і зумовило вибір теми дисертаційного дослідження.

Зв'язок роботи із науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження виконане в рамках комплексної наукової теми кафедри фінансів підприємств ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» «Напрями фінансового оздоровлення суб'єктів підприємництва в умовах ринкової економіки» (номер державної реєстрації 0101U004358). Мета автора при виконанні цього завдання полягала у розробці рекомендацій з удосконалення фінансової та інвестиційної діяльності будівельних підприємств для забезпечення максимально ефективного фінансування операційних процесів.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є дослідження сутності залученого капіталу в складі фінансових ресурсів будівельних підприємств, оцінка управління ним та розробка пропозицій щодо підвищення ефективності його використання. Досягнення цієї мети зумовлює необхідність вирішення таких завдань:

- уточнити сутність та з'ясувати роль залучених ресурсів у фінансуванні житлового будівництва;
- оцінити розвиток житлового будівництва в Україні та виявити його фінансові проблеми;
- проаналізувати структуру капіталу вітчизняних будівельних підприємств та оцінити її упорядкованість;

- оцінити фінансовий стан та кредитоспроможність будівельних підприємств;
- визначити шляхи додаткового залучення фінансових ресурсів у житлове будівництво;
- дослідити процес залучення будівельними підприємствами фінансових ресурсів на фондових ринках України та за кордоном;
- оцінити ефективність залучення будівельними підприємствами основних засобів на умовах фінансового лізингу;
- доповнити класифікацію вимог кредиторів до будівельних підприємств.

Об'єктом дослідження є залучені фінансові ресурси у житловому будівництві.

Предметом дослідження виступають економічні відносини між будівельними підприємствами та іншими суб'єктами господарювання з приводу залучення фінансових ресурсів у житлове будівництво.

Методи дослідження. Вирішення обраних науково-практичних завдань побудоване на сукупності загальнонаукових та специфічних прийомів і методів проведення комплексних досліджень. Як основний метод наукового пізнання в процесі дослідження широко застосовується діалектико-системний підхід, згідно з яким усі процеси розглядаються у взаємозв'язку та активному розвитку. На цьому ґрунтується аналіз поточного розвитку вітчизняного будівництва; цим визначається тісний взаємозв'язок будівництва із діючими механізмами фінансового ринку.

Історичний підхід, що сприяло реалізації концептуальної єдності дослідження, використано при підготовці першого розділу роботи. При розробці класифікації кредиторських вимог до будівельних підприємств застосовано методи групування, конкретизації, аналогії та логічний підхід.

Методи емпіричного аналізу та логічного синтезу, також найбільш вживані методи економічної статистики: порівняння, групування, графічний метод та метод поелементного аналізу – використано у другому розділі робо-

ти при аналізі кредитоспроможності вітчизняних будівельних підприємств. Оцінювання впливу залучення основних засобів (на умовах фінансового лізингу) на технічну надійність житлового будівництва стало можливим завдяки застосуванню методів економіко-математичного моделювання. Економіко-математичне моделювання, хоч і не вирішує завдань всебічного аналізу поставленої проблеми, проте, є ваговою складовою її комплексного дослідження.

Інформаційна база дослідження. Достатня глибина дослідження та обґрунтованість висновків автора зумовлені тим, що їх теоретичною та методологічною основою виступають основні положення економічної теорії, праці вітчизняних і зарубіжних науковців з даної проблематики, відповідні нормативно-правові акти, статистичні дані Федеральної резервної системи США і МВФ.

Наукова новизна одержаних результатів. В дисертаційній роботі поглиблено теоретичне підґрунтя сутності і значення залучених ресурсів у господарській діяльності підприємства, здійснене комплексне дослідження залучення й використання фінансових ресурсів у житловому будівництві. Основні теоретичні та практичні його результати представляють наукову новизну і полягають у наступному:

вперше:

- обґрунтовано доцільність кредитування будівельних підприємств під зведення житла при зниженні відсоткової ставки відповідно до зростання ступеня завершеності будівництва, що дозволить досягти економії коштів позичальника на вартості кредиту в разі дострокового закінчення об'єкта, призведе до зниження ризиків банків-кредиторів і підвищить їх мотивацію до кредитування;
- запропоновано створення банківськими установами лізингової компанії з активами в формі будівельного обладнання, раніше відчуженого у недобросовісних позичальників, що надасть банкам можливість його реалізу-

вати та підвищить мотивацію банків до кредитування будівельних підприємств під заставу їх основних засобів;

удосконалено:

- класифікацію фінансових потреб будівельного підприємства та можливих вимог кредиторів щодо їх забезпечення. Здійснене в роботі уточнення зазначеної класифікації дозволить виділити першочергові потреби для конкретного підприємства і розробити ефективну стратегію формування та використання його фінансових (у т.ч. залучених) ресурсів;

- методичні засади раціоналізації запозичень відповідно до гранично прийняттого значення коефіцієнту автономії та ефекту фінансового важеля, що дозволить сформуванню структури капіталу, відповідну максимальній рентабельності власного капіталу будівельного підприємства;

дістало подальшого розвитку:

- уточнено сутність поняття «залучений капітал підприємства» як фінансові ресурси, отримані підприємством із зовнішніх джерел на умовах боргу або майнової участі (через емісію акцій, шляхом корпоративного злиття/поглинання, а також субпідрядних відносин) для покриття нагальних фінансово-господарських потреб;

- доведено на основі економіко-математичного моделювання зростання технічної надійності процесу будівництва і відповідне зниження пов'язаних із ним господарських ризиків внаслідок залучення додаткових основних засобів на умовах лізингу;

- досліджено мотивацію власників вітчизняних будівельних підприємств щодо невиходу їх на організований фондовий ринок, що обмежує можливості залучення ними довгострокових фінансових ресурсів. Обґрунтовано доцільність первинного розміщення капіталу будівельних підприємств на вітчизняному та зарубіжних фінансових ринках, що дозволить суттєво збільшити їх капіталізацію, визначено поточні умови й перспективи подібного розміщення;

- доведено ефективність корпоративного поглинання із використанням позикових ресурсів (Leveraged Buyout, LBO), що дозволить будівельним підприємствам нарощувати виробничі потужності через консолідацію активів за умов поточного дефіциту власних коштів.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні положення й висновки дисертаційної роботи поглиблюють теоретичні надбання з сутності залученого капіталу підприємства, його джерел та методів збільшення, а методичні й науково-практичні рекомендації дозволяють здійснити обґрунтоване дослідження його впливу на фінансовий стан й прибутковість підприємства і реалізувати конкретні заходи щодо ефективного формування й розподілу залучених ресурсів у житловому будівництві.

Методичні інструментарії щодо формування залучених фінансових ресурсів будівельних підприємств впроваджені в практику роботи державної будівельної корпорації «Укрбуд» (довідка №07-1 від 11.01.2009), ЗАТ «Лігобуд» ПБК «Укрмонолітспецбуд» (довідка №917-10 від 03.06.2009), ЗАТ МЖК «Оболонь» (довідка №1031 від 06.03.2009), КП «Ватутінськінвестбуд» (довідка №10-181 від 07.02.2009), КП «Дирекція реставраційно-відновлювальних робіт» (довідка №068/01-338 від 29.09.2009), ТОВ «Дока» (довідка №301/вих. від 27.03.2009), Головному управлінні капітального будівництва м.Києва (довідка №068-1126/0.1 від 08.10.2009) та в Державній судовій адміністрації України (№17-3676/09 від 29.05.2009). Крім того, результати дослідження пройшли апробацію в навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка від 11.05.2009).

Особистий внесок автора. Наукові результати, викладені в дисертаційній роботі, пропозиції та рекомендації є особистими розробками автора.

Апробація результатів дослідження. Основні положення дисертаційного дослідження, що містять наукову новизну, оприлюднено на таких міжнародних науково-практичних конференціях: «Удосконалення економічних структур будівельної галузі в умовах трансформації економіки України до

ринкових умов» (м. Харків, 2005 р.), «Сучасний стан та проблеми інноваційного розвитку держави» (м. Луцьк, 2006 р.), «Теорія і практика економіки й підприємництва» (м. Алушта, 2007 р.), «Фінанси, грошовий обіг і кредит в підвищенні добробуту населення України» (м. Коктебель, 2008 р.), всеукраїнській науково-практичній конференції «Розвиток фінансової системи України в умовах ринкових трансформацій» (м. Вінниця, 2006 р.), «Пріоритети національного економічного розвитку України в контексті глобалізаційних викликів: стан, проблеми, перспективи» (м. Київ, 2008 р.), «III Міжнародна науково-практична конференція аспірантів і студентів» (м. Луцьк, 2009 р.).

Публікації. За темою дисертаційної роботи опубліковано 16 наукових праць, серед них 10 статей – у наукових журналах і збірках наукових праць, 6 публікацій – у матеріалах наукових конференцій. Загальний обсяг публікацій – 3,24 д.арк.

Структура й обсяг роботи. Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів і висновків. Загальний обсяг дисертації складає 210 сторінок тексту. Список використаних джерел із 174 найменувань наведено на 15 сторінках, 16 додатків – на 32 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЗАЛУЧЕНОГО КАПІТАЛУ НА ПІДПРИЄМСТВІ

1.1. Сутність та значення залученого капіталу в фінансуванні будівельних підприємств

З'ясування сутності поняття «залучений капітал підприємства» та відповідних шляхів його формування дозволяє максимально оптимізувати стратегію господарського розвитку економічних суб'єктів, виходячи з обмежень обсягів капіталу, джерел його формування та ефективності господарського розподілу (використання). При цьому відправною точкою розвитку підприємства виступає наявна матеріально-фінансова база, а його каталізатором – капітал, що у подальшому залучається (мобілізується) на фінансовому ринку. Тому, на нашу думку, в узагальненому сенсі, залучений капітал можна представити як всі фінансові ресурси, що мобілізуються підприємством на фінансовому ринку з метою забезпечення подальшого розвитку.

Теоретичне й практичне наукове підґрунтя проблеми формування ресурсів будівельних компаній складають праці таких вчених, як Степанов І.С., Симіонов Ю.Ф., Крикун К.В., Колесніков О.В., Роготин П.С., Вахович І.В. Вплив ресурсів, залучених у виробництво на основі лізингу, на результати фінансово-господарської діяльності та загальний фінансовий стан підприємства ґрунтовно досліджений Бланком І.О., Васильєвим Н.М., Саблуком Р.П., Тавасієвою А.М., Катиріним С.Н., Шелудько В.М., Шульгою Н.П., Гребельним В.І., Гриньовою В.М. та Азріліяном А.Н. Дослідженню структури ресурсів підприємства та його інвестиційному потенціалу присвячені найбільш фундаментальні наукові праці зарубіжних економістів А.Дамодарана, Бріггема Ю. й Гапенські Л., Ван Хорна Дж. і Ваховича Дж., Хеддервіка К., Ковальова В.В. та ін.

Основні елементи досліджень вказаних авторів зі структури капіталу наведено у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Концепції погляду на залучений капітал як економічну категорію

Автор	Виділення категорії «залучений капітал»	Аналіз власного і позикового капіталу	Основні позиції аналізу структури капіталу
Бланк І.О.	+	+	Усебічний аналіз концептуальних, методологічних та стратегічних основ формування й управління фінансовими ресурсами підприємств. Не дається чітке визначення поняття «залучений капітал». Проте, науковцем розроблений алгоритм стратегії формування фінансових ресурсів підприємства. При цьому одним з етапів процесу формування ресурсів виступає можливість «залучення підприємством власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел (через додаткову емісію акцій, залучення додаткового пайового капіталу тощо)» [14, с. 191], а наступним етапом «визначаються можливості залучення в інвестиційних цілях довгострокового позикового капіталу». Науковцем систематизовано основні переваги й недоліки, притаманні власному й позиченому капіталу підприємства [14, с.458].
Брігхем Ю., Гапенські Л.	-	+	Аналіз структури капіталу лише з позицій вартості його власних і позикових складових [19, с.163].
Ван Хорн Дж., Вахович Д.	-	-	Сутність позикового капіталу не розглядається. Оцінюється лише борговий потенціал компанії (debt capacity) [21, с. 575]. Структура капіталу розглядається з позиції чистого операційного прибутку (net operating income approach) [21, с. 623]. «Боргове фінансування» є методом зниження загальної вартості капіталу компанії, що загалом дозволяє підвищити доходність капіталу акціонерів [21, с. 625]. Традиційний підхід до структури капіталу направлений на її оптимізацію і потенційну здатність керівництва підвищити сукупну вартість компанії через раціональне застосування «фінансового важеля» [21, с. 626].
Дамодаран А.	-	+	Складові структури капіталу підприємства характеризуються лише з позицій усіх існуючих методик оцінки їх вартості. Науковцем також узагальнено фінансові характеристики та можливості розпорядження, притаманні власному і позиковому капіталу підприємства [31, с.301].
Ковальов В.В.	-	+	Систематизація ключових розбіжностей у характеристиках власного і позикового капіталу (таких як вартість й очікувана доходність), а також правах власників цього капіталу [66, с. 830].
Нам Г.Г.	-	+	Упорядковано джерела формування фінансових ресурсів підприємств за усіма ознаками. Ресурси, мобілізовані на фінансовому ринку, включають надходження від емісії акцій, облігацій та інших цінних паперів, а також кредитні інвестиції [107, с. 11].
Хеддервік К.	-	-	Капітал компанії зазвичай формується через залучення позик і продаж акцій. Ці джерела називаються відповідно кредиторською заборгованістю і капіталом, а їх співвідношення – коефіцієнтом структури капіталу, або гірінгом [156, с. 92].

Джерело: таблицю розроблено автором.

Таблиця свідчить, що питання структури капіталу підприємств є достатньо розробленим у працях багатьох науковців. Ними виділяються основні

складові структури ресурсів, залучених на фінансовому ринку, зокрема Бланком І.О. й Намом Г.Г. Водночас жоден з науковців не дає визначення залученого капіталу як окремого фінансового поняття. При цьому найзначнішу частину наукових досліджень щодо складових залученого капіталу представляють праці Бланка І.О. [12; 13; 14]. Він, як й інші вчені, із загальної структури ресурсів підприємства не виокремлює поняття «залучений капітал», а лише аналізує концептальні, методологічні й стратегічні основи формування та управління фінансовими ресурсами підприємств, у тому числі позиковими. Разом із тим, Бланк І.О. не визначає перелік можливих напрямів формування залучених ресурсів підприємства.

Як зазначалося вище, в узагальненому сенсі, залучений капітал являє собою всі фінансові ресурси, що мобілізуються підприємством на фінансовому ринку з метою забезпечення подальшого розвитку. Розуміючи основні шляхи його формування, можна вивести уточнене визначення цієї категорії відносно до будівельної сфери, що виступає інформаційною базою дисертаційного дослідження. Тому, виходячи з надбань світового досвіду, виведемо основні шляхи формування залученого капіталу будівельними підприємствами:

- кредитування,
- випуск і розміщення боргових або деривативних цінних паперів,
- накопичення кредиторської заборгованості за товари (послуги) та інших поточних зобов'язань по розрахунках,
- емісія (у т.ч. додаткова) і розміщення власних акцій,
- корпоративне злиття або поглинання (Merger & Acquisitions, M&A),
- залучення інших підприємств у незавершене будівництво на умовах субпідряду (через уступку майнових прав за будівельним договором або сумісну діяльність на основі відносин замовника будівництва й землекористувача).

Залучення інших підприємств у незавершене будівництво на умовах субпідряду не суперечить наведеному визначенню залученого капіталу, оскільки передбачає майнову участь у реалізації спільних проектів (тобто в спі-

льній власності). Корпоративне злиття має сутність, подібну до вищезазначеної.

В світовій практиці поняття «залучений капітал» не є чітко відокремленим, тому надамо власне визначення: «Залучений капітал – це фінансові ресурси, що отримуються підприємством із зовнішніх джерел на умовах боргу або майнової участі (через емісію акцій, шляхом корпоративного злиття/поглинання, а також субпідрядних відносин) для покриття нагальних фінансово-господарських потреб». Таким чином, залучений капітал підприємства складають залучені власні та позикові фінансові ресурси. Наведемо основні наукові погляди щодо структури залученого капіталу підприємства.

Як зазначалося, позиковий капітал підприємства складає його залучені ресурси і формується через мобілізацію кредитних ресурсів або розміщення боргових цінних паперів. Кредит як основна складова позикового капіталу є найбільш вивченою фінансовою категорією. Йому відведене місце в більшості існуючих підручників та монографій з банківської справи, корпоративних фінансів, фінансового менеджменту та інших економічних дисциплін [9, 10, 12, 13, 14, 31, 78, 79, 107, 151 та ін.]. На думку К.Т. Кривенка, кредит є основною формою руху позикового капіталу [77, с. 184]. Кредит характеризує відносини між кредитором і позичальником та при цьому забезпечує перетворення вільного грошового капіталу в позичковий.

Кредит (від лат. *creditum* – позика, борг) – угода між партнерами (фізичними та юридичними особами) про надання у власність майна або грошей іншій особі на умові відстрочки повернення такої ж вартості з виплатою проценту [36, с. 173].

Основне призначення кредиту в ринковій економіці обумовлене сутністю капіталу й основними закономірностями його кругообігу в процесі відтворення. Кредитування активізує процеси руху тимчасово вільного капіталу від його власників до інших господарюючих суб'єктів, які його потребують. В політекономічному аспекті кредит розглядається як еластичний механізм, призначений для переходу вільного капіталу з одних секторів економіки в інші та врівноваження норми прибутку між ними. Кредит виступає однією з основних передумов зростання індивідуального капіталу. Це підтверджує за-

цікавленість інвесторів розміщати (позичати) тимчасово вільні активи, тим самим забезпечуючи їх подальше зростання та уберігаючи від інфляційного знецінення. Отже, завдяки кредиту досягається виконання наступних функцій [77, с. 184]:

- акумулює і мобілізує грошовий капітал;
- перерозподіляє грошовий капітал;
- сприяє скороченню витрат обігу;
- прискорює концентрацію і централізацію капіталу у позичальника.

З точки зору фінансів підприємств, на думку Білик М.Д., позиковий капітал - це частка вартості майна підприємства, сформованого за рахунок зобов'язань, які в майбутньому мають бути погашені [10, с.187].

Бланк І.О. визнає, що використання позикового капіталу дозволяє підприємству розширити обсяги господарської діяльності, прискорювати формування різних цільових фінансових фондів і, як результат, забезпечити зростання ринкової вартості підприємства [12, с. 555]. З метою спрощення управління залученими ресурсами науковець наводить наступну їх класифікацію (див. табл. 1.2):

Таблиця 1.2

Класифікація позикових коштів за певними ознаками

Класифікація позикових коштів	
За цілями залучення	— позикові кошти, що залучаються для забезпечення відновлення необоротних активів; — позикові кошти, що залучаються для поповнення оборотних активів; — позикові кошти, що залучаються для задоволення інших господарських або соціальних потреб.
За джерелами залучення	— позикові кошти, що залучаються з зовнішніх джерел; — позикові кошти, що залучаються з внутрішніх джерел (поточні зобов'язання по розрахунках).
За періодом залучення	— позикові кошти, що залучаються на короткостроковий період (до 1 року); — позикові кошти, що залучаються на довгостроковий період (більше за 1 рік).
За формою залучення	— позикові кошти, що залучаються у грошовій формі (фінансовий кредит); — позикові кошти, що залучаються у формі обладнання (фінансовий лізинг); — позикові кошти, що залучаються у товарній формі (товарний або комерційний кредит); — позикові кошти, що залучаються в інших матеріальних або нематеріальних формах.
За формою забезпечення	— незабезпечені позикові кошти; — позикові кошти, забезпечені поручительством або гарантією; — позикові кошти, забезпечені заставою.

Джерело: [12, с. 557]

Представлена класифікація з-поміж існуючих, на нашу думку, є найбільш загальною і повною. Вона є справедливою для будь-якої сфери діяльності і може виступати основою для розробки інвестиційної стратегії підприємства через залучення позикових активів.

Власний капітал в політекономії не відокремлюється від капіталу як одного з факторів виробництва, проте, окремо характеризується категорія «позикового капіталу». Зокрема, Єрмішин П.Г. виділяє капітал як блага, використання яких дозволяє нарощувати виробництво майбутніх благ. К.Маркс визначає капітал як вартість, що приносить додаткову вартість [174]. Проте, Мочерний С.В. виділяє категорію «позикового капіталу» як грошовий капітал, власник якого (кредитор) надає його іншим особам на певний термін у користування за заздалегідь обумовлену плату [36, с. 256].

А.Дамодаран, як і Бланк І.О., не дає визначення поняття «залучений капітал», але в процесі аналізу фінансової звітності підприємств різних сфер економіки розглядає основні методики оцінки його вартості [31, с. 897]. При цьому вчений наводить приклади визначення вартості (ціни) основних складових залученого капіталу – відповідно залученого власного і боргового. Під залученим власним капіталом розуміється вартість пайових цінних паперів (акцій), що реалізовані іншим суб'єктам господарювання. Борговий капітал, який науковець ототожнює з позиковим, являє собою усі непокриті зобов'язання фірми (пасиви), представлені у бухгалтерському балансі [31, с.282]. Ототожнюючи борговий капітал із позиковим, А.Дамодаран в інтересах проведення аналізу боргового капіталу виключив деякі зобов'язання. До них належать рахунки до сплати (тобто дебіторська заборгованість) та комерційні кредити постачальника, тобто ті, що не передбачають сплату відсотків [31, с. 283]. Крім того, при оцінці боргового капіталу вчений враховує вартість операційної оренди як такої, що створює для фірми змішані зобов'язання та забезпечує ту ж суму податків до сплати, що й відсоткові платежі за боргом. Водночас відокремлена оцінка вартості сукупного залученого

капіталу як середньозваженого коефіцієнта двох вищезазначених економічних складових вченим не проводиться.

Білик М.Д. [10, с. 159] приводить у відповідність до чинних вітчизняних стандартів бухгалтерського обліку та уточнює складові позикового капіталу, які не були враховані А. Дамодараном в процесі оцінки вартості такого. Це кредиторська заборгованість і поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом, з одержаних авансів, з позабюджетних платежів, зі страхування, з оплати праці, із внутрішніх розрахунків тощо. У складі джерел формування майна суб'єктів господарювання М.Д. Білик також аналізує кредитні зобов'язання.

А.Дамодараном також вивчалися основні характеристики складових залученого капіталу в складі пасивної частини балансу підприємства. Проте, на відміну від змісту табл. 1.2, науковець зводить переваги й недоліки в характеристиках, притаманних обом складовим залученого капіталу (див. табл.1.3):

Таблиця 1.3

Основні характеристики позикового й залученого власного капіталу
як пасивів балансу

Вид капіталу	№	Характеристики
Позиковий капітал.	1.	Фіксовані вимоги до грошових потоків.
	2.	Незначна роль менеджменту або її відсутність.
	3.	Фіксовані терміни погашення.
	4.	Не підлягають оподаткуванню.
Залучений власний капітал.	1.	Залишкові вимоги до грошових потоків.
	2.	Значна роль менеджменту.
	3.	Обмежений термін обігу.

Джерело: [31, с.301]

Як можна бачити, позикові ресурси відрізняються від залученого власного капіталу обмеженням, чітко визначеним терміном обігу. Крім того, залучені пасиви на відміну від власного капіталу, сформованого за рахунок компанії, мають власну вартість і значно вищий ступінь економічної ризиковості.

З наведених в табл. 1.2 характеристик Бланк І.О. виділяє головні переваги й недоліки, притаманні двом основним складовим структури капіталу

підприємства – власним та позиковим фінансовим ресурсам. Виходячи зі зазначених науковцем фінансових характеристик складових структури капіталу, складемо в табл. 1.4 найбільш повний перелік фінансових вад і переваг залученого власного (капіталу, мобілізованого на фінансовому ринку шляхом додаткової емісії та продажу власних акцій) і позикового капіталу будівельних підприємств – складових залученого капіталу будь-якого підприємства.

Таблиця 1.4

Основні фінансові переваги й недоліки, притаманні складовим залученого капіталу підприємства

Види капіталу.	№	Переваги.	№	Недоліки.
Залучений власний капітал.	1.	Відносна простота залучення. Єдиною складністю є отримання згоди інших власників на збільшення статутного капіталу.	1.	Підвищення ймовірності рейдерського поглинання компанії, втрати самостійності менеджменту в процесі подальшого управління компанією.
	2.	Висока здатність генерування прибутку у будь-яких цільових сферах діяльності.	2.	Обмеженість обсягу залучення фінансових ресурсів для розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства на окремих етапах його життєвого циклу.
	3.	Забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, зниження ризику банкрутства.	3.	Висока вартість (порівняно до альтернативних позикових джерел формування капіталу, а також сукупний критерій необхідності сплати дивідендів акціонерам, обмеженості керування компанією тощо).
			4.	Неможливе забезпечення перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності підприємства над економічною.
			5.	Складність процедури залучення.
Позиковий капітал.	1.	Широкі можливості залучення (особливо при наявності надійного забезпечення та високого кредитного рейтингу підприємства).	1.	Ризик зниження фінансової стійкості та втрати платоспроможності, пропорційний до зростання питомої ваги позикового капіталу.
	2.	Забезпечує зростання фінансового потенціалу підприємства й темпів обсягів його господарської діяльності.	2.	Генерує меншу норму прибутку за рахунок виплат за користування позиковим капіталом.
	3.	Низька вартість за рахунок зниження податкової бази на суму витрат з обслуговування позикового капіталу.	3.	Висока залежність вартості позиченого капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку.
	4.	Здатність генерувати приріст фінансової рентабельності.	4.	Складність процедури залучення.

Джерело: [14, с. 458]

Табл. 1.4 свідчить, що підприємство, яке не використовує позиковий капітал, має найвищу фінансову стійкість (коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але обмежує темпи власного стратегічного розвитку (не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку) та не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал [14, с. 459]. З іншого боку, підприємство, яке використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал свого стратегічного розвитку (за рахунок формування додаткового обсягу активів) та можливості приросту фінансової рентабельності діяльності, однак, більшою мірою генерує фінансовий ризик та загрозу банкрутства (які зростають підчас збільшення питомої ваги позикових ресурсів) [14, с.460].

Бланк І.О. визнає, що використання позикового капіталу дозволяє підприємству розширити обсяги господарської діяльності, прискорювати формування різних цільових фінансових фондів і, як результат, забезпечити зростання ринкової вартості підприємства [12, с. 555]. Кірейцев Г.Г. виділяє основні відмінності, притаманні власному і позиковому капіталу щодо прав його власників (див. табл. 1.5):

Таблиця 1.5

Відмінності власного й позикового капіталу щодо прав його власників

Власний капітал	Позиковий капітал
Повне або обмежене право голосу, яке залежить від змісту установчих документів.	Відсутнє право голосу.
Право на відшкодування кредитів виникає тільки після виконання зобов'язань з позикового капіталу.	Має беззаперечне право вимагати відшкодування кредиту згідно з умовами, записаними у фінансових документах.
Виплати здійснюються у вигляді відсотків або дивідендів тільки в тому випадку, якщо підприємство приносить прибуток.	Виплата передбачених в позикових зобов'язаннях відсотків обов'язкова незалежно від результатів господарської діяльності.

Джерело: [151, с.261]

Як свідчить таблиця, беззаперечність права вимагати від позичальника відшкодування за позичений капітал забезпечує кредиторів меншу ризикованість таких ресурсів порівняно до інвестицій в акції інших емітентів (тобто фінансування власного капіталу інших підприємств). Отже, в процесі розроб-

ки стратегії залучення додаткових активів фінансовому менеджменту підприємства необхідно керуватися специфічними характеристиками та фінансовими ризиками, притаманними кожному виду капіталу, а також ринковою вартістю необхідних активів.

Дефіцит власних коштів у фінансуванні операційних процесів будівельних підприємств обумовлює потребу в додатковому капіталі. Отже, підприємства змушені виходити на фінансовий ринок і залучати кредитні й інвестиційні ресурси. Залучений таким чином капітал використовується для погашення зобов'язань перед іншими кредиторами компаній.

Кредиторами можуть виступати будь-які економічні суб'єкти. Відповідно їх фінансові вимоги стосуються будь-якого з трьох основних видів звичайної діяльності будівельних підприємств: операційної, фінансової або інвестиційної. Згідно зі ст. 1 Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» [112] кредитором є «юридична або фізична особа, яка має у встановленому порядку підтверджені документами вимоги щодо грошових зобов'язань до боржника, щодо виплати заборгованості із заробітної плати працівникам боржника, а також органи державної податкової служби та інші державні органи, які здійснюють контроль за правильністю та своєчасністю справляння податків і зборів (обов'язкових платежів)». Наведене визначення є універсальним для господарюючих суб'єктів щодо ідентифікації сторін як кредитора та боржника.

Зокрема, класифікація кредиторів суб'єктів господарювання на кредитному ринку розроблена Крикун К.В. Кредитування суб'єктів господарської діяльності за кредиторами поділяється на державне, банківське та взаємне (кредиторами виступають підприємства або фізичні особи) [78, с. 120]. Виокремимо із загальної схеми суб'єктів ринку кредитних ресурсів, запропонованої Крикуном К.В., тих учасників, що можуть виступати кредиторами будівельних підприємств, і впорядкуємо їх класифікацію (див. рис. 1.1.):



Рис. 1.1. Кредитори будівельних підприємств на кредитному ринку.

Джерело: [78, с. 120].

До вищенаведеної схеми нами не включені державні органи влади як учасники кредитних відносин. Це пояснюється тим, що за ринкової економіки державні механізми впливу на розвиток будівельної сфери обмежуються наданням податкових пільг або дотаціями окремим комунальним будівельним підприємствам. Зазначені методи державного впливу не належать до сфери кредитних відносин.

Зазначені на рис. 1.1 кредитори характеризують залучення будівельними підприємствами лише позикового капіталу. Тому вирішення завдань управління залученим капіталом потребує уточнення вимог кредиторів по усіх операціях будівельного підприємства. Це пояснюється тим, що додатковий капітал може залучатися у будівництво під забезпечення усіх можливих господарських потреб. При цьому виділення першочергових потреб для кожного індивідуального підприємства дозволяє розробити максимально ефективну стратегію формування і використання його фінансових (у т.ч. залучених) ресурсів.

Вимоги кредиторів щодо операційної діяльності підприємства можуть класифікуватися залежно від витрат, які здійснюються в процесі реалізації будівельного проекту. Крикун К.В. виокремлює шість основних видів таких поточних витрат [79, с. 55]. Зміст усіх витрат будівельних компаній та співставлення з можливими кредиторами по їх забезпеченню надано в таблиці 1.6.

Таблиця 1.6

Фінансові потреби будівельних підприємств та відповідні вимоги кредиторів
щодо їх забезпечення

№ п/п	Види витрат	№ п/п	Кредитори
1	2	3	4
1.	<i>Витрати з операційної діяльності.</i>		
1.1.	Витрати на організацію будівельного виробництва.	А.	Державні органи дозвільної системи будівництва та ті, що відають виділенням земельних ділянок під забудову.
		Б.	Фірми-постачальники матеріалів, сировини, енергоносіїв, робіт на умовах субпідряду.
		В.	Персонал підприємства (при оплаті праці та відраджень).
		Г.	Державні податкові органи (при справлянні податків, наприклад, податку на прибуток, транспортного збору тощо).
		Ґ.	Державний фонд соціального страхування на випадок безробіття та тимчасової непрацездатності (щодо відрахувань та утримань із зарплати працівників).
		Д.	Державний пенсійний фонд (щодо відрахувань та утримань із зарплати працівників).
		Е.	Страхові компанії (страхування будівельного обладнання).
1.2.	Витрати на управління виробництвом.	А.	Топ-менеджмент будівельної компанії (при оплаті праці та здійсненні інших адміністративних видатків).
1.3.	Витрати на контроль виробничих процесів.	А.	Фірми-постачальники обладнання, необхідного для належного функціонування планово-фінансового та аудиторського підрозділів підприємства.
		Б.	Планово-фінансовий та аудиторський підрозділи підприємства як центри фінансової відповідальності.
		В.	Аудиторські компанії, які працюють на контрактних умовах.
1.4.	Витрати на особливості технології.	А.	Фірми-постачальники матеріалів, сировини, енергоносіїв, робіт на умовах субпідряду.
		Б.	Внутрішній підрозділ або зовнішні проектні, науково-дослідні організації.
		В.	Фірми, що забезпечують необхідну кваліфікаційну підготовку персоналу будівельних компаній з засвоєння необхідних виробничих технологій.

Продовження таблиці 1.6

1	2	3	4
1.5.	Витрати на забезпеч. якості будівельно-монтажних робіт.	А.	Підрозділи контролю якості та матеріального постачання.
1.6.	Витрати на реалізацію будівельної продукції.	А.	Засоби масової інформації та рекламні компанії.
		Б.	Агенції нерухомості та зовнішні девелопери (на умовах здійснення комісійних виплат).
2.	Витрати з фінансової діяльності		
2.1.	Витрати, пов'язані з погашенням залучених кредитів.	А.	Державні та комерційні банки.
		Б.	Інвестиційні фонди.
		В.	Недержавні пенсійні фонди.
		Г.	Страхові компанії.
		Ґ.	Лізингові компанії.
		Д.	Компанії-кредитори при умові залучення товар. кредиту
		Е.	Фізичні особи тощо.
2.2.	Витрати, пов'язані зі сплатою дивідендів, купонного дисконту або своєчасного викупу цінних паперів власної емісії.	А.	Державні та комерційні банки.
		Б.	Інвестиційні фонди.
		В.	Недержавні пенсійні фонди.
		Г.	Страхові компанії.
		Ґ.	Лізингові компанії.
		Д.	Міськдержадміністрації, Міністерство фінансів, Фонд державного майна України тощо.
		Е.	Фізичні та юридичні особи, які не відносяться до вищенаведених суб'єктів, але виступають покупцями іпотечних облігацій та сертифікатів.
2.3.	Сплата комісійних підприємствами щодо забезпечення емісії власних цінних паперів та їх розміщення серед інвесторів.	А.	Державні та комерційні банки.
		Б.	Рейтингові агенції (плата за присвоєння кредитних рейтингів серіям власних цінних паперів).
2.4.	Витрати на погашення зобов'язань комунальних будівельних компаній щодо викупу цінних паперів власної емісії.	А.	Міськдержадміністрації, Міністерство фінансів, Фонд державного майна України тощо.
3.	Витрати з інвестиційної діяльності		
3.1.	Витрати з придбання довгострокових необоротних активів.	А.	Підприємства-виробники обладнання довгострокового користування або ринкові посередники з його постачання.
		Б.	Страхові компанії (за умов страхування придбаних необоротних активів).
3.2.	Витрати з придбання та продажу цінних паперів інших підприємств.	А.	Державні та комерційні банки.
		Б.	Брокерські компанії.
		В.	Компанії з управління активами.

Джерело: таблицю розроблено автором [50, с. 32].

Отже, в табл. 1.6 зведено основні фінансові потреби будівельних підприємств, які можуть покриватися за рахунок залучених активів. Крім того, у таблиці впорядковано типологію кредиторів відносно до основних операційних процесів діяльності підприємств. Звичайно, наведений перелік кредиторів залежно від характеру витрат не є повним і може бути розширений.

Таким чином, на будівельних підприємствах зі значною питомою вагою зношених основних засобів мають належно ураховуватись інвестиційні потреби, на малих підприємствах із недостатніми обсягами власних ресурсів пріоритетною є фінансова діяльність і пов'язані з нею витрати (див. табл. 1.6).

Нестабільний розвиток вітчизняної економіки, інфляційні процеси, валютні коливання, недосконалість законодавчої бази та фіскальної політики уряду обумовлюють у будівництві значні зовнішні ризики, що підсилюється значною тривалістю операційного циклу (до 3-4 років), притаманною загальнобудівельним організаціям. Зі середини 2008 р. зазначені процеси особливо загострилися світовою фінансовою кризою та призвели до спаду вітчизняного житлового будівництва. Крім того, з причини довготривалості операційного циклу на будівельних підприємствах майже постійно виникає значна невідповідність між витратами і надходженням коштів від реалізації продукції. Це зумовлює гостру необхідність у проведенні оперативного планування грошових потоків у будівництві.

Основне завдання фінансового планування – це забезпечення нормального відтворювального процесу власними й додатково залученими джерелами фінансування та максимальної ефективності їх використання. При розробці фінансової частини планів з реалізації будівельного проекту насамперед здійснюється планування власних джерел фінансування: за рахунок основних, додаткових та інших напрямків фінансових надходжень.

Обсяги залучення капіталу на будь-яке підприємство залежать від його загальної інвестиційної стратегії. Варто зазначити, що надлишкові обсяги залученого капіталу призводять до значних витрат з його обслуговування й, у кінцевому підсумку, можуть спричинити фінансову скруту.

У разі необхідності залучення додаткового фінансування менеджерам компанії необхідно зіставити існуючі недоліки й переваги тієї чи іншої форми мобілізації капіталу та вибрати найбільш прийнятні фінансові ризики, з ними пов'язані. Від фінансових ризиків залежать й обсяги залученого капіталу. Так, припустимо, менеджмент компанії вирішив залучити значні обсяги додаткового капіталу шляхом додаткової емісії та продажу власних акцій на відкритому ринку. Отже, він має змиритися з обмеженням власної свободи при подальшому прийнятті управлінських рішень.

Стратегія (політика) формування фінансових ресурсів на будівельному підприємстві може приймати такі основні форми (див. рис. 1.2):

можливий обсяг формування власних інвестиційних ресурсів	можливий обсяг залучення позикових інвестиційних ресурсів		
загальний обсяг інвестиційних ресурсів підприємства при консервативній політиці їх формування			
загальний обсяг інвестиційних ресурсів підприємства при помірній політиці їх формування			
загальні обсяги інвестиційних ресурсів підприємства при агресивній політиці їх формування			

Рис. 1.2. Вплив політики залучення підприємством інвестиційних ресурсів на їх загальний обсяг

Джерело: [13, с. 61]

Як свідчить рис. 1.2, граничним рівнем формування залучених інвестиційних ресурсів є загальний обсяг фінансових потреб, які визначаються стратегією розвитку будь-якої компанії.

Недостатні обсяги залученого капіталу гальмують нарощування виробничих потужностей, а у деяких випадках призводять до повної зупинки виробництва. В іншому випадку, надлишкову масу залученого капіталу знецінюють великі платежі з його обслуговування та інфляція.

В працях Бланка І.О. [12, с.558; 14, с.239] виділено десять основних етапів управління залученням позикових коштів. Значну частину досліджень науковця присвячено основним складовим позикового капіталу – управлінню залученням банківських та комерційних кредитів, управлінню фінансовим

лізингом та облігаційними позиками, а також поточними зобов'язаннями по розрахунках. Проте, незалежно від форми залученого капіталу, основним орієнтиром в розробці фінансової стратегії розвитку підприємства виступає вартість цих ресурсів, а також сукупного капіталу підприємства.

На наш погляд, вартість сукупного залученого капіталу для будь-якого підприємства має визначатися саме за аналогією загальноприйнятого принципу обчислення середньозваженої вартості капіталу (WACC) [151, с. 258]:

Середньозважена

$$\text{Вартість залученого капіталу} = k_{\text{б.к.}} \times \text{Вартість боргового капіталу} + k_{\text{з.в.к.}} \times \text{Вартість залученого власного капіталу},$$

де $k_{\text{б.к.}}$ – частка боргового капіталу у сукупних позикових коштах;

$k_{\text{з.в.к.}}$ – частка залученого власного капіталу у сукупних позикових коштах.

Необхідність проведення оцінки вартості сукупного залученого капіталу обумовлена потребою аналізу структури майна компанії, тобто структури статей балансової звітності, а також потребою планування зміни обсягів і вартості залученого капіталу для його подальшої раціоналізації. Так, керуючись нормативним показником вартості сукупного залученого капіталу, фінансові менеджери залежно від цілей компанії мають змогу варіювати вартістю й обсягами двох його складових (мається на увазі позиковий та залучений власний капітал - див. табл. 1.3, 1.4 і 1.5).

Варто зазначити, що при загальній оцінці компанії вартість залучення власного та вартість позикового капіталу в працях А.Дамодарана приймаються до розрахунку [31, с. 914]. Оцінку залученого капіталу загальнобудівельних організацій детальніше розглянуто у другій, практичній, частині дисертаційного дослідження.

Досвід кредитування вітчизняних будівельних підприємств й інші шляхи залучення капіталу та пов'язані з цим проблеми розглядаються в главі 1.3 дисертаційного дослідження.

Отже, виходячи з наукових здобутків, нами сформульовано визначення залученого капіталу в господарській діяльності підприємств будь-якої сфери економіки як фінансових ресурсів, які мобілізуються підприємством на фінансовому ринку з метою забезпечення подальшого розвитку (при цьому забезпечення подальшого розвитку є необхідною умовою залучення капіталу в разі залучення додаткових виробничих потужностей субпідрядних організацій). Крім того, складено деталізований перелік можливих фінансових потреб житлового будівництва, які можуть покриватися за рахунок залученого капіталу, та відповідних кредиторів.

Дефіцит фінансування операційних процесів може долатися через фінансову діяльність підприємств, а саме – операції з залучення кредитних та інвестиційних ресурсів.

Значення залученого капіталу в фінансуванні незавершеного будівництва важко переоцінити. Будь-яке підприємство, що його мобілізує, має можливість убезпечитися від тимчасових простоїв виробництва (і пов'язаних з ним значних фінансових втрат) та отримує додатковий потенціал приросту фінансової рентабельності господарської діяльності за рахунок зростання ефекту фінансового лівериджу.

Однак, із залученням позикового капіталу підприємство приймає на себе ризик зниження фінансової стійкості та настання неплатоспроможності. У будівництві ці ризики особливо значні з причини довготривалості оборотних процесів. Тому, розробляючи стратегії залучення додаткового капіталу, менеджмент підприємства має визначити найбільш прийнятне поєднання фінансових якостей і ризиків, пов'язаних з тією чи іншою формою фінансування. Крім того, проведення багатоваріантних розрахунків з орієнтацією на фінансовий ліверидж дозволяє менеджерам визначити оптимальну структуру капіталу, яка б забезпечила максимізацію рівня фінансової рентабельності. Методи оптимізації структури капіталу будівельних компаній розглянуті у подальшому дослідженні.

Отже, будівельні компанії, баланс яких складає залучений капітал із декількох джерел, потребують окремого упорядкування залучених ресурсів. Це пояснюється необхідністю планування оптимальних обсягів і вартості залученого капіталу, а саме можливістю варіювання обсягами й вартістю його складових з метою досягнення найбільш прийнятного сукупного рівня вартості залученого капіталу.

1.2. Ринок житлового будівництва та фінансові проблеми його розвитку

Проблемам розвитку будівельної галузі, її інфраструктури та іншим учасникам ринку житлової нерухомості значної уваги приділяється такими вченими-економістами: Крикун К.В. [78], Роготином П.С. [132], Симіоновим Ю.Ф. [138], Степановим І.С. [144] та ін. Вони розглядають такі аспекти, як постачання будматеріалів, фінансування технологічного розвитку процесів, податковий вплив на виробничі процеси тощо. Проблеми поточного стану будівництва в Україні досліджувались як в працях Любуня О.С. [86], Асаула А.М. [6], Вахович І.В. [23] та Паливоди К.В. [74]. Класифікацію основних учасників ринку нерухомості складено Асаулом А.М., проте, механізми їх сукупної взаємодії і впливу на загальний розвиток вітчизняної будівельної діяльності не розкрито.

На практиці ринок нерухомості поділяють на 2 сектори – сектор розвитку (створення) об'єктів нерухомості та сектор обігу прав на нерухомість [6, с. 20]. Перша частина характеризує ринок первинної нерухомості, друга – вторинної.

Первинний ринок являє сукупність економічних відносин, об'єктом яких виступають майнові права щодо новостворених та приватизованих об'єктів нерухомості. Під вторинним ринком нерухомості розуміють сукупність операцій, пов'язаних з уже створеними об'єктами, що знаходяться в експлуатації та пов'язані з перепродажем або іншими формами переходу об'єктів нерухомості від одного власника до іншого [6, с. 23].

Розуміння усієї інфраструктури ринку первинної нерухомості дозволить найповніше розкрити поточний стан, проблеми і перспективи житлового будівництва в Україні, а також вивчити розвиток його фінансування. При цьому в дисертаційному дослідженні не акцентується увага на ринку вторинної нерухомості, оскільки це прямим чином не стосується проблем фінансування розвитку житлового будівництва.

Увесь ринок первинної нерухомості, починаючи із процесів залучення інвестицій у незавершене будівництво, технічної реалізації будівельних проєктів і закінчуючи продажем готової нерухомості, охоплює багато різних професійних учасників. Їх коло визначається тими процесами, що відбуваються на ринку нерухомості й регулюються державою, а також характеризується господарськими операціями комерційних структур.

Інституційні учасники, які захищають інтереси держави, представлені [6, с. 21]:

- органами державної реєстрації прав на нерухомість та операцій з нею;
- організаціями, що регулюють містобудівний розвиток, землеустрій й землекористування (національні й регіональні земельні органи, що займаються інвентаризацією землі, створенням земельного кадастру, зонуванням територій, оформленням землевідведення; національні та регіональні органи архітектури й містобудування, що займаються затвердженням і узгодженням містобудівних планів забудови територій та поселень, створенням містобудівного кадастру, видачею дозволів на будівництво);
- органами експертизи містобудівної й проєктної документації, що займаються затвердженням та узгодженням архітектурних і будівельних проєктів;
- органами, що відають інвентаризацією та обліком будов, органами технічної, пожежної й іншої інспекції, що займаються наглядом за будівництвом та експлуатацією будівель і споруд.

В дисертаційному дослідженні приймаються до уваги неінституційні учасники будівельного ринку (суб'єкти на мікроекономічному рівні, які працюють на госпрозрахунковій, комерційній основі). Їх в основному представляють:

- підприємці - юридичні або фізичні особи, в тому числі підприємства, що здійснюють комерційну діяльність на ринку згідно із чинним законодавством;
- інвестори, що здійснюють вкладення власних, позикових або залучених майнових, фінансових, інтелектуальних та інших коштів у формі інвестицій в об'єкти нерухомості;
- ріелтери (брокери), що надають послуги продавцям і покупцям, коли здійснюють операції з об'єктами нерухомості;
- девелопери (забудовники), що володіють на правах власності або оренди ділянками землі та що прийняли рішення про створення й розвиток об'єктів нерухомості, що визначають схеми фінансування інвестиційного проекту, займаються проектуванням і будівництвом, продажем об'єкта повністю або за частинами, чи здачею його в оренду (самостійно або із залученням раніше перерахованих учасників як підрядних організацій, так й інвесторів) [95, с. 631];
- редевелопери, що займаються розвитком і перетворенням територій (повторною забудовою);
- замовники, що здійснюють реалізацію інвестиційних проектів. Такими можуть бути як забудовники, так і призначені ними особи (наприклад, інвестори);
- фінансисти (банкіри), що займаються фінансуванням операцій на ринку нерухомості, зокрема іпотечним кредитуванням;
- учасники фондового ринку нерухомості, які займаються створенням й обігом цінних паперів, забезпечених нерухомістю (житлові облігації, пул заставних при іпотечному кредитуванні тощо);
- інші фахівці.

У секторі розвитку (створення) об'єктів нерухомості взаємодіють такі неінституційні учасники, як інвестори, кредитори, будівельники, девелопери, редевелопери тощо. Вони виступають основними суб'єктами даного наукового дослідження. Суб'єктами вторинного ринку нерухомості є ріелтери, брокери, оцінювачі майна, аналітики тощо. Без активної взаємодії учасників обох секторів нормальний розвиток ринку нерухомості неможливий.

Враховуючи довготривалість операційного циклу у будівництві (три роки), можна зробити висновок про нееластичність пропозиції на первинному ринку у коротко- і середньостроковому періоді. Крім того, це пояснюється задіяністю значної чисельності учасників, які працюють відособлено та не здатні одночасно припинити будівельні процеси. Як показали останні кількарічні тенденції зміни темпів будівництва (див. дод. А,б), так само неможливо швидко збільшити пропозицію на ринку, оскільки процес завершення об'єктів нерухомості займає місяці й навіть роки.

Таким чином, пропозиція на первинному ринку є абсолютно нееластичною у коротко- та середньостроковому періоді. Це, в свою чергу, обумовлює певні особливості процесів фінансування учасників первинного ринку – будівельних підприємств. Окрім того, на ці процеси впливають особливості взаємодії усіх учасників первинного ринку. Щоб їх розкрити, проаналізуємо динаміку ціноутворення на вітчизняному первинному ринку, а також основні тенденції і перспективи взаємодії його учасників.

Протягом 2001- початку 2008 рр. в Україні відбувалося стрімке зростання цін на нерухоме майно житлового призначення. Зростання вартості житла до настання фінансової кризи 2008 року відбувалося під впливом таких факторів:

- 1) незадоволеного попиту на житло, що залишився ще у спадок від радянського періоду. Зокрема, як видно з дод. А,а, дотепер м. Київ розвивається в Україні найбільшими темпами (близько 14 відсотків щорічних темпів зведення житла). При цьому нагальні щорічні потреби міста становлять близько 2 млн.кв.м. нового житла. Проте, у 2006 р. було введено в експлуатацію лише 1,3 млн. кв.м. житла, у 2007 р. – 1,4 млн. кв.м. (офіційну статистику за результатами 2008 р. ще не оприлюднено) [51, с.186; 137, с.132; 32]. Водночас, на кінець 2005 р. житловий фонд столиці становив 54 млн. кв.м., тобто лише 21,6 кв.м. на одного офіційного киянина [140]. За нашими розрахунками, навіть за умов щорічного нарощування темпів будівництва (див. дод. А, табл. А.1), на кінець 2008р. цей показник знизився і склав близько 20,3 кв.м.

Темпи щорічного нарощування будівництва житла відносно потенційного попиту також були незначними. Протягом 2002-2008 рр. середньорічні темпи приросту становили 8,7 відсотка (див. дод. А, рис. А.1), зокрема, у 2007 р. було зведено 1,6 млн. кв.м. житла. Цей показник є недостатнім, оскільки, по-перше, за статистикою у 1980-х роках в Україні щорічно вводилося в експлуатацію 15-20 млн. кв.м. житла [137, с. 132], по-друге, у 1990-ті рр. – часи занепаду галузі (див. дод. А, рис. А.1) – сформувався значний відкладений попит;

- 2) одночасного зростання ВВП і купівельної спроможності населення при дефіциті житла. У рекордному за подорожчанням 2005 р. реальні доходи населення зросли на 23,9 відсотки (див. дод. Б). У 2006-2007 рр. їх зростання також становило 11,8 і 14,8 відсотка відповідно [8, с.34; 33]; 2008-го року, внаслідок економічної кризи, річні темпи приросту реальних доходів населення знизилися до 9,6 відсотка;
- 3) очікування продавців нерухомості щодо поліпшення умов іпотечного кредитування протягом 2005-2007 рр. Суттєве зниження ставок по іпотечних кредитах і подовження їх терміну до 30-ти років відбувалися у 2005 р. і послужили каталізатором розвитку ринку первинної нерухомості. Зокрема, найнижча відсоткова ставка – у валюті США - становила 10,5 відсотка; до початку 2008 р. ставка знизилася до 8,9 відсотка у швейцарських франках.

Протягом 2005-2007 рр. іпотечні портфелі банків щорічно подвоювалися. Зокрема у 2007 р. вони зросли з 27,3 млрд.грн. (або 5,5% від ВВП) до 57,2 млрд.грн. (або 9% від ВВП) [54, с. 16]. Для порівняння: на кінець 2005 р. їх частка у ВВП становила лише 2-3% [140, с.62]. Проте, зазначені обсяги є вкрай недостатніми, оскільки у розвинутих економіках Європи подібний показник становить: Польща – 10,5%, Угорщина – 11,4% [54, с.16], Німеччина – 40%, Норвегія – 70% [140, с.62].

На нашу думку, кінцеве насичення ринку іпотечними послугами відбудеться лише у довгостроковій перспективі. Причиною цього ви-

ступило ускладнення умов кредитування у квітні 2008 р. в Україні з огляду на зтяжну іпотечну кризу, що розгорнулася в США з серпня 2007 р. (де частка іпотечних кредитів у ВВП становила загрозовий рівень 140% [140, с.62]), та в країнах Європи;

- 4) активних міграційних процесів, що підвищують значний попит на первинне житло (насамперед припливу людей у великі міста). Так, за офіційною статистикою, з 2001 по 2006 рр. населення столиці зросло на 45 тис. осіб [140, с.62], проте, неофіційна чисельність жителів з 2001 р. зросла на близько 95 відсотків і на початок 2008 р. досягла близько 5 млн. осіб;
- 5) інвестиційної привабливості нерухомості регіональних центрів ділової активності у період 2003-2007 років. Зокрема за оцінками експертів, на кінець 2005 р. частка столичних квартир у новобудовах, куплених з метою спекулятивного перепродажу, досягла 30%, а на кінець 2006 р. зросла до 40% [31, с.42; 133, с.103];
- 6) поступового посилення регулювання та сек'юритизації механізмів фінансування незавершеного житлового будівництва. У 2005 р., після прийняття змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність» [118] та Закону України «Про інститути спільного інвестування» [119], було регламентовано фінансування інвесторами незавершеного житлового будівництва виключно через [48, с. 90; 118; 119]:
 - інвестиційний договір із девелопером;
 - купівлю цільових іпотечних облігацій по кожному індивідуальному проекту із обов'язковою конкретизацією майнових прав інвестора;
 - через фінансову участь у фондах фінансування будівництва (ФФБ) або фондах операцій із нерухомістю (ФОН).

Зокрема, ФОН та ФФБ мають створюватись при посередництві банківської установи, яка, згідно до закону, стягує плату за власні послуги у розмірі 10 відсотків від загального обсягу залучених у будівництво коштів;

7) громіздкої дозвільної системи на місцях, особливо при землевідведенні під реалізацію будівельних проектів, і, як наслідок, значної корупційної складової відповідних фінансових витрат. Зокрема, для резервування земельної ділянки під реалізацію проекту будівельній компанії необхідно отримати у різних інстанціях (див. вищенаведений список інституційних учасників ринку) близько 250 підписів [72, с.174; 141, с.67]. Пов'язані з цією процедурою витрати компаній обумовлюють підвищення кінцевої вартості земельної ділянки, а відповідно - собівартості будівельного об'єкта (близько 20-30 відсотків [15]). До того ж, різниця у циклі узгодження дозвільної документації на будівництво у столиці становить 2,5 роки, а в інших регіонах – близько року [98]. Міністерством регіонального розвитку та будівництва 29.11.2005 на виконання Закону України «Про дозвільну систему у сфері господарської діяльності» [114] було видано наказ №6 [117] «щодо скасування документів дозвільного характеру, застосування яких є недоцільним», а згодом - також відповідний законопроект [48, с.90]. Проте, напружене політичне становище в країні протягом 2004-2008 рр. суттєво гальмувало законодавчі процеси, зокрема у будівництві.

Усі вищенаведені фактори сприяли підвищенню вартості житлової нерухомості у м. Києві та Ялті втричі протягом 2004-поч. 2008 рр., у крупних обласних центрах - ненабагато меншими темпами (див. дод. В). Проте, на нашу думку, зростання вартості будівельних матеріалів та інші об'єктивні причини не є основним каталізатором зростання вартості житлової нерухомості. Зокрема, ціноутворення на ринку нерухомості диктується відповідністю пропозиції наявному платоспроможному попиту. За умови незначної динаміки приросту пропозиції на ринку та високого платоспроможного попиту, найімовірніше, може спостерігатися суттєве зростання цін. При цьому у разі недостатності причин для подібного зростання учасниками ринку (в першу чергу, продавцями нерухомості) для збільшення власних прибутків можуть використовуватися ті фактори, що не відповідають дійсності.

За нашими оцінками та виходячи з експертних спостережень [50, с.102; 154, с.32], в табл. 1.7 зведено хронологію основних соціально-економічних

факторів подорожчання житла на найбільш розвинутому ринку - м. Києва протягом 2003-2008 рр., на які посилалися учасники первинного ринку нерухомості в процесі ціноутворення. Оскільки ринок нерухомості відрізняється від інших сфер економіки значною непрозорістю й неоднорідністю, тому складові табл. 1.7 є усередненими і мають дещо приблизний характер. Проте, як можна побачити далі, наведені оцінки сукупного впливу різноманітних факторів на ціноутворення цілком зіставляються з реальною динамікою цін на первинному ринку.

Таблиця 1.7

Хронологія основних чинників подорожчання житла в м. Києві, на які посилалися учасники ринку первинної нерухомості, з авторським уточненням і доповненнями

Рік	Фактори	Зростання цін
2003	Очікування запровадження 13%-ого податку з доходів фізичних осіб по операціях купівлі-продажу нерухомості	13-15%
2003	Посилення позицій долара США	10%
2003	Інфляційні очікування	20%
2004	Запровадження ПДВ на операції з нерухомістю	20%
2004	Інфляційні очікування	15%
2004	Очікування запровадження 13%-ого податку з доходів фізичних осіб по операціях купівлі-продажу нерухомості	15-20%
2005	Численна міграція донецької політичної еліти до м. Києва за результатами парламентських виборів	10%
2005	Подорожчання будматеріалів, інфляційний фактор [35, с. 9; 154, с. 32; 89, с.41]	20%
2005	Зростання попиту на нерухомість унаслідок зниження банківських ставок з іпотечного кредитування (протягом I півріччя 2005 року відсоткова ставка по найдешевших – валютних кредитах знизилася з 14% до 9,5% або на 32,1%) [44, с. 40].	10%
2005	Ревальвація гривні на 7,5% з 5,35 грн. до 4,95 грн. за 1 долар США	10%
2005	Запровадження нових механізмів фінансування будівництва, зокрема регулювання процедури розміщення та обігу іпотечних облігацій	25-30%
2005	Очікування запровадження 13%-ого податку з доходів фізичних осіб по операціях купівлі-продажу нерухомості [141, с. 64; 154, с. 32]	20%
2005	Очікування подорожчання металоконструкцій унаслідок підвищення вартості продукції ВАТ «Криворіжсталь» [93, с. 59; 111, с. 7]	5%
2006	Більш суворі операції ліцензування будівельних компаній та інші ускладнення внаслідок скандалу навколо фінансової афери компанії «Еліта-центр» [57, с. 38; 68, с. 30; 154, с. 32]	5-7%
2006	Збільшення обов'язкових соціальних відрахувань забудовників з 5% до 12% від обсягів побудованого житла	7%

Продовження таблиці 1.7

2006	Посилення нормативних вимог до якості житла	15-20%
2006	Подорожчання будматеріалів, у першу чергу – цін на цемент [111, с. 7; 141, с. 64; 154, с.32]	10-15%
2007	Подорожчання будівельних матеріалів (зокрема, цементу) інфляційний фактор	15%
2008	Ревальвація національної валюти на 4%, з 5,05 до 4,85 грн. за дол. США	5%
2008	Подорожчання вартості металоконструкцій у середньому на 25-30% (див. дод. Д)	5-10%
2008	Інфляційні очікування	15%
2008	Іпотечна криза у банківському секторі (підвищення обов'язкових резервів банків під іпотечні кредити згідно Постанови НБУ №88 від 2.04.2008. Внаслідок цього, за даними Української національної іпотечної асоціації (УНІА) [61], середні ставки по кредитах в гривні становили 20-22%, у доларах США – 14,5-16%, у євро – 12-15%, а максимальний строк кредитів скоротився з 30 до 10 років. Все перелічене обумовило п'ятиразове падіння платоспроможного попиту на нерухомість [61]).	-20%
2008	Очікування зростання вартості будівельних матеріалів у кін. 2008- поч. 2009 рр.	10%

Джерело: складено автором за даними [40, с.169; 61; 72, с.174; 141, с.67; 154, с. 32]

З табл. 1.7 випливає, що реальний загальний приріст вартості первинної житлової нерухомості в м. Києві протягом 2003-2008 рр. становив 275-290 відсотків. Проте, на думку автора, значна питома вага наведених у табл.1.7 факторів ціноутворення, на які посилялися учасники первинного ринку, не має під собою економічного підґрунтя, окрім незадоволеного платоспроможного попиту. Це доводиться з наступного аналізу вищезазначених факторів:

1. Регулярні ринкові очікування щодо запровадження податку з доходів фізичних осіб по операціях купівлі-продажу житла, у розмірі 13 відсотків, протягом 2003-2005 рр. у дійсності так і не виправдалися.
2. Інфляційні очікування протягом 2003-2008 років. Згідно з табл. 1.7, щорічні інфляційні очікування ринку становили: у 2003 р. - 20%, у 2004 р. - 15%, у 2005 р. – 20%, у 2006 р. – 15%, у 2007 р. – 15%, у 2008 р. – 22%. При цьому реальна щорічна динаміка індексу споживчих цін становила: 8,2%, 12,3%, 10,3%, 11,6%, 16,6% та 22,3% відповідно. Наведену динаміку показників зіставлено на рис. 1.3.

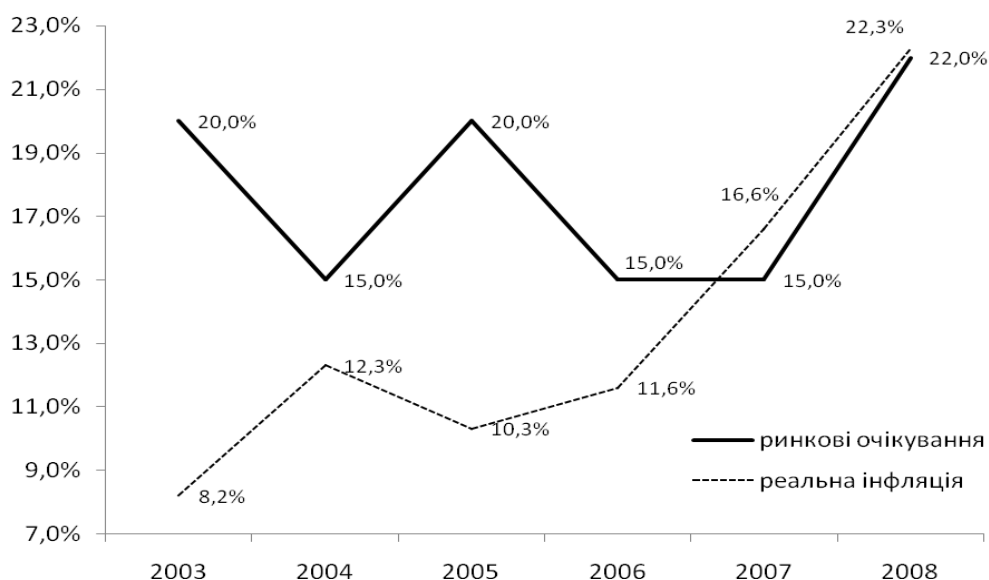


Рис. 1.3. Динаміка показників очікуваної та реальної інфляції в Україні

Джерело: [33; 40, с.169; 154, с. 32].

На рис. 1.3 унаочнено суттєві розбіжності між очікуваною та реальною інфляцією. При цьому закладений компаніями в цінах рівень інфляції до 2007 року (у 2007 році на первинному ринку м.Києва темпи зростання вартості житла значно уповільнилися, що свідчило про урівноваження платоспроможного попиту і пропозиції) суттєво перевищував її реальні показники та, у кінцевому підсумку, ніяк на них не корегувався. Отже, можна зробити висновок про стійку невідповідність зазначеного фактора дійсним економічним тенденціям.

3. Очікування щодо запровадження ПДВ на операції з нерухомістю у 2004 р. до теперішнього часу не виправдалися.
4. Численна міграція політичної еліти з Донецької обл. до м.Києва за результатами парламентських виборів у 2005 р. Перш за все, наведений чинник обумовлює ціноутворення на житло бізнес- та преміум-класу. Проте, у реальності мало місце подорожчання усіх сегментів первинного житла. Якщо ж уявити загальне, а не вузькосегментне, зростання платоспроможного попиту на заявленому учасниками ринку рівні - 10%, тоді необхідно обчислити приблизну кількість донецьких політичних мігрантів відносно загальної офіційної кількості киян на той час – 2,5 млн. осіб. Число у 250 тис. подібних мігрантів є занадто високим і

не може відповідати дійсності, що свідчить про невідповідність заявленого фактора дійсності.

5. Ревальвація гривні у 2005 і 2008 роках. Ревальвація гривні слугує фактором падіння ціни на вітчизняні металоконструкції, а не навпаки. Це пояснюється невмотивованістю металовиробників щодо експортування власної продукції, яка внаслідок ревальвації подорожчає відносно закордонних аналогів. Отже, наведений фактор не є виправданим.

Подорожчання вартості будівельних матеріалів у 2005-2006 роках. Основними видами будівельних матеріалів виступають металоконструкції, цемент, цегла та бетон. За експертними оцінками, сукупна вартість матеріалів у будівництві становить близько 55 відсотків [111, с.7]. Отже, 20-відсоткове дорожчання нерухомості за рахунок цього чинника у 2005 році могло відбуватися унаслідок загального дорожчання матеріалів на 36 відсотків (через розв'язання системи рівнянь:

$$\begin{cases} 0,55+x=1, \\ y+x=1,2, \end{cases}$$

де y – загальна вартість будівельних матеріалів після зростання, x – інші будівельні витрати компанії).

Проте, згідно [9, с.112], впливає невідповідно менше дорожчання вказаних будівельних матеріалів у 2005 р. До того ж, цемент, ціна якого у 2005 р. показала найбільше зростання (близько 20,5 відсотка [9, с.112]), у загальній собівартості будівельного об'єкта становить у середньому лише 2-3 відсотка [150; 154, с.33]. Стабілізацію і навіть сезонне здешевшання вартості цементу на найбільших у 2005 р. українських заводах доведено в [9, с. 110].

Проти зростання загальної вартості будівельних матеріалів у 2005 році також свідчить порівняння темпів зростання житлового будівництва в Україні та приріст обсягів виробництва відповідних будівельних матеріалів (див. дод. А, рис. А.1; [60, с. 23], [9, с.112]). Зокрема, 3,3-відсоткове зростання будівництва покривалося 16,3-відсотковим зрос-

танням виробництва цементу, 7,9-відсотковим - товарного бетону та 5,2-відсотковим - елементів збірних конструкцій [9, с. 112; 33]. Перенасиченість ринку цементу у 2005 році характеризувалася низьким загальним рівнем завантаженості вітчизняних заводів – лише на 65 відсотків.

Отже, 20-відсоткове подорожчання первинного житла у 2005 році унаслідок відповідного дорожчання будівельних матеріалів, на нашу думку, було невиправданим.

1. Подорожчання у 2006 р. будматеріалів, у першу чергу, вартості цементу. Як зазначалося вище, загальна вартість цементу у собівартості об'єкту нерухомості становить у середньому 2-3 відсотка, що само по собі говорить про недосяжність цього чинника ціноутворення до рівня 15 відсотків собівартості житлового будівництва (особливо за умов перенасиченості цементного ринку).
2. Запровадження у 2005 році нових механізмів фінансування будівництва. Узаконення обігу іпотечних облігацій і сертифікатів, регламентація діяльності Державної іпотечної установи та розвиток інших механізмів фінансування будівництва (згідно з законами [119; 121; 127]) у підсумку виявилися не інфляційним, а навпаки – дефляційним фактором щодо прямого й опосередкованого залучення фінансових ресурсів у будівництво [44, с.41]. Зокрема, при використанні цільових облігацій девелоперами досягаються витрати не більше 1,5% загальної суми залученого (позикового) капіталу [92, с.32]. Отже, зазначений фактор не має об'єктивного підґрунтя.
3. Інші зазначені в таблиці фактори, як-то посилення нормативного регулювання діяльності будівельних компаній, здорожчання вартості будівельних матеріалів у 2007-2008 рр. (див. дод. Д) та іпотечна криза у банківському секторі є економічно об'єктивними.

Як можна бачити, у більшості випадків темпи зростання цін на первинну нерухомість протягом 2003-2008 рр. не виправдовувалися реальністю.

Крім того, користуючись значною «непрозорістю» будівельного сектора для аналітичних досліджень, учасниками ринку (перш за все, девелоперами та агенціями з нерухомості) проводився некоректний аналіз економічної ситуації, мали місце «перекручування» аналітичних прогнозів на власну користь. Зокрема, для визначення поточної середньої вартості 1 кв.м. житлової нерухомості приймалася сукупна вартість реалізованих об'єктів первинної й вторинної нерухомості, різного метражу, віку й територіальної належності та ділилася на загальну площу реалізованої нерухомості.

На нашу думку, для коректної оцінки реального розвитку і майбутніх перспектив вітчизняного ринку житлової нерухомості мають ураховуватися наступні вимоги-обмеження:

1. Як зазначалося вище, ринок первинної нерухомості характеризується інертністю, у короткостроковій перспективі пропозиція на ньому є абсолютно нееластичною. Зазвичай цьому ринку не притаманні різкі цінові коливання з щомісячною переміною тенденцій. Характерний період зміни кон'юнктури становить мінімум два-три місяці [60; 106]. Отже, процедура прямого розрахунку шляхом ділення сумарної вартості угод на загальний метраж проданої нерухомості (як наприклад, [71, с.102-103]) не є коректною, оскільки призводить до різких, навіть щотижневих цінових стрибків.
2. Враховуючи тісну взаємозалежність ринків первинної і вторинної житлової нерухомості, тісну кореляцію ціноутворення на них, а також те, що саме на вторинному ринку знаходиться закінчений товар (який не відрізняється ні ступенем готовності, ані рівнем обробки), можна заключити про цілковиту адекватність саме вторинного ринку як об'єкта аналізу загальноринкових тенденцій.
3. Припущення щодо існування трендової кривої, що відображає зміни загального рівня цін на ринку. В межах одного міста ціни на усі типи житла у довгостроковій перспективі або зростають, або знижуються темпами, пропорційно один до одного [60; 63; 106]. Підтвердженням цього служить

динаміка зміни вартості житла в усіх обласних центрах України протягом 2004-2007 рр., наведені у додатку В.

Основний вплив на зазначений тренд справляє рівень життя населення в кожному конкретному місті, оскільки саме він формує платоспроможний попит на первинному і вторинному ринку житла.

4. Середньозважена ціна одиниці площі визначається з наступної функціональної залежності:

$$C_k(t, p_i) = G(t) + L_k(p_i),$$

де $C_k(t, p_i)$ – ціна одиниці площі (кв. м.) окремої k -ої квартири у момент часу t ; p_i – локальні параметри квартири (балкон, тип будинку, близькість метро тощо); $G(t)$ – загальний рівень цін у місті; $L_k(p_i)$ – локальні відмінності кожної квартири, що залежать від набору її характеристик.

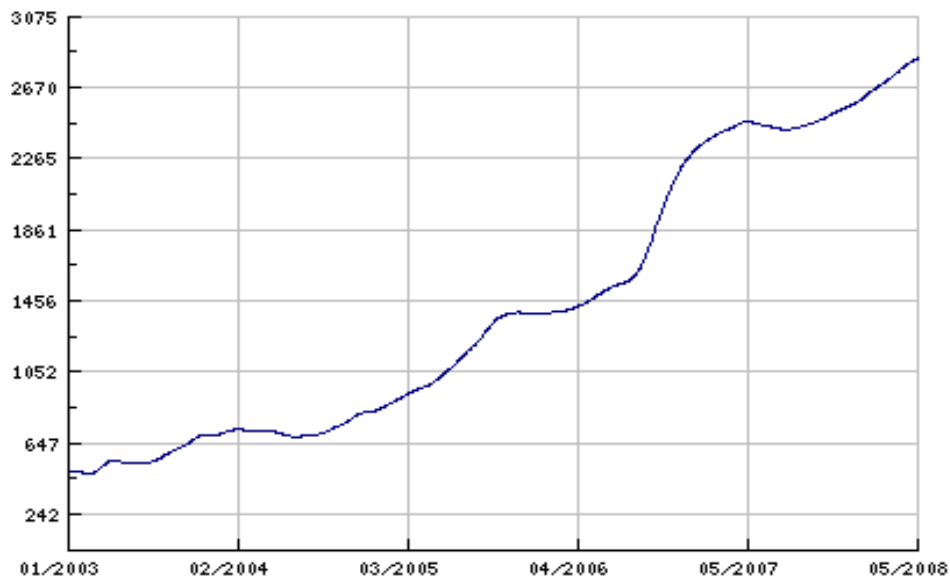
Зауважується, що функції оціночних корегувань $L_k(p_i)$ (індивідуальних «зручностей» кожної квартири) можуть носити різний характер (або мати різні значення). Проте, більшість поправок носять мультиплікативний характер, тобто має місце не додавання фіксованої «надбавки за зручності» до середньої вартості, а множення на коефіцієнт. Тому після розширення показника $L_k(p_i)$ рівняння приймає наступний вигляд:

$$C_k(t, p_i) = A_k(p_i) * G(t) + B_k(p_i),$$

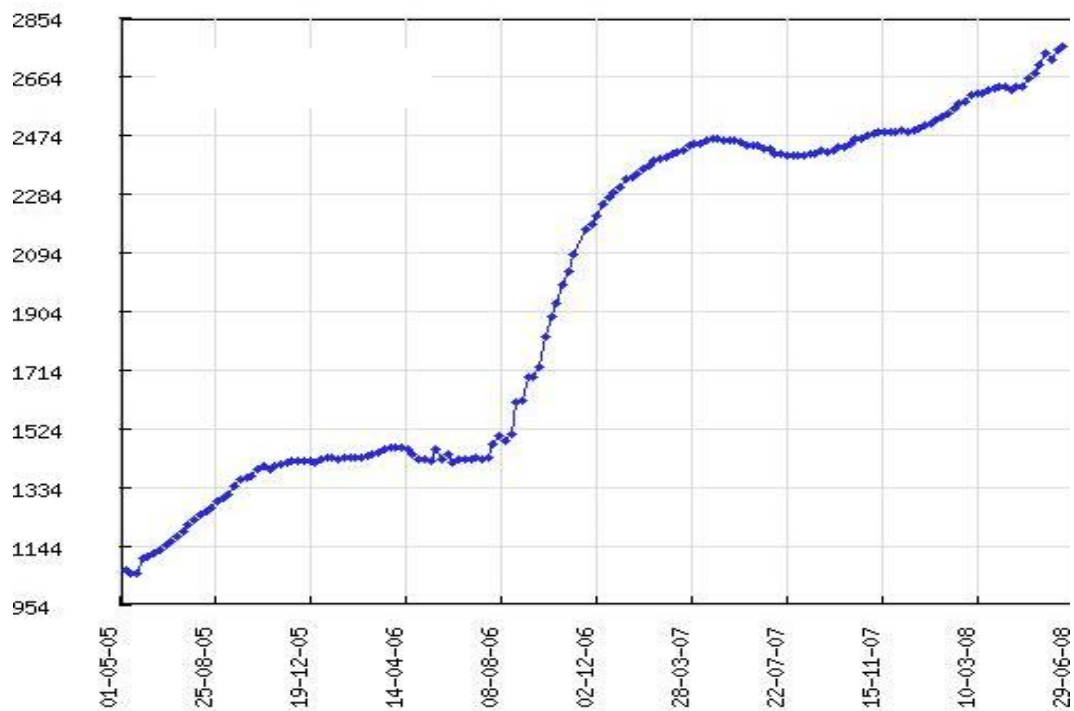
де $A_k(p_i)$ та $B_k(p_i)$ описують відповідно мультиплікативні та адитивні локальні характеристики житла.

Зазначений вираз являє собою масштабну систему з k рівнянь, де k – кількість квартир, які залучаються до аналізу.

Вищезазначені вимоги-обмеження щодо здійснення коректного аналізу розвитку ціноутворення на ринку житлової нерухомості (зокрема, м.Києва) ураховуються в дослідженнях двох агенцій, приведених на рис. 1.4.



а) АН «Планета Оболонь»,



б) АН «Канзас».

Рис. 1.4. Динаміка зміни індексу вартості вторинного житла в м.Києві (\$/кв.м.) за даними агенцій нерухомості

Джерело: [63; 106]

Як можна бачити, наведені незалежні дослідження цілком співпадають між собою. З наведених графіків випливає, що з початку 2003 р. вартість вторинної нерухомості на ринку м.Києва зросла на близько 480-500 відсотків. Оскільки середня вартість 1 кв.м. первинної нерухомості у м.Києві у 2003 р.

становила 700-900 дол. США (залежно від ступеня завершеності об'єкта), а вторинного житла – 500-600 дол. США, тоді за вищезазначених темпів зростання цін відповідно на 300 і 490 відсотків до 2008 р. досягається урівноваження середніх цін на первинному і вторинному ринках на рівні близько 3000 дол. США за 1 кв.м. При цьому головною особливістю первинного житла виступає те, що вартість 1 кв.м. у незавершених об'єктах буде нижчою за цей середній показник (залежно від стадії їх завершеності і притаманних будівництву фінансово-господарських ризиків), а ринкова вартість 1 кв.м. житлової площі у закінчених об'єктах перевищуватиме середню межу в 3000 дол. США з причини значно вищої (порівняно зі вторинним ринком) якості зведеної новобудови та цілковитої відсутності фінансово-господарських ризиків (регулювання ринку первинної нерухомості, на відміну від вторинної, включає ризики одночасного перепродажу майна декільком особам та інші юридичні колізії, як-то наявність прописаного неповнолітнього громадянина).

Зазначена на рис. 1.4 індексна динаміка вартості житлової нерухомості забезпечує об'єктивність аналізу розвитку ринкового ціноутворення у динаміці і, на нашу думку, може служити для визначення поточної ринкової вартості кожного багатоквартирного об'єкта нерухомості шляхом складання вартості усіх його квартир. Кожна квартира, в свою чергу, має індивідуальні характеристики («зручності»), які справляють комплексний вплив на її вартість.

Зокрема, на основі статистичного аналізу ринку житлової нерухомості м.Харкова (як одного з найбільш розвинутих ринків України) у 2004 р. науковцями було виведено наступні кореляційно-регресійні залежності [52, с.179]:

- для однокімнатних квартир:

$$\text{ціна} = 22406,5 - 12398 \cdot x_4 - 48,9209 \cdot x_3 - 1,16596 \cdot x_5 + 166,787 \cdot x_6 - 1494,47 \cdot x_7 - 2875,04 \cdot x_1;$$

- для двокімнатних квартир:

$$\text{ціна} = -5886,06 + 8121,05 * x_8 - 44,6227 * x_3 - 1,93308 * x_5 + 147,985 * x_6 - 2950,63 * x_1;$$

- для трикімнатних квартир:

$$\begin{aligned} \text{ціна} = & -8717,28 - 73,595 * x_9 - 10,4479 * x_{10} - 2489,53 * x_4 + 8140,03 * x_8 + \\ & + 253,523 * x_{11} - 39,6321 * x_3 - 2,44074 * x_5 - 0,72566 * x_{12} + 441,68 * x_6 - \\ & - 1555,25 * x_7 - 2580,78 * x_2 - 4968,38 * x_1; \end{aligned}$$

- для чотирикімнатних квартир:

$$\begin{aligned} \text{ціна} = & 26436,8 - 117,033 * x_9 - 6812,18 * x_4 - 10650,2 * x_5 + 66,4142 * x_{11} - \\ & - 411,881 * x_3 - 2,29175 * x_5 - 9,46592 * x_{12} + 373,251 * x_6 - 555,829 * x_7 - \\ & - 5696,78 * x_2 - 8759,37 * x_1, \end{aligned}$$

де x_1 – район розташування об’єкта оцінки (1-центр, 2 – наближені до центра, 3 – віддалені, 4 – окраїна); x_2 – якість квартири (1 – поліпшеного планування, 2 – повногабаритні квартири, 3 – середньогабаритні, 4 – малогабаритні); x_3 – ступінь зносу на момент оцінки вартості, %; x_4 – коефіцієнт співвідношення житлової і загальної площі; x_5 – відстань до найближчої транспортної зупинки, м.; x_6 – загальна площа квартири, м^2 ; x_7 – матеріал несучих стін (1 – цегла, 2 – збірний бетон та залізобетон); x_8 – висота поверху, м.; x_9 – поверх, на якому розташована квартира; x_{10} – кількість поверхів у будинку, на якому знаходиться оцінювана квартира; x_{11} – площа кухні, м^2 ; x_{12} – відстань до найближчого торгового центра, м.; x_{13} – кількість кімнат у квартирі.

На основі співставлення вищенаведених рівнянь можна зробити висновок про домінуючий вплив лише декількох з усього набору характеристик житлової нерухомості на її ринкову вартість. Тому узагальнена математична модель має вигляд [51, с.180]:

$$\text{ціна} = -2797,49 + 4893,7 * x_8 - 2,36647 * x_5 + 368,906 * x_6 - 4243,94 * x_1 - 1630,3 * x_{13}.$$

З наведеної моделі випливає, що вартість двокімнатної квартири, загальною площею 60 кв.м. (висота поверху в будівлі – 5 м.), наближеної до центру міста, розташованої у 250 м. від транспортної зупинки, у 2004 р. становила:

$$\begin{aligned} \text{ціна} = & -2797,49 + 4893,7 * 5 - 2,36647 * 250 + 368,906 * 60 - 4243,94 * 2 - 1630,3 * 2 = \\ = & 31465 \text{ дол.США} \end{aligned}$$

Виходячи з середньої вартості 1 кв.м. житла в м. Харкові у 2004 р. – 690 дол.США (див. дод. В), отримаємо загальну вартість такої квартири,

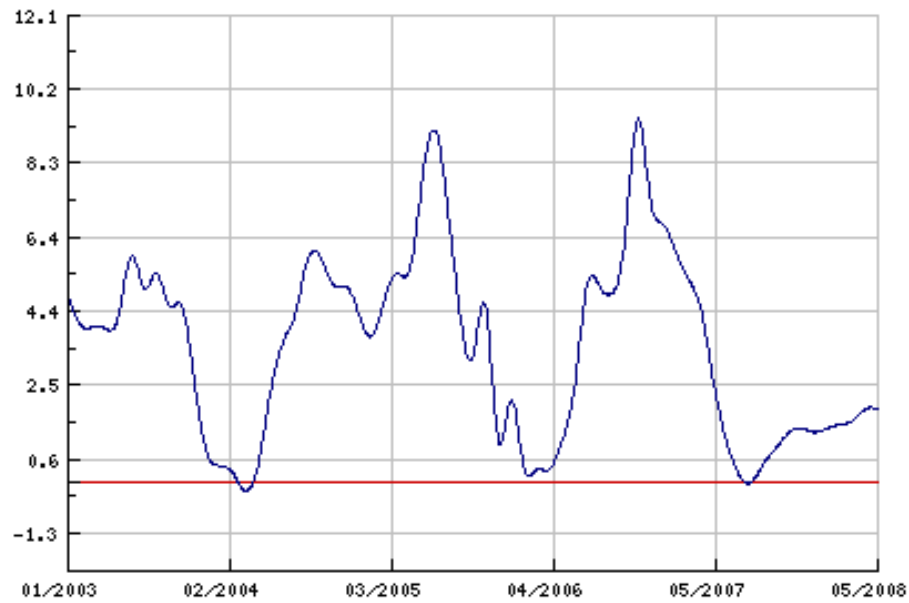
площею 60 кв.м., на рівні 41400 дол.США. Як можна бачити, при визначенні вартості житла необхідно забезпечити корегування на його індивідуальні характеристики, інакше виникає похибка у 30 відсотків його вартості.

Результати, отримані харківськими вченими, були застосовані державними органами на регіональному рівні при розробці й затвердженні методики визначення ринкової вартості нерухомості в багатоквартирних будинках з метою належного оподаткування [51, с.182]. На нашу думку, подібні кореляційно-регресійні моделі, а також наведений на рис. 1.4 індексний аналіз ціноутворення мають замінити існуючі чинні однобічні методи оцінки розвитку ринку. Адже часте застосування некоректних підходів у процесі аналізу ринку неоднорідної житлової нерухомості, закладення в цінові прогнози фінансових інтересів забудовників й агенцій нерухомості, а також складність визначення собівартості нерухомих об'єктів (а саме витрат будівельної компанії на купівлю земельної ділянки, отримання дозвільної документації та інші види витрат) обумовили значну непрозорість будівельного ринку та неоднозначність трактування економічних явищ на ньому.

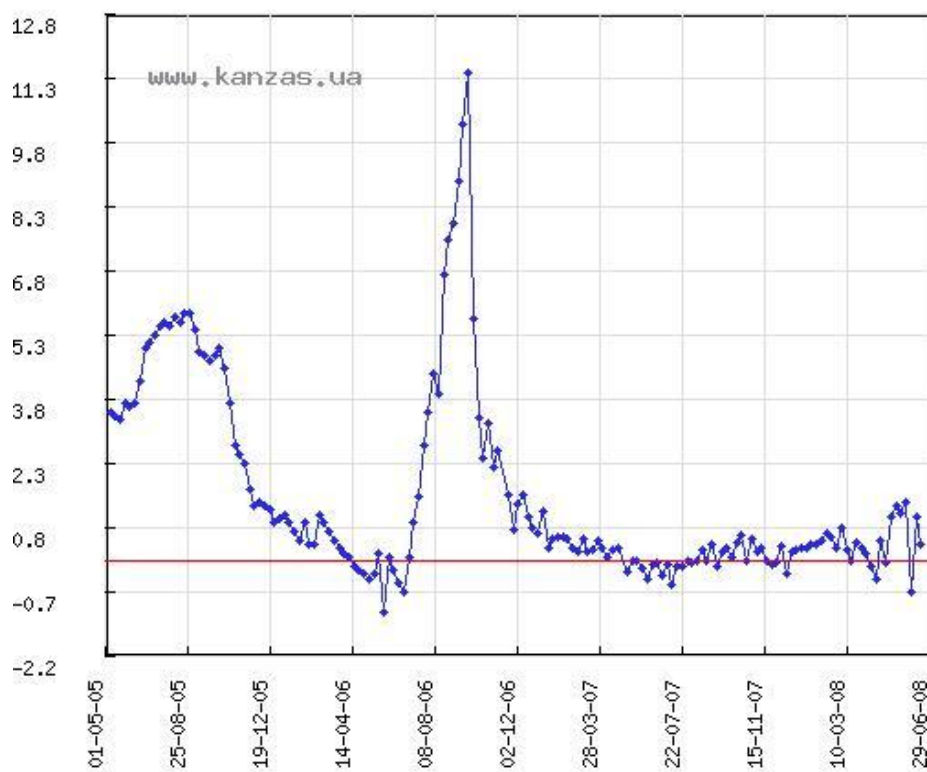
Методика щодо аналізу динаміки ціноутворення на ринку, застосовувана агенціями «Планета Оболонь» і «Канзас» (м.Київ) разом із аналітичним центром «Индикаторы рынка недвижимости» (м.Москва) [60; 63; 106] (див. рис.1.4) дає змогу визначити короткострокові перспективи його розвитку. На рис. 1.5 наведено динаміку цінових очікувань на ринку житлової нерухомості м.Києва у ретроспективі.

На рис. 1.5 графіки цінових очікувань не мають суттєвих відмінностей між собою. Вірогідність вказаної прогнозової динаміки в цілому по ретроспективі розвитку не підтверджується емпіричними графіками, наведеними на рис. 1.4, оскільки за основу такої динаміки було взято методику побудови трендів поточного розвитку, тоді як функціональність динаміки має виправдовуватись лише при незначних змінах на ринку. Тому в умовах відносно «кволого» розвитку столичного ринку з початку 2007 р. до сьогодні зазначе-

ний прогноз був справедливим і підкріплювався аналогічними передбаченнями вітчизняних аналітиків [86, с. 128-133].



а) АН «Планета Оболонь»,



б) АН «Канзас»

Рис. 1.5. Динаміка індексу цінових очікувань на ринку житла м.Києва за даними агенцій нерухомості (приріст, %).

Джерело: [63; 106]

З рис. 1.5 можна зробити висновок про поступове горизонтальне вирівнювання тренду цінових очікувань з середини 2007 р. по мірі поступового насичення платоспроможного попиту. Поточний прогноз щомісячного приросту індексу цін на нерухоме житло в м. Києві становить 1,7 відсотка. За таких умов річний приріст складе 20,4 відсотка, що на 4,5 відсотків перевищує рівень очікуваної річної інфляції (прогноз 20-тивідсоткового подорожчання житлової нерухомості підтверджує правильність експертного прогнозу щодо зростання вартості будівельних матеріалів саме на рівні 20%, див. останню позицію табл. 1.7).

Довготривала, кількарічна, стабільність високих цін на нерухомість свідчить про стійку інвестиційну привабливість будівельного сектора, оскільки це безпосередньо впливає на рентабельність девелоперів.

Висока вартість житла, яка у короткий термін перевищила фінансові можливості більшості населення, послужила приводом для широких дискусій щодо надприбутковості будівельних компаній. Зокрема, у ЗМІ експертами та деякими учасниками будівельного ринку зазначалися різні рівні рентабельності об'єктів житлової нерухомості: від 30%-150% [46, с.133] до 200%-300% [58; 134, с.129; 154, с. 33; 155, с.37]. Цим даним цілком відповідала інформація експертів щодо середньої собівартості 1 кв.м. новозбудованого житла на поч. 2006 р.: 650 дол. США – м. Київ [5; 93; 141, с. 67], 550 дол. США – в середньому по території України [93, с.58].

На основі вивчення аналітичного кошторису усередненої вартості стандартного 16-типоверхового будинку в м. Києві на кін. 2005 р. (див. додаток 3, табл. 3.1), а також кошторисів будівництва ще 32-х житлових об'єктів у м. Києві за даними [23, с. 126] можна зробити висновок про їх відповідність раніше наведеним статистичним даним щодо динаміки кон'юнктури на ринку будівельних матеріалів [9, с. 110, 112]. Ураховуючи середню вартість житла у 2005р. – 1550 дол. США (див. дод. В), або зазначену в дод. 3, табл.3.1 ринкову ціну 1400 дол. США, можна зробити висновок про потрібну рентабельність будівництва житла.

Проте, висока рентабельність будівництва з 2007 р. поступово скорочувалася, водночас на початок 2007 р. Держбудом було підвищено нормативний показник витрат на будівництво у столиці 1 кв.м. житла до 950 дол. США. Згідно кошторису, представленого в дод. 3, табл. 3.2, середня вартість 1 кв.м. житлової площі в об'єкті індивідуального планування за адресою м. Київ, вул. Дегтярівська, 28, за даними на поч. 2007 р., становила 5828 грн., або 1155 дол. США. Це додатково підтверджує усереднений діапазон собівартості житла та, зважаючи на ціни реалізації первинної нерухомості, - високу прибутковість будівельних компаній.

Отже, розвиток вітчизняного житлового будівництва протягом 2002 - І пол. 2008 рр. відбувався за сприятливих умов стрімкого зростання ринкової вартості будівельних об'єктів житлового призначення при водночас неадекватно повільному зростанні їх собівартості. У такій ситуації рентабельність будівельних проектів по усій Україні (а не лише в межах столиці) підчас складала 200%-300%.

За сприятливих економічних умов протягом 2002-2007 рр. будівельна галузь отримала прискореного розвитку. Це підтверджує ретроспективна динаміка кількості будівельних компаній в Україні, наведена на рис. 1.6.

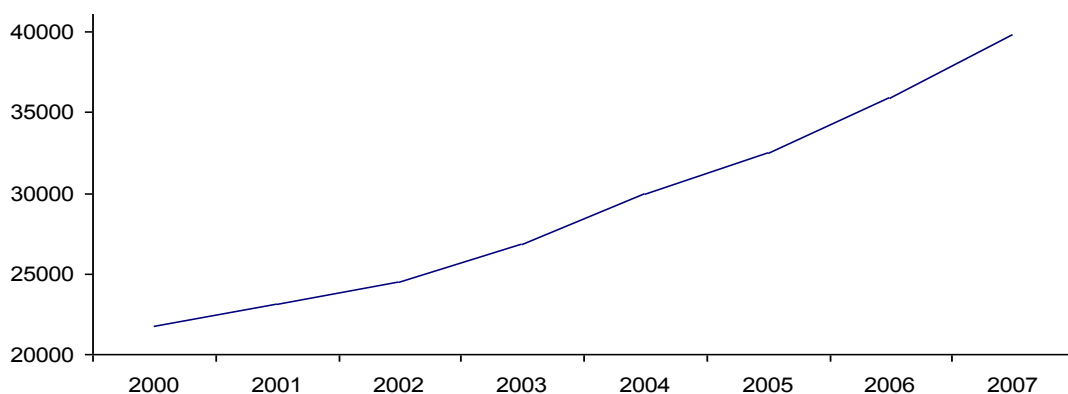


Рис. 1.6. Динаміка кількості будівельних підприємств протягом 2000-2007 рр.

Джерело: [33; 50, с.32; 70, с.134; 143, с.235]

Протягом 2000-2007 рр. кількість будівельних компаній зросла з 21716 до 39781, або на 83,6 відсотка. При цьому поточні темпи зазначеного розвитку були прогресуючими: річні обсяги зростання чисельності компаній протя-

гом 2002-2007 рр. становили відповідно 5,8%, 9,8%, 11,4%, 8,7%, 10,3% та 10,9%.

Кількісне зростання галузі підкріплюється вартісними показниками динаміки інвестицій у будівництво на рисунку 1.7.

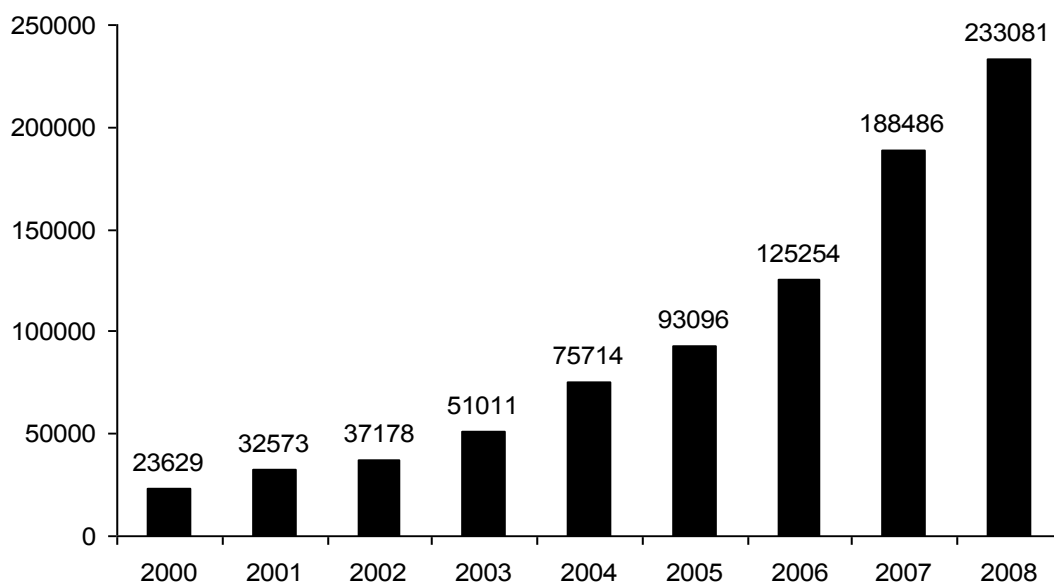


Рис. 1.7. Інвестиції у будівництво у 2000-2008 рр. (у фактичних цінах, млн.грн.).

Джерело: [33]

Рис. 1.7 свідчить про зростання інвестицій протягом 2000-2008 рр. з 23629 млн.грн. до 233081 млн.грн., або у 10 разів. Щорічне нарощування обсягів інвестицій відбувалося галопуючими темпами, підчас досягаючи 50-тивідсоткового рівня.

Такому зростанню галузі сприяло значне підвищення цін на об'єкти нерухомості при неадекватно нижчих темпах зростання вартості будівельних матеріалів та, як наслідок, - висока прибутковість бізнесу. Це підтверджують офіційні дані Державного комітету статистики на рис. 1.8.

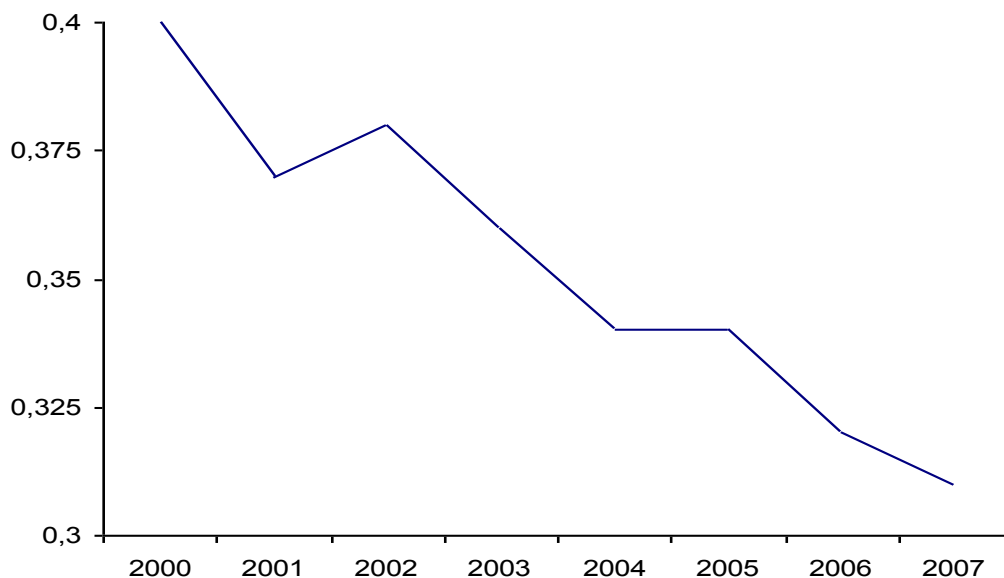


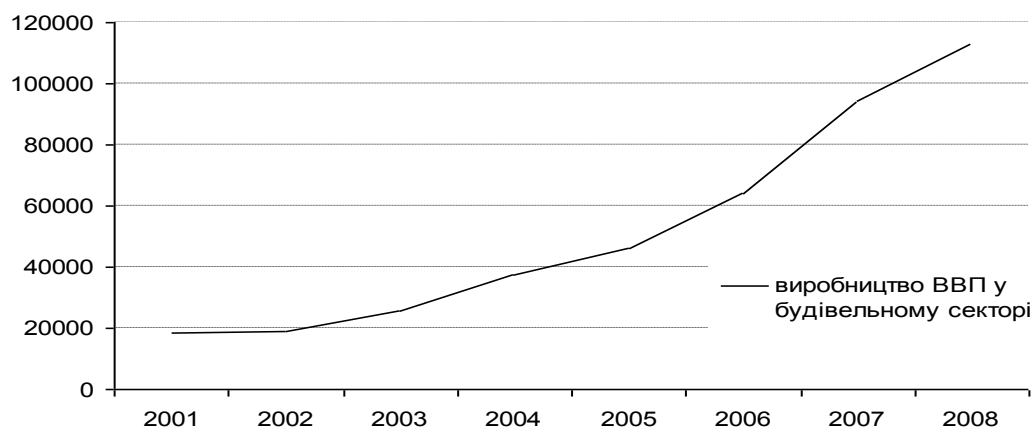
Рис. 1.8. Частка збиткових підприємств у будівельному секторі (у відсотках)

Джерело: [31, с. 235; 33]

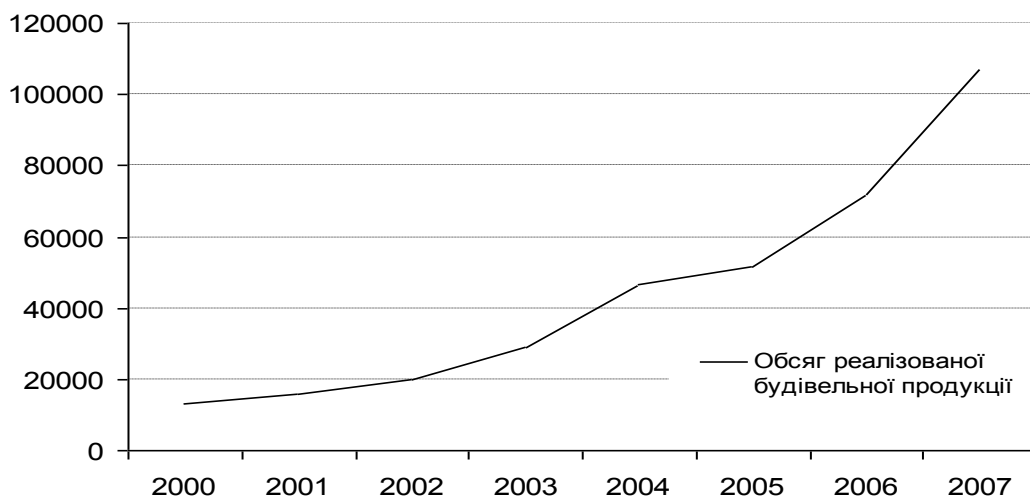
Отже, за 7 років офіційна кількість збиткових будівельних компаній на ринку знизилася на 9 відсотків і досягла третини від загального числа. Варто підкреслити певну викривленість зазначених офіційних даних з причини значної непрозорості учасників будівельного ринку для податкового обліку.

Зростання чисельності компаній цього сектору як із вітчизняними, так із зарубіжними інвестиціями, стало чинником прямопропорційного зростання обсягів виробництва ВВП у будівельному секторі, а також реалізації будівельної продукції протягом 2000-2006 рр. (чинником останнього також виступає стійка цінова кон'юнктура на ринку), що представлено на рисунку 1.9.

Ідентичність поліноміальних трендів виробництва і реалізації на рис.1.9 свідчить про стійке зростання галузі. Протягом 2002-2006 рр. зберігається стабільний розрив між загальними обсягами виробництва (загальної собівартості) і реалізації будівельної продукції, що говорить про збереження прибутковості галузі.



а) динаміка виробництва ВВП у будівельному секторі, млн.грн.;



б) загальні обсяги реалізованої будівельної продукції у фактичних цінах, млн.грн.

Рис. 1.9. Динаміка розвитку вітчизняного будівельного сектору

Джерело: [33; 143, с. 34].

Прискорений розвиток будівельного сектору (і житлового будівництва зокрема) був обумовлений не тільки ціновим фактором, що є нормальною економічною закономірністю. Цей розвиток також підкріплюється зростанням валового виробництва в інших сферах діяльності, продукція яких виступає сировиною і матеріалами у будівельних процесах (металургія: металоко-нструкції, металевий лист, трубопрокат; хімічний сектор: лакофарбові вироби, пінобетон; транспортний сектор; важке машинобудування тощо). Це обумовлює діалектичний взаємозв'язок будівництва із іншими сферами економіки і, як наслідок, із ВВП країни в цілому. Підтвердженням цього виступає ідентичність поліноміальних трендів виробництва загального ВВП країни і у будівельному секторі зокрема (див. рис. 1.9 і 1.10).

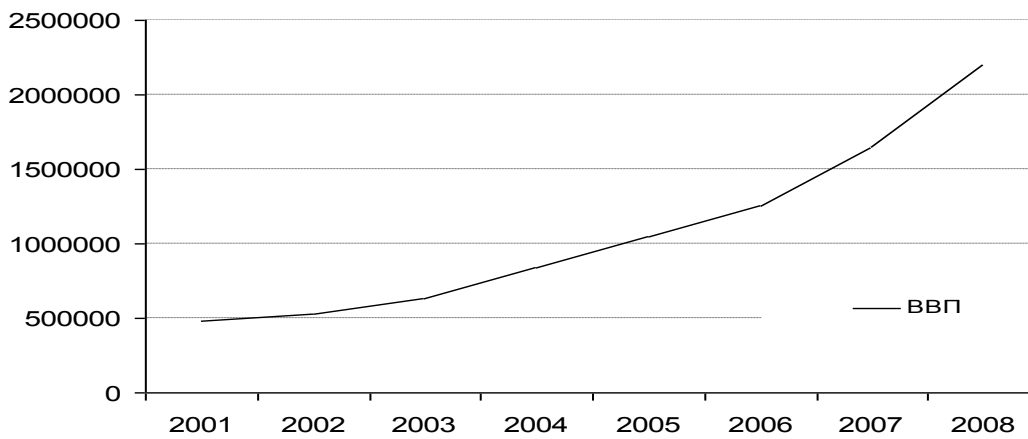


Рис. 1.10. Виробництво ВВП України, млн.грн.

Джерело: [33]

Рисунок 1.10 також свідчить про поступове піднесення вітчизняної економіки, проте, у будь-якій економіці світу існують проблеми і суперечності. Вітчизняне будівництво (і житлове будівництво зокрема) не є виключенням. До найбільш гострих проблем його розвитку в 2008 р. належали:

1. Відсутність ліквідного забезпечення по банківських кредитах. З причини значної капіталоемності будівельного виробництва девелопери часто не можуть задовольнити фінансово-господарські потреби лише за рахунок власного капіталу. Проте, як вже зазначалося, компанії мають на балансі лише низьколіквідні специфічні основні засоби та об'єкти незавершеного будівництва, що значно скорочує можливості банківського кредитування.
2. Диспропорції територіальної структури виробництва будівельних матеріалів, що призводить до значних регіональних коливань цін на основні будматеріали (напр., бетону) [48, с.87; 146, с.108]. Це унаочнено в табл. 1.8 за даними на квітень 2005 року.

У нижченаведеній таблиці вказано середні ціни видів будівельної продукції першої необхідності, що виготовляються з бетону і залізобетону, та коефіцієнти вартості такої продукції у регіонах відносно цієї середньої ціни. Як свідчать дані, між максимальними та мінімальними значеннями коефіцієнтів за окремими видами продукції у 2005 р. залишалася істотна різниця. Особливо значними є розриви у ціні за 1, 2 та 3-м видами з наведеного асортименту продукції, що складають відносно 77, 91 та 89 пунктів.

Таблиця 1.8

Середні оптові ціни по Україні на основні групи будівельних матеріалів та регіональні коефіцієнти до них станом на 1 квітня 2005 р.

Найменування матеріалів та виробів.	Одиниця вимірювання	Середня ціна	Найменування регіонів.										Відхилення (ціна _{max} – ціна _{min})	
			Вінницька обл.	Дніпропетровська обл.	Донецька обл.	Житомирська обл.	Запорізька обл.	Івано-Франківська обл.	Київ та область.	Луганська обл.	Львівська обл.	Одеська обл.		Полтавська обл.
1. Блоки фундаментні з важкого бетону	шт.	74,54	0,99	1,03	1,3	0,82	1,53	1,16	0,82	0,76	1,59	1,07	1,12	0,77
2. Плити стрічкових фундаментів	шт.	270,51	0,82		1,48	0,57		0,89	1,05	0,75		0,59	1,06	0,91
3. Свай забивні суцільного перетину залізобетонні	шт.	463,01	0,71		1,6				0,89				0,76	0,89
4. Блоки стінові з коміркового цементного бетону	м ³ .	229,19			0,89	1,03	0,96		1,06					0,17
5. Плити та панелі перекрив'я суцільні плоскі.	шт.	397,9	0,83	0,51	0,67		0,59	0,5			0,63			0,33
6. Панелі, плити багатопустотні залізобетонні.	шт.	363,17	0,9	0,79	1,29		1,24	1,1	0,98			0,94	1,02	0,39

Джерело: [48, с.87; 146, с. 108]

Отже, у регіонах, де виробництво вищезазначеної продукції відсутнє, будівельні витрати девелоперів зростають. Оскільки з 2005-го року в Україні не закладено жодного нового цементного заводу (у 2009р. в Україні працювало всього 9 цементних заводів), а також крупного підприємства з виробництва будматеріалів, тоді можна зазначити, що галузева диспропорція суттєво не змінилася й надалі. Із 2007 р. будівельні компанії були вимушені задовольняти все зростаючий попит на будівельні матеріали закордоном. Наприклад, замовлення на партії бетону, основної й облицювальної цегли на поч. 2008 р. розміщувалися на місяці заздалегідь.

3. Ускладненість процедур виділення земельних ділянок під забудову в умовах чинного мораторію на продаж земель несільськогосподарського призначення, відсутності затвердженого Земельного кадастру та відсутності генеральних планів забудови переважної більшості обласних та районних центрів. Як вже зазначалося вище, це обумовлює зростання собівартості реалізації житлових об'єктів на 20-30 відсотків [48, с.90].
4. Нерозвинутість організованого фондового ринку та закритість доступу будівельних компаній на нього. Акції менше 5 відсотків (див. розд. 2.1 дисертації) усієї кількості вітчизняних загальнобудівельних організацій (код ЗКГНГ – 61110, код за КВЕД – 45.21.1) представлені на організованому фондовому ринку, що обмежує девелоперам можливості залучення капіталу (значного збільшення власної ринкової капіталізації).

Світова фінансова криза негативно позначилася на вітчизняній економіці. Лише за 2008 р. індекс ПФТС знизився майже 5,5 рази, з 1108 до 205 пунктів. Внаслідок цього також суттєво обмежився доступ будівельних компаній до боргового капіталу через випуск власних та іпотечних облігацій.

5. Фінансова криза кредитного ринку. Внаслідок світової фінансової кризи, що розпочалася з серпня 2007 р., на вітчизняному фінансовому ринку з квітня 2008 р. також спостерігаються кризові явища. Це виявилось

у гострому дефіциті кредитних ресурсів і, як наслідок, їх поступовому дорожчанні (див. рис. 1.11), а також суттєвому уповільненні темпів кредитування підприємств.

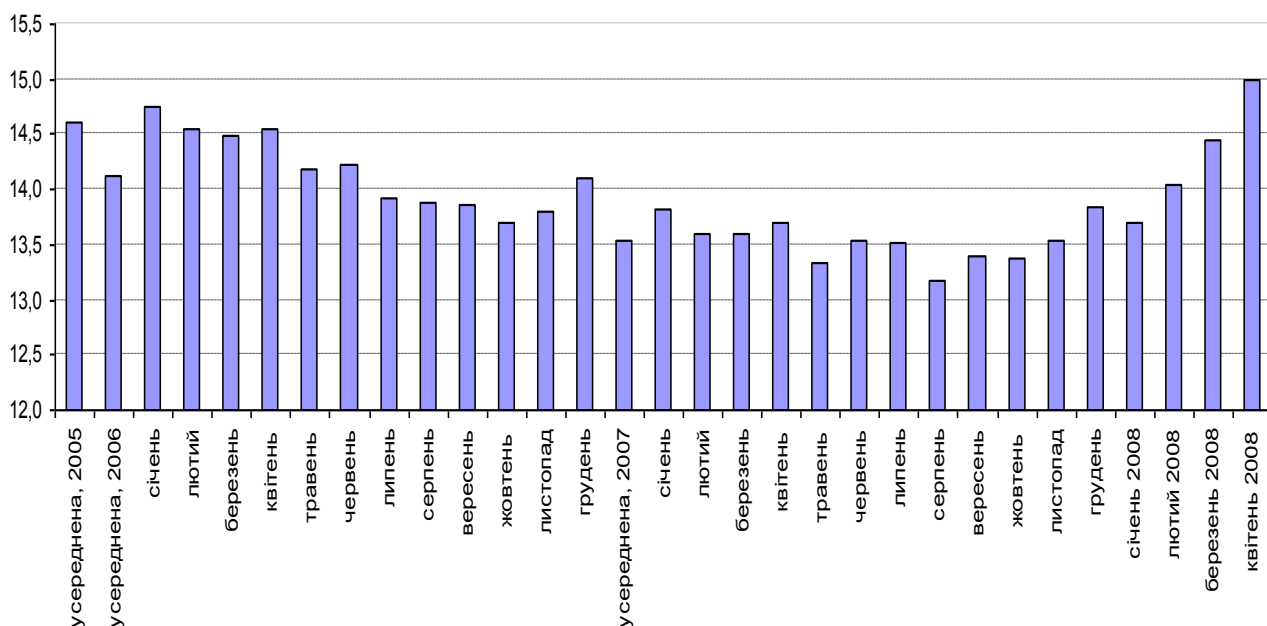


Рис. 1.11. Динаміка ринкових ставок з банківського кредитування компаній-резидентів (у відсотках річних)

Джерело: [89]

На рис. 1.11 показане поступове дорожчання банківських кредитів із серпня 2007 р. на 1,8 відсотка. У середині 2009 р., в розпал фінансової кризи, вартість таких кредитів у національній валюті зросла до 20-25 відсотків річних (валютне кредитування повністю припинилося).

Дорожчання банківських кредитів значно ускладнює прямий доступ будівельних компаній до джерел позикового капіталу. Це також стосується іпотечних ресурсів фізичних осіб як потужного джерела опосередкованого фінансування банками будівельних підприємств. З серпня 2007 р. такі ресурси у національній валюті дорожчали у півтора рази.

Отже, на сьогодні в вітчизняному житловому будівництві склалося багато проблем і суперечностей. Перш за все, це відсутність ліквідного забезпечення по банківських кредитах та значна ризиковість діяльності, пов'язана із довготривалістю й капіталоємністю операційного циклу. Також – усі вищеперелічені проблеми. Все це суттєво гальмує бурхливий розвиток сектору.

Проте, за збереження умов сприятливої ринкової кон'юнктури, а також постійного розвитку нових фінансових механізмів залучення капіталу в житлове будівництво, розвиток сектора відбуватиметься й надалі. Про це йтиметься у наступному пункті дисертаційного дослідження.

1.3. Види й шляхи формування залученого капіталу підприємств

Операції із залучення підприємством капіталу є складовою його фінансової діяльності. *Фінансова діяльність – це сукупність операцій, які призводять до зміни величини та/або складу власного та позикового капіталу* [107, с.536]. При цьому збільшення обсягів капіталу передбачає залучення підприємством кредитних або інвестиційних ресурсів.

В умовах поступового розвитку вітчизняного фінансового ринку кредитні та інвестиційні відносини між суб'єктами фінансового ринку та будівельними компаніями також еволюціонують, з'являються нові шляхи залучення капіталу, тобто нові послуги з кредитування будівництва, лізингу основних засобів та інноваційні фінансові інструменти (як-то іпотечні облігації, затверджені Законом України «Про іпотечні облігації» [122], та іпотечні сертифікати [121]).

На нашу думку, основними напрямками залучення капіталу будівельними компаніями є:

1. Кредитування: банківське, лізингове, товарне, інше.
2. Випуск і розміщення боргових або деривативних цінних паперів: корпоративних облігацій, іпотечних (цільових) облігацій або іпотечних сертифікатів, векселів.
3. Формування кредиторської заборгованості по товарах (послугах) та інших поточних зобов'язаннях за розрахунками.
4. Емісія (у т.ч. додаткова) та розміщення власних акцій.
5. Корпоративне злиття або поглинання (М&А).

6. Залучення у незавершене будівництво інших підприємств на умовах субпідряду (через уступку майнових прав за будівельним договором або сумісну діяльність на основі відносин замовника будівництва й землекористувача) або на умовах корпоративного альянсу.

Розкриємо сутність цих напрямів залучення капіталу, що складають фінансову діяльність підприємства, та їх прийнятність для будівельних компаній відносно до реалій вітчизняного фінансового ринку.

Сутність кредитування детально розкрито в п. 1.1 дисертаційного дослідження. Розглянемо види кредитів.

Банківський кредит – це економічні відносини, що виникають у зв'язку із наданням банком грошових коштів іншому господарському суб'єкту у позику для цільового використання на обумовлений термін під певний відсоток [12, с. 565; 107, с.524; 162, с.252]. Бланк І.О. окрім традиційного банківського кредиту розрізняє ще десять видів банківських кредитів, показаних на рис.1.12:

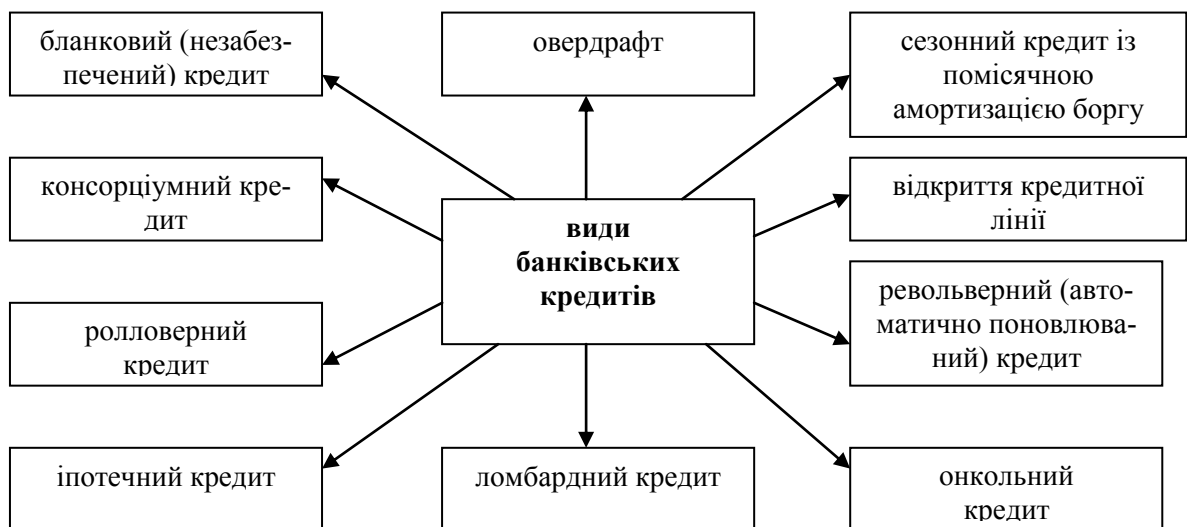


Рис. 1.12. Основні види банківських кредитів, що надаються підприємствам

Джерело: [12, с. 566]

Разом з тим, на сьогодні у вітчизняному будівельному секторі мають місце лише три з них: овердрафт, іпотечний кредит та кредитна лінія. Визначимо сутність цих кредитних послуг.

У разі укладання угоди з банківською установою про надання підприємству овердрафту відкривається контокорентний рахунок. Він поєднує в собі характеристики розрахункового, кредитного та депозитного рахунків. При виникненні від'ємного операційного сальдо підприємство зобов'язується сплачувати банку встановлений відсоток за користування кредитом. При позитивному залишку банк має нараховувати за цією сумою на користь підприємства оговорені договором відсотки. Приймаючи велику капіталоємність й значну тривалість будівельного циклу, можна зробити висновок про затребуваність овердрафтного кредитування у будівництві лише при необхідності негайного покриття відносно невеликих фінансових зобов'язань (заборгованості перед постачальниками або з оплати праці).

Договір кредитної лінії передбачає умови й граничний ліміт надання кредиту, в якому протягом оговореного терміну може виникати потреба з боку позичальника. При цьому головними зручностями для підприємства є можливість використання коштів суворо за існуючими нагальними потребами та легкість оформлення документів на негайне кредитування (за наявності раніше укладеного договору кредитної лінії). Основною вадою цього виду кредитування є встановлений банком розмір комісійної винагороди за лімітною, а не фактичною, сумою виданого кредиту. Крім того, банк може анулювати угоду про кредитну лінію, якщо фінансовий стан будівельного підприємства погіршився. Зазначений тип кредиту є зручним для галузі, оскільки за тимчасового дефіциту власних коштів на рахунку дозволяє компаніям вчасно сплачувати послуги постачальників або субпідрядників, а поступові надходження від інвесторів покривають зобов'язання перед банком-кредитором.

Наступною формою банківської позики виступає іпотечне кредитування. Для вітчизняних підприємств будівельного сектору воно є зручним, оскільки має довгостроковий характер. Також до переваг кредиту належить те, що він надається під заставу земельних ділянок та основних засобів I групи (будівлі, споруди, об'єкти незавершеного будівництва). При цьому заставлене майно продовжує знаходитися у використанні позичальника.

Іпотечні кредити для будівельних підприємств є зручними з причини можливості надання у заставу земельних ділянок, де ведеться будівництво. Водночас до 2006 року це було проблемою для банків, оскільки у разі банкрутства позичальника (або іншої причини неповернення кредиту) виникала необхідність додаткового фінансування знесення об'єктів незавершеного будівництва зі заставленої землі, що переходить у власність кредитора. Водночас цей випадок міг мати кілька варіантів вирішення, включаючи можливість фінансування банком завершення будівельного проекту або переуступку прав іншому підряднику для завершення будівництва.

Верховною Радою України 22 грудня 2005 року було затверджено зміни до Закону України «Про іпотеку» [120], згідно з якими земельні ділянки та об'єкти нерухомості на них розглядалися як цілісний майновий об'єкт. Це внесло певні корективи в практику іпотечного кредитування. Вплив зазначеного законопроекту на обсяги надання подальших позик важко однозначно охарактеризувати з причини відсутності в країні відповідної статистики.

З метою оцінки перспектив розвитку банківського кредитування вітчизняних будівельних компаній охарактеризуємо інші види банківських кредитів та причини їх незатребуваності на ринку.

Бланкові кредити не забезпечуються ні заставою, ані гарантією погашення з боку третіх осіб. Як правило, надаються комерційним банком, що здійснює розрахунково-касове обслуговування підприємств. Фактичним забезпеченням таких кредитів слугують розміри дебіторської заборгованості підприємства та його кошти на рахунках у тому ж банку. В силу підвищеної ризиковості, пов'язаної з формальною незабезпеченістю, бланкові кредити не мають значного грошового вираження і носять короткостроковий характер, тому у капіталоемній і довготривалій будівельній сфері економіки не застосовуються.

Особливості сезонного кредиту з щомісячною амортизацією боргу полягають у прив'язці умов кредитування до певного річного проміжку часу, в якому у підприємства виникає підвищена потреба в додатковому фінансу-

ванні. Крім того, позичальник разом із щомісячними відсотковими платежами має погашати (амортизувати) рівними частинами «тіло кредиту». В процесі щомісячного зменшення «тіла кредиту» відповідно знижуються суми відсоткових виплат за користування залишками кредитних коштів. Отже, по завершенні терміну кредиту, тобто по зникненні сезонної потреби в коштах, позичальник сплачує банку менші відсоткові платежі, ніж на початку.

Проте, навіть з причини характерної житловому будівництву сезонності такі кредити є відносно короткостроковими. Для їх регулярного погашення компанії-позичальнику необхідні адекватні обсяги надходжень від покупців-інвесторів. Водночас літній період, коли темпи будівництва є найвищими і відповідно – найвищі потреби у кредитуванні, характеризується сезоном відпусток, традиційною макроекономічною дефляцією і відповідно – пасивністю покупців нерухомості. Такий часовий розрив між кредитною потребою і можливістю її погашення є, на нашу думку,

Основними відмінностями револьверного кредиту від попереднього є можливість вибору підприємством термінів та сум амортизації боргу в кінці кредитного періоду або протягом нього. Амортизація кредитних зобов'язань, внесена позичальником в банк, може знову повертатися до нього на протязі дії кредитного договору. Відсоткова ставка за револьверним кредитом є вищою за проценти по кредитній лінії. Револьверний кредит доки не отримав поширення у вітчизняній банківській практиці. На нашу думку, цей вид кредиту є зручним для будівництва з причини можливості амортизації в кінці терміну або у весінні й осінні періоди традиційного пожвавлення попиту на житловому ринку. Таким чином, надходження від інвесторів покриватимуть зобов'язання будівельної компанії перед банком. Проте, в умовах поточної кризи на вітчизняному фінансовому ринку револьверний кредит найближчим часом не отримає застосування.

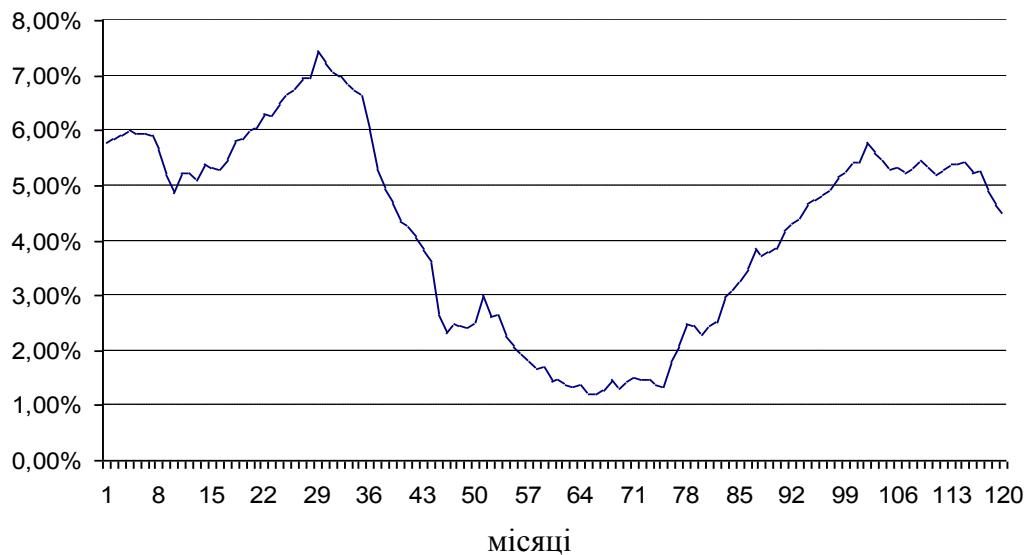
Онкольний кредит є короткостроковим без зазначення терміну вимоги. Зазвичай має бути погашений протягом трьох календарних днів з часу вимо-

ги. З причини короткостроковості онкольні кредити в фінансуванні будівництва взагалі не застосовуються.

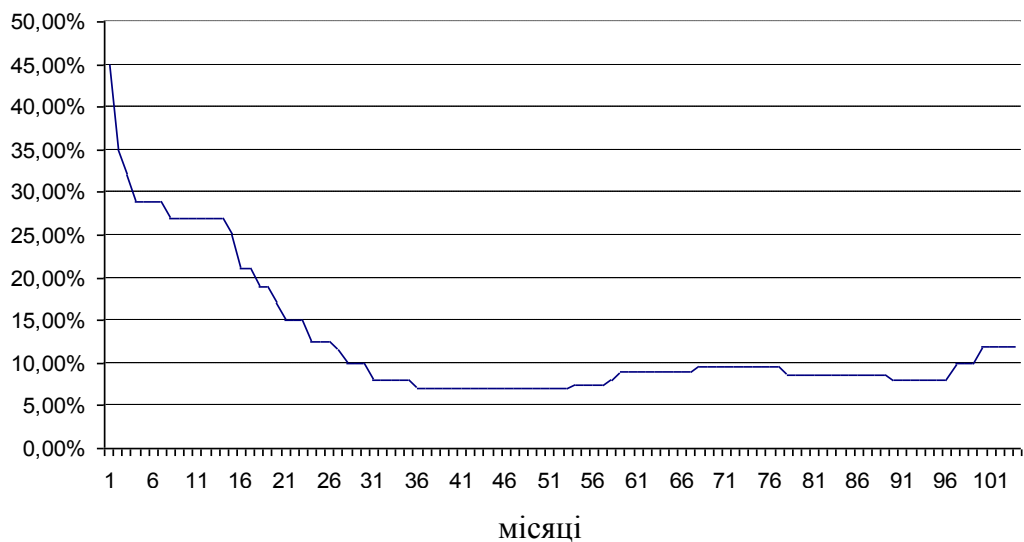
Ломбардні кредити надаються підприємствам будівельного сектору під заставу ліквідних активів (векселів, облігацій внутрішньої державної позики тощо). Сума кредиту передбачає наявність певного дисконту порівняно до вартості застави. Проте, відносно до вітчизняного будівництва з причин високої рентабельності та значної капіталоємності цього бізнесу компанії не мають потреби у відволіканні власних активів для інвестування в цінні папери та інші сфери бізнесу. Тому за відсутності у позичальників ліквідного забезпечення – цінних паперів, а також через короткостроковий характер такого кредиту (порівняно з довгостроковими потребами будівельного циклу) в Україні ломбардні кредити не мали поширення.

Ролловерне кредитування передбачає надання довгострокової позики за ставкою, що періодично переглядається кредитором (щоквартально, щопівроку). Регулярний перегляд ставки обумовлений постійною зміною економічного середовища країни, рівнем інфляції та поточної облікової ставки центрального банку.

В країнах із розвинутою економікою ці кредити набули значного поширення. Зокрема, у європейських країнах вартість кредитів суб'єктам господарювання (у т.ч. девелоперам) найчастіше орієнтується на ставки LIBOR або EURIBOR (Лондонська міжбанківська ставка пропозиції та Європейська міжбанківська ставка пропозиції). В Україні орієнтиром для ціноутворення на ринку кредитних ресурсів виступає рівень облікової НБУ. Динаміка цих ставок наведена на рис. 1.13.



а) LIBOR, 1998-2007 рр.;



б) облікова ставка НБУ, 2000-7.2008 рр.

Рис. 1.13. Щомісячна динаміка облікових ставок (у відсотках річних)

Джерело: [59; 163; 174]

Як можна бачити, розмір ставки LIBOR (як і EURIBOR) суттєво нижчий за розмір облікової ставки НБУ (за даними на 14.07.2007, розмір LIBOR за кредитами на 1 рік - 5,766%, EURIBOR - 3,525% [59; 163; 174]). Необхідно зазначити, що середня вартість 1-річних кредитів на вітчизняному міжбанківському ринку суттєво (часом, вдвічі) перевищує офіційну ставку НБУ. Крім того, на рис. 1.13 а) чітко проглядаються етапи економічного циклу (криза, депресія, поживавлення, піднесення), також набагато менший діапазон

щорічних коливань кредитних ставок, що свідчить про можливість середньотривалого довгострокового прогнозування цих ставок. Це суттєво знижує кредитні ризики для будівельних компаній на період реалізації будівництва. Проте, на сьогодні в Україні програми ролловерного кредитування не розвинуті, в основному з причини відсутності в позичальників достатнього майнового забезпечення. На нашу думку, такі фінансові послуги можуть суттєво знизити ризики кредиторів через консорціумну участь в процесі ролловерного кредитування.

Консорціумний кредит – рідке явище в Україні, особливо у будівельному секторі. Він передбачає одночасну участь декількох банків при наданні кредиту крупному позичальнику. Після укладання кредитного договору банк-агент акумулює кошти банків-учасників та перераховує їх позичальнику. За організацію кредиту та виконання функцій регулярного розподілу відсотків між кредиторами агентський банк утримує комісійні. За умов високої рентабельності і значної капіталоемності будівельного бізнесу консорціумний кредит виявляється досить зручним шляхом фінансування незавершеного будівництва, оскільки зазвичай є довгостроковим, значним за обсягами і дозволяє знизити кредиторські ризики у межах їх майнової участі. Проте, за умов поточної кризи на вітчизняному фінансовому ринку, підвищеної ризиковості будівництва та відсутності у позичальників достатнього забезпечення (застави) консорціумне кредитування не отримало поширення.

Відсутність достатнього забезпечення по кредитах є загальногалузевою проблемою. Формами забезпечення будівельними підприємствами банківських кредитів можуть виступати застава, гарантія або свідоцтво страхової компанії [73, с. 122]. Крім того, може відбуватися переуступка контрактів, дебіторської заборгованості, цінні папери, майнові права, права вимоги, що належать заставодавцю та інші його активи.

Кредитування є доволі поширеним шляхом залучення позикового капіталу у будівництво. Проте, з цим пов'язані певні незручності. Так, будівельним компаніям майже неможливо залучити банківський кредит для реалізації

будівельного проекту, не маючи ліквідної застави. При цьому специфіка діяльності компаній передбачає наявність на балансі значної частки низьколіквідних активів – незавершеного виробництва (будівництва) та основних засобів (специфічного будівельного устаткування різного ступеня зношеності). Специфічні основні засоби, як-то бурильно-кранові машини, автобетононасоси, автобетонозмішувачі, бордюроукладальники, віброплити тощо, не можуть виступати повноцінним забезпеченням за кредитами, оскільки у разі неповернення кредиту не можуть бути реалізовані за ринковою вартістю. Виробничі запаси (будівельні матеріали) не можуть виступати як забезпечення по кредитах, оскільки у більшості випадків виступають метою самого кредитування, є також специфічними і одразу надходять у виробництво з дуже тривалим терміном обороту. Забезпечення у вигляді земельних площ, де ведеться будівництво, за поточної нерозвинутості земельного ринку є високоризиковим і, за наявності на цій площі незавершеного об'єкта нерухомості, низьколіквідним.

Наступною перешкодою у кредитуванні будівельних підприємств виступає банківська вимога щодо обов'язкового надання позичальниками фінансових звітностей мінімум за 4 минулі звітні періоди. Ураховуючи довготривалість капітального будівництва, можна зробити висновок про нестабільну й нерегулярну прибутковість девелоперських компаній, що неодмінно відображається на їх кредитоспроможності.

Отже, стандартні вимоги щодо кредитоспроможності позичальника є занадто обтяжливими для будівельних підприємств. Проте, кредитування таких підприємств із поступовим розвитком вітчизняного фінансового сектора також еволюціонує. Зокрема, активізувалися процеси кредитування девелоперів, що входять до спільних із кредиторами фінансово-промислових груп (наприклад, з 2005 р. активному розвитку компаній «УкрСиббуд» та «УкрСибінвест» успішно сприяв АКІБ «УкрСиббанк») [44, с.39].

У банківському секторі із розвитком процесів корпоративних злиттів/поглинань унаслідок проникнення іноземного капіталу відбувається пере-

розподіл грошових ресурсів. Так, у вересні 2005 р. австрійський «Raiffeisen Bank» придбав АППБ «Аваль». Згодом транснаціональні корпорації «Banka Intesa» та «BNP Paribas» придбали АКБ «Укрсоцбанк» та АКІБ «УкрСиббанк» відповідно [16, с.42]. В результаті цього нарощений капітал дозволяє банкам поступово нарощувати власні кредитні портфелі, у т.ч. за рахунок надання позик будівельним підприємствам. Так, лише за 2005 р. найбільші девелопери м. Києва майже вдвічі збільшили обсяги позикового капіталу, зокрема ЗАТ «Укрреставрація», ВАТ «Домобудівельний комбінат-4», КП «Київ Житло-Інвест», тощо [44, с.40; 85, с.14]. Мотивуючим фактором цього довгий час було й поступове здешевшання вартості кредитних ресурсів на ринку (див. рис. 1.13, б).

Поява зарубіжних банківських структур на вітчизняному ринку сприяла розвитку нових послуг із кредитування економічних суб'єктів (у т.ч. будівельних підприємств). Зокрема, АКБ «Укрсоцбанк», 88,1% статутного капіталу якого належать транснаціональній фінансовій групі «Banka Intesa» [16, с.42], на початку 2007 р. запровадив такі фінансові програми співпраці з будівельними компаніями [109]:

- поточне кредитування генпідрядників та девелоперів будівельних проектів;
- кредитування покупців нерухомості, що реалізується девелоперами;
- спільне із компаніями створення фондів фінансування будівництва;
- створення й супроводження облігаційної схеми реалізації квартир.

Одночасно із розвитком банківського кредитування будівельних підприємств в Україні як альтернатива поширюється *фінансовий лізинг*.

Дослідженням проблем лізингу приділено значну увагу з боку вітчизняних науковців, таких як Тавасієва А.М., Шелудько В.М., Шульга Н.П., Гребельний В.І. та ін. Визначення проблем лізингу обумовлює необхідність з'ясування його сутності в законодавчому полі та дослідженнях вчених.

Лізингові відносини в Україні регламентуються Господарським кодексом [27] і Законом «Про фінансовий лізинг» [126], згідно до ст.1 та 2 якого

фінансовий лізинг – «це вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу», за яким «лізингодавець зобов’язується набути у власність річ у продавця (постачальника) відповідно до встановлених лізингоодержувачем специфікацій та умов і передати її у користування лізингоодержувачу на визначений строк не менше одного року за встановлену плату (лізингові платежі)». Зазначений підхід підтримує переважна більшість авторів, наприклад, Тавасієва А.М. [83, с.60], Гриньова В.М. [30, с.178], Шелудько В.М. [157, с.256], Шульга Н.П. [107, с. 261].

На відміну від них, існує думка щодо обов’язковості викупу лізингового майна лізингоодержувачем у кінці терміну договору [12, с. 581; 28, с. 48]. Так, за Бланком І.О., *фінансовий лізинг (оренда) являє собою господарську операцію, що передбачає придбання орендодавцем на замовлення орендаря основних засобів із подальшим передаванням їх у використання орендаря на термін, що не перевищує період повної їх амортизації з обов’язковою передачею права власності на ці основні засоби орендарю* [12, с. 581].

А. Дамодаран, на відміну від Бланка І.О., в процедурі оцінювання позикового капіталу розглядає також операційну оренду [31, с. 283] (наприклад, підприємство орендує офісне приміщення на 12 років й укладає угоду про оренду із власником приміщення, погоджуючись платити фіксовану суму щорічно протягом обумовленого періоду. А.Дамодаран не бачить значної різниці між цим зобов’язанням і грошовою позикою в банку за умови виплати суми боргу за 12 років рівними щорічними внесками). Разом із тим, ми не вважаємо передавання права власності на орендовані основні засоби орендарю по закінченні терміну оренди обов’язковою умовою фінансового лізингу як різновиду кредитування. Крім того, на думку Катиріна С.Н. та Васильєва Н.М. [22], лізинг у широкому розумінні являє собою систему підприємницької діяльності, яка включає в себе три види організаційно-економічних відносин: орендні, інвестиційні та торгові, зміст кожного з яких повністю не вичерпує сутності специфічних фінансово-майнових лізингових операцій.

Існує також відмінний від усіх вищенаведених визначень узагальнений підхід, за яким лізинг визначають як договір довгострокової оренди [17, с.200]. На нашу думку, цей підхід не передбачає ключову – інвестиційну складову лізингового процесу, а саме – можливість викупу основних засобів у кінці терміну оренди за залишковою вартістю або, якщо вона є повністю відшкодованою лізингодавцю, - право безпечельного переходу засобів у власність орендаря. На нашу думку, найбільш повним є наступне визначення з Господарського кодексу України: лізинг — це господарська діяльність, спрямована на інвестування власних чи залучених фінансових коштів, яка полягає в наданні за договором лізингу однією стороною (лізингодавцем) у виключне користування другій стороні (лізингоодержувачу) на визначений строк майна, що належить лізингодавцю або набувається ним у власність (господарське відання) за дорученням чи погодженням лізингоодержувача у відповідного постачальника (продавця) майна, за умови сплати лізингоодержувачем періодичних лізингових платежів [27, стаття 292].

Бланк І.О. виділяє такі основні кредитні характеристики фінансового лізингу [12, с. 581]:

- 1) фінансовий лізинг задовольняє потреби у найбільш дефіцитному виді позикового капіталу – довгостроковому кредиті. Для будівельних підприємств нерозвинутість лізингового ринку в цьому сенсі значно гальмує процеси нарощування виробничих потужностей;
- 2) фінансовий лізинг задовольняє конкретну цільову потребу підприємства у позикових коштах. При залученні обладнання на умовах лізингу виключається необхідність додаткового залучення капіталу з інших джерел;
- 3) лізингове обладнання виступає повним забезпеченням кредиту, що знижує кінцеву вартість його залучення. Це пояснюється зниженням ризиків непогашення кредиту за рахунок страхування предмета лізингу та можливості його реалізації у випадку банкрутства позичальника. Ці умови справедливі й для певних видів будівельної техніки, що залучається у виробництво через лізинг;

4) фінансовий лізинг дозволяє будівельному підприємству зменшити податкову базу, оскільки згідно зі ст. 7.9.6 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» [123] лізингові платежі належать до валових витрат підприємства;

5) фінансовий лізинг забезпечує гнучкість термінів платежів з його обслуговування. На відміну від стандартних умов банківського кредитування, лізинг передбачає різні схеми погашення зобов'язань. Це пояснюється урахуванням характеру та терміну використання лізингового обладнання. На нашу думку, при залученні будівельного устаткування через лізинг варто приймати до уваги тривалість виробничого циклу позичальника і пов'язані з нею терміни формування прибутку (грошових надходжень на рахунок орендаря);

6) процедура оформлення операції фінансового лізингу за кордоном є значно простішою порівняно з банківським кредитом. Меншим витратам часу на оформлення лізингових договорів сприяє суворо цільове спрямування кредиту та його надійна забезпеченість предметом лізингу. Нажаль, в Україні фінансовий лізинг супроводжується збором з боку позичальника тієї ж самої документації, що й при оформленні банківського кредиту. На наш погляд, це пояснюється нерозвиненістю вторинного лізингового ринку та тісною прив'язкою лізингових компаній до материнських банківських структур;

7) фінансовий лізинг знижує вартість кредиту за рахунок ліквідаційної вартості предмета лізингу. Після відшкодування амортизації та сплати усіх лізингових платежів підприємство-орендар має право реалізувати обладнання за його ліквідаційною вартістю (іноді зі спекулятивним прибутком). Деколи відбуваються випадки реалізації обладнання орендарем за згодою кредитора з метою погашення усіх лізингових зобов'язань. В цьому разі після відшкодування вимог лізингодавця в орендаря також може залишитися частина спекулятивного прибутку;

8) фінансовий лізинг не потребує формування на підприємстві фонду погашення основного боргу у зв'язку з поступовістю його амортизації. Це позбавляє будівельні підприємства необхідності відволікання власних фінансо-

вих ресурсів із капіталоємного виробництва на акумулювання коштів у спеціалізованому фонді погашення;

9) забезпечення більш широкого діапазону форм платежів з обслуговування фінансового лізингу, на нашу думку, є дуже зручним саме для підприємств будівельної галузі. Це пояснюється можливістю єдиноразового погашення остаточної вартості лізингового обладнання по завершенні будівельного об'єкта за рахунок переуступки лізингодавцеві частини побудованих площ промислового, комерційного або житлового призначення.

Виходячи з наведених характеристик, можна зробити висновок про такі вагомі переваги лізингу відносно до банківського кредиту, як довгостроковість, забезпеченість заставою та порівняно менша вартість. Все це, разом із полегшеними вимогами до кредитоспроможності позичальника розв'язує вищенаведені основні проблеми, пов'язані з банківським кредитуванням будівельних підприємств. Тому від розвитку лізингового ринку в Україні безпосередньо залежать темпи нарощування виробничої бази будівельного сектору.

Охарактеризуємо поточний і перспективний розвиток вітчизняного лізингового ринку. До фінансової кризи 2008 року лізинговий ринок України демонстрував стабільно високі темпи приросту. Середній кількісний приріст лізингових компаній складав в середньому 40 відсотків на рік. Відповідну динаміку унаочнено на рис. 1.14.

№	Назва категорії	роки			
		2004	2005	2006	2007
1.	Кількість лізингових компаній, одиниць.	34	50	65	90
2.	Обсяги лізингового ринку, млн.грн.	1071	1738	3601	19148
3.	Усереднений портфель учасника ринку, млн.грн./компанія (р.2/р.1).	31,50	34,76	55,40	212,76

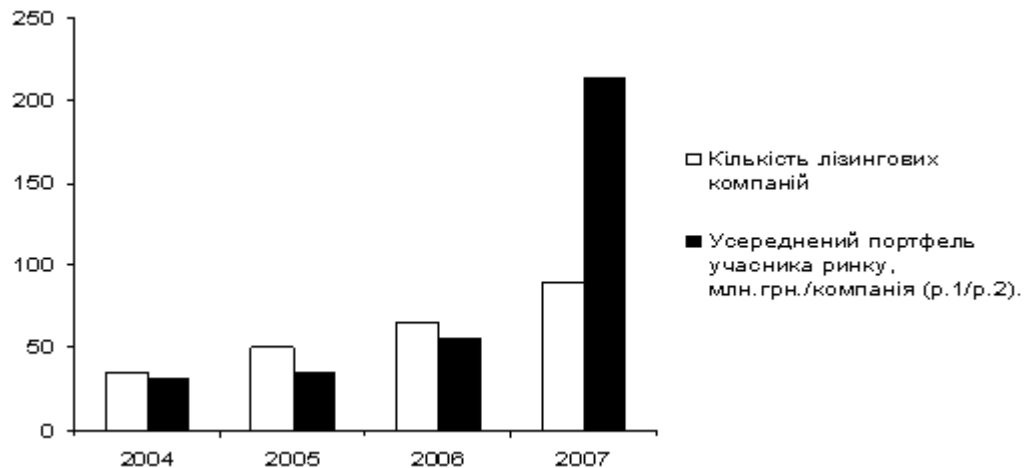


Рис. 1.14. Динаміка розвитку лізингу в Україні

Джерело: [55; 75, с. 2].

Показані на рис. 1.14 високі темпи кількісного зростання учасників ринку підтверджуються вартісними показниками зростання загального лізингового портфеля учасників ринку. При цьому за 2004-2007 рр. щорічні темпи нарощення лізингового портфеля учасників ринку прискорилися в 7 разів. Виходячи з таблиці, можна також зробити висновок про стабільне, гіперболічне, прискорення розвитку ринку, пік якого прийшовся на 2007 р. Визначальним фактором такого зростання ринку стали інвестиційні інтереси з боку крупних транснаціональних фінансових груп, таких як Unicredit Group, BNP Paribas, VAB тощо. Поглинання ними відповідно «Укрсоцбанку», «УкрСиббанку» та «ВАБанку» активізувало розвиток фінансових послуг взагалі і лізингу зокрема. Це підтверджують дані щодо зростання частки лізингового ринку у ВВП з 0,63% у 2006 році до 2,6% у 2007 році. Частка лізингу в загальнонаціональному показнику капітальних інвестицій за той же період збільшилася з 2,7% до 8,8%. Тобто вже на початку 2008 р. близько 10 відсотків капітальних інвестицій в країні здійснювалося за допомогою лізингових схем [37]. Проте, з настанням фінансової кризи 2008 р. функціонування ринку лі-

зингового кредитування в Україні припинилося. Водночас, із початку 2010 р. слід очікувати його повернення до минулих тенденцій розвитку.

Зростання інвестицій в будівництво протягом 2002-2007 рр. зумовило зростання капіталовкладень в основні засоби виробництва, зокрема, - у використання обладнання на умовах лізингу. Аналіз використання таких засобів у державах з розвинутою ринковою економікою свідчить про значну їх питому вагу у загальному обсязі [47, с. 98].

Оскільки сьогодні в Україні навіть на галузевому рівні не складається зведена звітність щодо використання в будівництві обладнання з лізингових джерел, можна лише припустити існування прямопропорційної взаємозалежності такого лізингу і загальної вартості основних засобів будівництва (зростання обсягів залучення будівельними підприємствами основних засобів на умовах лізингу обумовлює відповідне зростання загальної вартості основних засобів у будівельному секторі, і навпаки) та унаочнити відповідну статистичну динаміку на рис. 1.15.

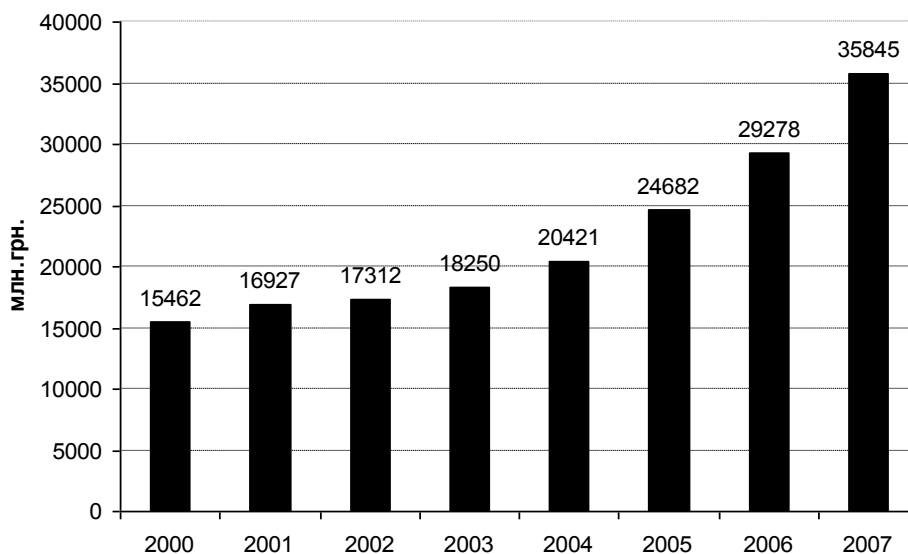


Рис. 1.15. Основні засоби будівництва (у фактичних цінах; на кінець року), млн. грн.

Джерело: [33]

На основі наведеного графіку можна зробити висновок про поступове зростання номінальних обсягів інвестування в основні засоби у будівельній галузі. Так, за даними Держкомстату, зростання інвестицій у 2003, 2004 та 2007 рр. відносно до попереднього року становило відповідно 37,21%,

48,43% та 22,4% [47, с. 98], що свідчить про значно стрімкий галузевий розвиток. При цьому середня питома вага інвестицій в основний капітал в загальному обсязі протягом 2003-2006 рр. становила 84,5%, що служить індикатором нормального розподілу виробничих витрат у будівництві на поточно-му етапі розвитку [47, с. 98]. Окрім того, можна припустити тотожність подібних тенденцій щодо змін в обсягах лізингового інвестування у капітальному будівництві, проте, їх частка в загальному розмірі інвестицій в основний капітал по кожному підприємству залишається доволі індивідуальною характеристикою.

Перелік основних засобів, яких можуть потребувати будівельні компанії, включає виробниче обладнання, транспорт для вантажоперевезень, будівлі, легкові автомобілі та комп'ютерне обладнання. На рис. 1.16 представлено чотирирічну динаміку структури лізингових компаній, що пропонують такі активи.

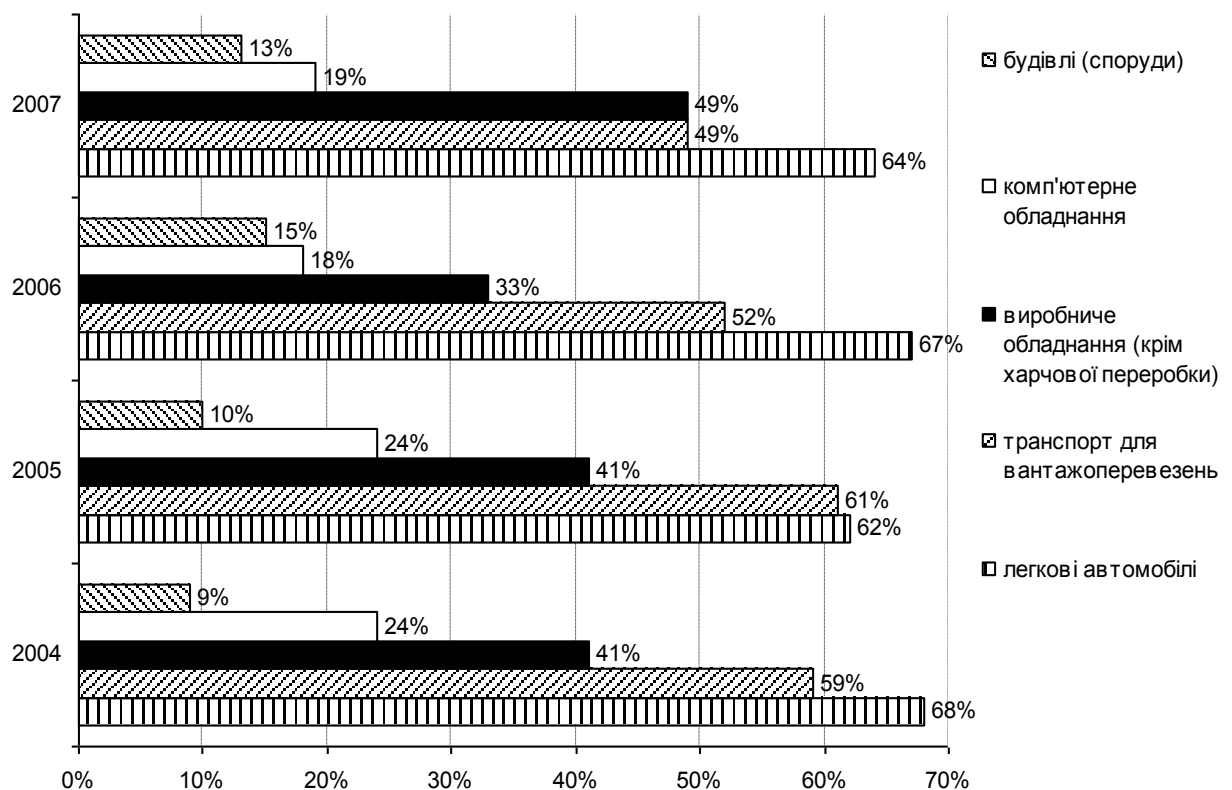


Рис. 1.16. Розподіл лізингових компаній за видами лізингових активів, в яких будівельні компанії мають господарський інтерес

Джерело: [37; 129, с.3]

Можна зробити висновок про 20-відсоткове зниження чисельності компаній, що пропонують виробниче (у т.ч. будівельне) обладнання до 41 відсотка на поч. 2008 р. Це, безумовно, є негативним явищем і підкріплене вартісним показником щодо незначної, 5-відсоткової, частки виробничого (у т.ч. будівельного) обладнання в загальному обсязі лізингового портфеля компанії на рис. 1.17, станом на 1.1.2008.

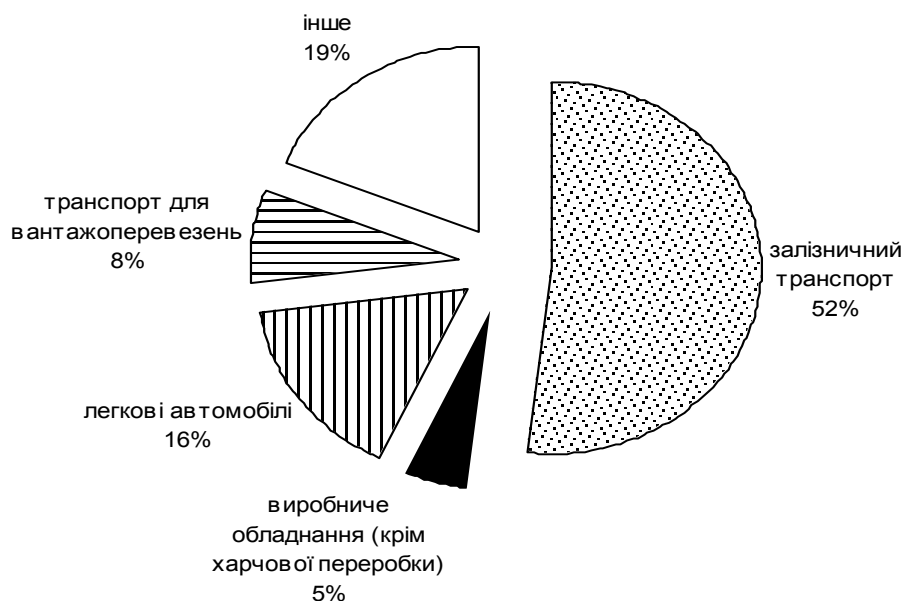


Рис. 1.17. Вартісний розподіл лізингового портфеля за видами предметів лізингу, станом на 01.01.2008

Джерело: [37; 129, с.2].

Найбільш зручною для будівельних компаній якістю лізингу виступає його довгостроковість. На рис. 1.18 відображено зміну загальної структури лізингових угод за критерієм їх тривалості за період 2003-2007 рр.

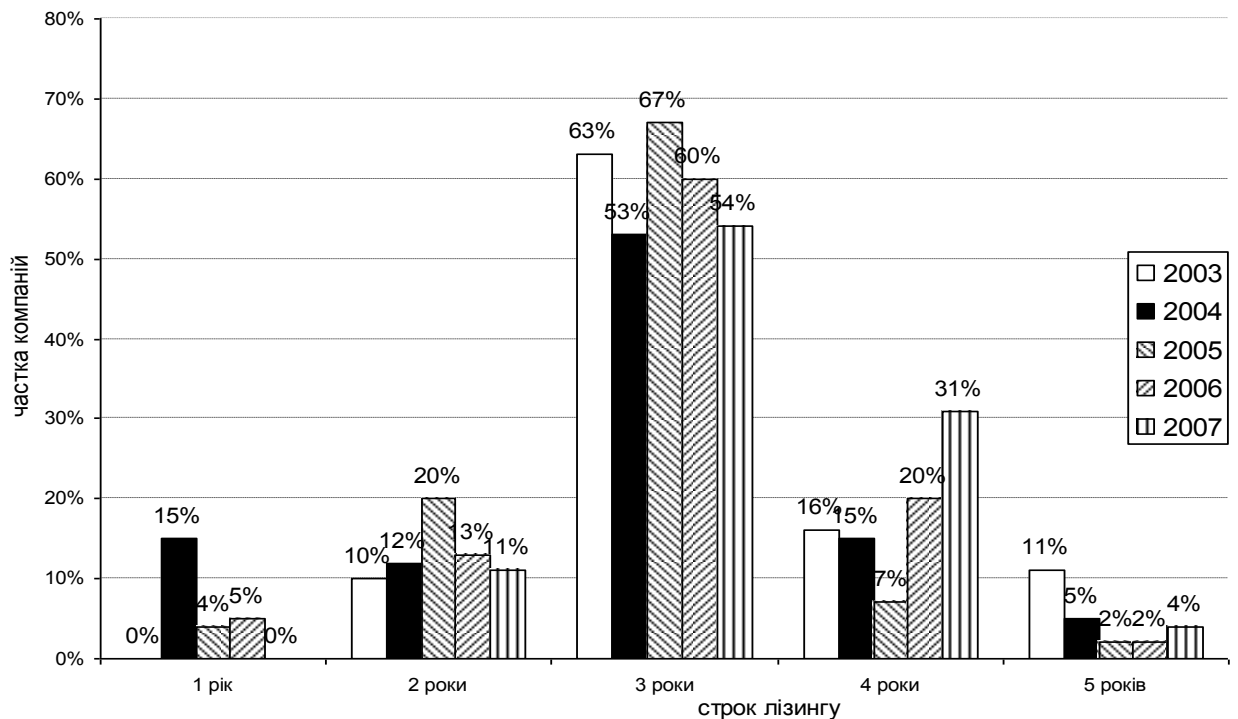


Рис. 1.18. Зміна у часі загальної структури лізингових угод за критерієм строку дії

Джерело: [37; 129, с.4]

Рис. 1.18 свідчить про значну питому вагу три- та чотирирічних договорів лізингу в загальному обсязі договорів, причому в останні 3 роки частка чотирирічних угод зростала відповідно на 13 та 11 відсотків. Частка п'ятирічних угод по найбільш капіталоємних об'єктах лізингу за 2005-2007 рр. мала тенденцію до зростання.

Отже, з вищенаведеного аналізу ринку лізингу випливає, що дана кредитна послуга в аспекті забезпечення виробництва основними засобами є дуже зручною для будівельних компаній порівняно з банківським кредитуванням. Крім того, вітчизняний ринок лізингу динамічно зростає – у 2003 – 2006 рр. зростання становило більше 70%, і близько 530% - у 2007 році (див. рис. 1.14).

Наступним видом кредитування будівельних підприємств виступає комерційне. Комерційний (товарний) кредит – це економічні відносини між фірмами-виробниками товарів (послуг) та їх клієнтами, що полягають у придбанні останніми товарів (послуг) на умовах відстрочення кінцевого розраху-

нку на визначений термін і під процент [123, ст. 1.11.2; 157, с. 455]. Подібні кредитні відносини повсякчасно мають місце між будівельними компаніями та їх постачальниками. Зокрема, короткострокове комерційне кредитування застосовувалося девелопером «Роспромінвестбуд» в процесі житлового будівництва в м. Києві.

Необхідними умовами комерційного кредитування виступають його коротко- або, рідше, середньостроковість (строк комерційного кредитування прямопропорційно пов'язаний із фінансовими ризиками. Тому середньостроковий кредит обійдеться будівельній компанії набагато дорожче за кредит із меншим терміном), тривала присутність девелопера на ринку та значні обсяги його бізнесу. Дослідження розвитку подібних відносин на вітчизняному ринку ускладнене неможливістю ведення статистичного обліку. Це, на нашу думку, пояснюється необов'язковістю реєстрації подібних кредитних договорів (часто – векселів) в державних органах.

До іншого кредитування будівельних підприємств належить державне, небанківських фінансових установ тощо. Державний кредит – це економічні, кредитні відносини, які виникають між державою та суб'єктами господарювання [113, ст. 1.1 та 1.2; 107, с. 229]. Державне та інше кредитування будівельних підприємств з причини відсутності відповідних державних кредитних програм та нерозвинутості небанківського фінансового сектору на сьогодні в Україні не має місця.

Отже, проведений аналіз засвідчив популярність кредитування як шляху залучення капіталу у будівництво, виявив основні проблеми і недоліки кредитних відносин та зіставив відповідні характеристики різних видів кредитування відносно до особливостей житлового будівництва.

Не менш популярним за кредитування як шлях залучення капіталу в житлове будівництво виступає випуск і розміщення боргових або деривативних цінних паперів. До боргових цінних паперів належать корпоративні й іпотечні (цільові) облігації та векселі, до деривативних – іпотечні сертифікати.

Корпоративні облігації є одним із найпоширеніших шляхів залучення позикового капіталу не тільки у будівництві, але й в інших секторах економіки. Це пояснюється відносною дешевизною випуску та розміщення облігацій порівняно із залученням банківського кредиту, а також подібною ризиковістю обох цих трансакцій. Крім того, середній термін обігу корпоративних облігацій в Україні складає три роки, що дозволяє забезпечити девелопера-емітента необхідними коштами протягом усього операційного циклу.

Для порівняння, вартість залученого капіталу через розміщення трирічних корпоративних облігацій на вітчизняному ринку в середньому на 2-3 відсотка перевищує розмір поточної облікової ставки за додаванням винагороди банку-андеррайтеру за емісію й розміщення подібних облігацій (близько 3 відсотків загального обсягу витрат [92, с. 32]). За нашими розрахунками, станом на серпень 2008 р. середня вартість довгострокового кредиту для будівельної компанії становить близько 25 відсотків річних. Водночас, вартість облігаційної позики на вітчизняному фінансовому ринку у той же час не перевищувала 18-відсоткового рівня. Отже, часто саме облігаційні позики - найбільш прийнятне рішення для будівельних компаній у пошуку шляхів залучення додаткового фінансування.

На основі корпоративних облігацій у вітчизняному будівництві з 2005р. успішно розвивається такий інструмент, як іпотечні (цільові) облігації. Перш за все, їх метою виступає посилення регулювання та сек'юритизації механізмів фінансування незавершеного житлового будівництва. Так, після прийняття змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність» [118] та Закону України «Про інститути спільного інвестування» [119], з 2005 р. регламентовано фінансування інвесторами незавершеного будівництва через [48, с. 90; 118; 119] купівлю цільових іпотечних облігацій по кожному індивідуальному проекту із обов'язковою конкретизацією майнових прав інвестора, а також через фінансову участь у фондах фінансування будівництва (ФФБ) або фондах операцій із нерухомістю (ФОН).

Про те, що іпотечні облігації з першого, 2005-го, року свого започаткування отримали широку популярність, свідчать дані з обсягів облігаційних емісій у табл. 1.9.

Таблиця 1.9

Найбільші емісії облігацій для фінансування будівництва житла у 2005 р.

Емітент	Обсяг, млн. грн.
«Житло ХХІ століття»	145,6
«Комфорт-Інвест»	143,2
«Житло киянам»	121,3
«Столиця»	104,4
«Аркада-фонд»	92,0
«Дім і Ко»	76,6
«Виробничий вектор»	72,3
«Каштанове місто»	54,8

Джерело: [44, с.40; 96]

Всього, за даними рейтингової агенції «Кредит-рейтинг» (яка на той час мала монопольне становище у рейтингуванні цінних паперів вітчизняних емітентів) [71, с.105], за перший, 2005 рік, будівельні компанії емітували цільових облігацій на загальну суму 4,7 млрд. грн. Сутність облігаційних схем складається у наступному: банк за дорученням будівельної компанії емітує цільові облігації, що забезпечені певною кількістю квадратних метрів у проєктних будівлях. Будівельні компанії, а часто й самі банки реалізують зазначені цінні папери інвесторам-фізичним особам. Так, ще з 1995 р. було розпочато реалізацію подібних інвестиційних схем на базі АКБ «Аркада» та ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім.М.П.Загороднього» [74, с. 13], а у 2005 році – на базі АППБ «Аваль».

Отже, враховуючи вищезазначене, до основних переваг використання облігаційних схем будівельними компаніями, на нашу думку, можна віднести [44, с. 41]:

- здешевшання вартості залучення позикових активів. Так, замість 10% плати за користування коштами фондів фінансування будівництва (згід-

но зі схемою, прописаною у законі [121]) при використанні цільових облігацій досягаються витрати не більше 1,5% загального обсягу витрат [92, с. 32];

- цілковита прозорість та законність використовуваних облігаційних схем. Ця важлива характеристика, на нашу думку, не є притаманною альтернативному механізму за посередництвом ФФБ, адже у законі «Про кредитно-фінансові механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» чітко прописано, що жоден з учасників даної схеми – ні довіритель (клієнти), ні забудовники (покупці) – не має права щодо втручання у діяльність керуючого зазначеним фондом [44, с.41; 92, с. 32; 127];
- убезпечення від шкоди, що може бути нанесена будівельним компаніям власниками квартир, куплених з метою подальшого перепродажу, а не проживання. Означена умова пояснюється тим, що місцеві служби обласних центрів користувалися нормами, згідно до яких у побудованому об'єкті мало бути введено в експлуатацію ліфти, підключено гарячу воду та опалення лише у разі реєстрації 70% власників квартир [61, с. 4]. При цьому компанії вимушені були витрачати кошти та час на розшук тимчасових покупців, які свідомо ухилялися від отримання ключів від квартир з метою економії на квартплаті та комунальних послугах (такі інвестори мали метою подальший перепродаж із отриманням прибутку).

Як можна бачити, іпотечні облігації для емітентів є дуже зручним інструментом залучення капіталу. Крім того, вони можуть значно здешевити позики, якщо розміщуються не через ФФБ. Так, плата девелопера банківській установі за користування коштами ФФБ, згідно з прописаною у Законі «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» [33] схемою, встановлювалася на рівні 10%. Водночас при розміщенні цільових облігацій без посередництва ФФБ досягаються витрати не більше 1,5% загального обсягу позики [44, с.41; 92, с. 32].

Окрім того, у випадку розміщення іпотечних облігацій без посередництва ФФБ девелопер зберігає за собою функції формування й розподілу фінансових надходжень. Як вже зазначалося, ця характеристика не є притаманною ФФБ, адже жоден з учасників даної схеми – ні довірители (клієнти), ні забудовники (покупці) – не має права втручання у діяльність керуючого зазначеним фондом [44, с.41; 92, с. 32; 127].

Разом із іпотечними облігаціями у період 2003-2006 рр. в Україні діяв й інший деривативний інструмент залучення капіталу в будівництво – іпотечні сертифікати. Особливості їх обігу регламентувалися Законом України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечними сертифікатами» [121]. Зазначеними цінними паперами банки, по суті, гарантували виплату грошових коштів продавцям житла. Клієнт – фізична особа – маючи такий сертифікат, мав змогу оформити з продавцем документи на необхідну нерухомість. Наступним кроком він укладав кредитну угоду з банком, який акцептував сертифікат на користь будівельної компанії-продавця. На жаль, іпотечні сертифікати не отримали поширення, оскільки з причин певних суперечностей чинному житловому законодавству з 2006 р. знаходяться у нормативному доопрацюванні.

Вексельні розрахунки як шлях залучення позикового капіталу в будівництво в Україні мають місце, але з причини довгостроковості операційного циклу і пов'язаних із цим господарських ризиків не отримали достатнього поширення. Зокрема, цими інструментами регулярно користувалося близько 20 відсотків загальнобудівельних організацій з аналітичної бази дослідження (зокрема, ВАТ «Донбасатоменергомонтаж» - у 2007р., ВАТ «Криворіжжитлобуд» - у 2004р., ВАТ «Луганськкомбінат» - у 2005, 2006, 2007рр., ВАТ «Південатоменергобуд» - у 2004, 2005, 2006рр., ВАТ «Запорізький ДБК імені 50-річчя Жовтня» - у 2004р., ВАТ «Хмельницькбуд» - у 2007р. та ВАТ «Будівельне управління-813» - у 2005, 2006 рр.).

Накопичення кредиторської заборгованості за товари (послуги) та інших поточних зобов'язань по розрахунках є найбільш поширеним шляхом збільшення капіталу не лише у будівництві, але й в усіх інших сферах діяль-

ності. Проведений в роботі аналіз засвідчив наявність кредиторської та поточної заборгованості у всіх досліджуваних загальнобудівельних організацій.

Кредиторська заборгованість продовжує фінансовий цикл виробництва, однак, загалом позитивно впливає на його фінансування. Загальною тенденцією серед загальнобудівельних організацій, що вивчалися в даній роботі, виступає наявність поточних зобов'язань у розрахунках із бюджетом, зі страхування та з оплати праці у складі поточних зобов'язань.

У країнах із розвинутою економікою емісія і розміщення власних акцій будівельної компанії є дуже популярним методом залучення фінансування. На жаль, в Україні це явище є доволі поодиноким. Так, з проведеного дослідження лістингу ПФТС (на яку станом на кін. 2008 р. припадало близько 96 відсотків загальних обсягів організованих торгів цінними паперами) випливає, що на організованих торгах обертаються акції менше 5 відсотків загальнобудівельних організацій (див. розд. 2.2 дисертаційного дослідження). Причиною цього виступає намагання з боку власників щодо збереження корпоративного контролю над компаніями-емітентами в поточних умовах сприятливої кон'юнктури ринку. Як правило, розміщення акцій будівельних компаній на організованому ринку відбувалося після остаточного розподілу майнових інтересів їх власників і саме за рахунок проведення додаткових емісій.

У переважній більшості випадків результатом розміщення акцій загальнобудівельних організацій на вітчизняному організованому ринку було кількаразове зростання їх ринкової вартості і відповідно – підвищення капіталізації емітентів. Зокрема, згідно дод. Л, на ПФТС станом на 09.09.2008, незважаючи на фінансову кризу, котирування акцій ВАТ «Домобудівельний комбінат №3», номіналом 2,5 грн., становило 13 грн., акцій виробничого об'єднання «Граніт», номіналом 0,25 грн. – 6 грн., акцій ВАТ «Трест «Київ-міськбуд-1 імені М.П. Загороднього» - 2,5 грн. тощо.

Подальше дослідження підтвердить висновки щодо можливості кількаразового збільшення капіталізації девелоперів-емітентів через проведення первинного розміщення акцій (IPO) на закордонних фондових біржах. Зокрема, вивчатиметься досвід розміщення загальнобудівельних організацій

«XXI століття» і «ТММ» відповідно на Лондонській АІМ («Альтернативна інвестиційна біржа») та Франкфуртській фондовій біржі, що відбулися за сприятливої кон'юнктури зовнішніх фінансових ринків (до початку світової фінансової кризи серпня 2007 р.). Інших випадків ІРО акцій з боку вітчизняних загальнобудівельних організацій до сьогодні не зареєстровано.

Отже, випуск і розміщення акцій є зручним шляхом нарощування власного капіталу будівельних компаній. При цьому необхідно зауважити, що вартість власного капіталу вища за вартість позикового [14, с. 458]. Тому, на нашу думку, компаніям необхідно дотримуватися оптимізації структури капіталу за критерієм найнижчого фінансового лівериджу.

На наше переконання, спільною рисою таких шляхів залучення капіталу в будівництво, як корпоративне злиття/поглинання та залучення субпідрядних учасників, виступає збільшення виробничої бази за рахунок майна інших господарюючих суб'єктів. При цьому в обох випадках первинній будівельній компанії надійде лише частина валового доходу від реалізації будівельного об'єкта. Проте, в результаті корпоративного злиття сукупна вартість консолідованої структури може зрости внаслідок підвищення ринкових котировань її акцій. До сьогодні найбільшою спробою корпоративного поглинання у вітчизняному будівництві були дії щодо придбання 80% акцій потужного столичного забудовника ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П. Загороднього» російською корпорацією «MIRAX Group». Окрім того, з 2007 р. на українському ринку працює девелопер «Seven Hills» - дочірня структура міжнародного гіганта «Scorpio BSG».

Дослідження варіантів залучення капіталу через корпоративні злиття/поглинання проведено в розд. 3.3 даної роботи. Теоретичну базу подібної консолідації детально розроблено Брігхемом Ю. і Гапенські Л. при аналізі корпоративних альянсів [19, с.429]. Вітчизняний досвід організації будівництва на основі субпідрядних відносин доволі багатий. Найчастіше він реалізується будівельними компаніями, що входять до спільного будівельного тресту і тим самим покривають власний дефіцит виробничого обладнання. На сього-

дні крупні будівельні трести України представлені «Київміськбудом-1 імені М.П. Загороднього», «Південатоменергобудом», «Чорноморнафтогазпромбудом», «Сєверодонецькхімбудом», міжнародною групою компаній «FIM» тощо.

Отже, по мірі розв'язання вищенаведених кредитних й інших фінансово-господарських проблем загальнобудівельних організацій та із поступовим розвитком вітчизняного фінансового ринку одночасно з'являтимуться нові шляхи залучення капіталу в житлове будівництво. Темпи цього залежатимуть від ступеня інвестиційної привабливості й достатньої кредитоспроможності загальнобудівельних організацій.

Висновки до розділу 1

Таким чином, у першому розділі дисертаційного дослідження співставлено основні вітчизняні й зарубіжні наукові погляди на сутність залученого капіталу в корпоративному бізнесі. Згідно з метою роботи, автором виділено роль залученого капіталу в фінансуванні житлового будівництва. Крім того, досліджено поточні тенденції розвитку житлового будівництва в Україні. Виділено основні шляхи залучення капіталу в житлове будівництво, проаналізовано їх теоретичну прийнятність для вітчизняних загальнобудівельних організацій та задіяність в розвитку галузі.

Зокрема, в першій главі розділу автором узагальнено в таблиці найбільш спільні наукові трактування щодо сутності поняття «залучений капітал». Водночас, зважаючи на його неоднозначність, автором запропоновано власне визначення залученого капіталу як фінансових ресурсів, отримуваних підприємством із зовнішніх джерел на умовах боргу або майнової участі (через емісію акцій, шляхом корпоративного злиття/поглинання, а також субпідрядних відносин) для покриття нагальних фінансово-господарських потреб. Варто зауважити, що в роботі залучений капітал здебільшого розгляда-

ється як сукупність власних залучених (через продаж власних майнових цінних паперів) та позичених коштів.

У ході дослідження ролі залученого капіталу в фінансуванні житлового будівництва нами деталізовано перелік фінансово-господарських потреб будь-якого будівельного підприємства, які можуть бути задоволені за рахунок залучених активів. Окрім класифікації виробничих потреб приводиться перелік видів позикових коштів за цілями, джерелами, періодом та формою залучення, а також формою забезпечення. Виділення першочергових потреб для кожного індивідуального підприємства дозволяє розробити максимально ефективну стратегію формування і використання його фінансових (у т.ч. залучених) ресурсів.

При необхідності залучення додаткових ресурсів фінансовому менеджменту підприємства необхідно обрати найбільш прийнятний шлях їх мобілізації. Це, в свою чергу, обумовлює необхідність зважити основні переваги й недоліки, притаманні залученому власному та запозиченому капіталу. Такі характеристики капіталу з різних джерел формування наведені в даному розділі дослідження. Одночасно автором класифіковано основні шляхи залучення капіталу в житлове будівництво та проаналізовано їх теоретичну прийнятність для вітчизняних компаній в поточних економічних реаліях.

Увесь вищенаведений аналіз потребує коректної оцінки поточних тенденцій розвитку первинного ринку житлової нерухомості. Для цього в другому параграфі розділу 2 конкретизовано основних суб'єктів ринку та зазначено основні економічні закони його розвитку.

В ході аналізу динаміки ціноутворення на вітчизняному первинному ринку, а також основних тенденцій взаємодії його учасників автором узагальнено основні фактори, що впливали на зростання вартості житлової нерухомості протягом 2000-2008 рр. Крім того, проведено оцінку динаміки ціноутворення на вітчизняному ринку житлової нерухомості та критичний аналіз факторів впливу на ціни житла в м.Києві. Здійснено критичну оцінку існуючих методик визначення цінових тенденцій на найрозвинутіших ринках

житла - Києва та Харкова. На їх основі висунуто прогноз щодо короткострокових цінових очікувань на житловому ринку м. Києва.

Для узагальнення картини розвитку ринку в роботі проведено оцінку впливу ринкового ціноутворення щодо об'єктів житлової нерухомості на рентабельність будівельних компаній, аналіз динаміки загальної кількості будівельних компаній на ринку, чисельності збиткових компаній, а також поступового зростання інвестицій у будівництво як наслідок сприятливого ринкового ціноутворення. На основі усіх узагальнень виділено актуальні проблеми розвитку житлового будівництва в Україні та його фінансування за рахунок залучених ресурсів.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [40; 41; 44; 48; 49; 50; 51].

РОЗДІЛ 2

ОЦІНКА ЗАЛУЧЕНОГО КАПІТАЛУ В ФІНАНСУВАННІ ЖИТЛОВОГО БУДІВНИЦТВА

2.1. Оцінка кредитоспроможності будівельних підприємств

У процесі звичайної діяльності на фінансово-господарську діяльність підприємства впливає безліч факторів як зовнішнього, так і внутрішнього характеру. Всі вони певною мірою змінюють фінансовий стан підприємства і, в першу чергу, його платоспроможність, ліквідність і відповідно - кредитоспроможність. Це, в кінцевому підсумку, визначає необхідність й загальні обсяги залучення зовнішніх капіталовкладень для забезпечення будівництва. Оскільки метою дисертаційного дослідження виступає вивчення залученого (у т.ч. позиченого) капіталу в житловому будівництві, тоді є доцільним саме вивчення кредитоспроможності (у т.ч. прибутковості, ліквідності й фінансової стійкості) вітчизняних загальнобудівельних організацій.

Кредитоспроможність характеризує наявність передумов для отримання кредиту позичальником, спроможність повернути його в повному обсязі в обумовлений термін [107, с.525]. Зазвичай оцінка кредитоспроможності проводиться в таких основних напрямках, як оцінка ділового середовища, аналіз фінансових коефіцієнтів та руху грошових коштів потенційного позичальника [107, с.251]. Дослідимо кредитоспроможність 40 вітчизняних загальнобудівельних організацій (код ЗКГНГ – 61110, з основним видом діяльності – загальне будівництво будівель (нові роботи, роботи з заміни, реконструкції та оновлення), код за КВЕД – 45.21.1) з різних регіонів України.

Оцінка ділового середовища передбачає дослідження основних ринкових факторів, що справляють найбільший вплив на фінансово-господарські процеси в житловому будівництві. Зокрема, на основі щорічної звітності будівельних підприємств в Агенцію розвитку інфраструктури фондового ринку України [1] автором було узагальнено і виділено найбільш впливові на загальнобудівельну діяльність макроекономічні чинники (див. табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Найбільш впливові й всезагальні фактори розвитку вітчизняних будівельних підприємств у 2006-2008 рр.

Група факторів	Опис притаманних проблем	Вирішення проблем
Політико-правові	Політична нестабільність в державі та, як наслідок: - недосконала нормативно-правова база (зокрема, податкове й земельне законодавство); - відсутність легального земельного ринку; - нестабільність інвестиційного клімату в країні; - велика ризикованість інвестицій у нові земельні ділянки під забудову (відповідно велика земельна вартість у великих містах), надмірна бюрократизація й корумпованість дозвільної системи.	1. Стабілізація відносин між усіма «гілками влади», що призведе до наступних змін: - забезпечення зростання обсягів інвестицій як внутрішнього, так і зовнішнього характеру; - затвердження Податкового кодексу; - прийняття Земельного кадастру й Земельного кодексу; - розробки й забезпечення реалізації державних програм підтримки розвитку вітчизняного будівництва. 2. Скорочення кількості контролюючих і дозвільних органів (упровадження режиму «єдиного вікна» при розподілі ділянок під забудову). 3. Розробка пільгових механізмів оподаткування капіталу, інвестованого у будівництво житла.
Фінансово-економічні	1. Гостра недостатність оборотних активів. 2. Високі ставки банківського й лізингового кредитування. 3. Низька платоспроможність населення й значна питома вага дебіторської заборгованості замовників в капіталі підприємств. 4. Значний податковий тиск (зокрема, призупинення пільг з ПДВ при передачі житла у власність фізичних осіб). 5. Постійне зростання вартості будівельних матеріалів. 6. Значна конкуренція за умови обмеженості земельних площ, особливо в обласних центрах.	1. Вдосконалення податкового законодавства, зокрема, затвердження Податкового кодексу. 2. Лібералізація механізмів кредитування будівельних компаній. 3. Підвищення рівня життя населення. 4. Виконання будівельних робіт на основі передплати замовників. 5. Зниження темпів інфляції та державний контроль за обґрунтованістю вартості будівельних матеріалів з боку АМКУ. 6. Розширення обсягів фінансування з місцевих та обласних бюджетів витрат на капітальне будівництво об'єктів житла, соцкультпобуду та інженерних мереж. 7. Своєчасне відшкодування ПДВ з бюджету та повернення пільг з ПДВ. 8. Посилення державного контролю на ринку. Заборона виконання будівельно-монтажних робіт за відсутності ліцензії та неповного пакету дозвільної документації.

Продовження таблиці 2.1

Виробничо-технологічні	1. Висока питома вага зношених основних фондів й неможливість їх оновлення, що знижує продуктивність праці й збільшує видатки на ремонт. 2. Невідповідність технічно-кошторисної документації міжнародним стандартам якості. 3. Необхідність залучення багатьох учасників (субпідрядників) до будівництва та територіальна розпорошеність об'єктів. 4. Відсутність кваліфікованої робочої сили.	1. Впровадження міжнародної системи якості в діяльності не тільки будівельних компаній, але й їх партнерів. 2. Лібералізація кредитних і лізингових механізмів оновлення основних засобів. 3. Зменшення додаткових витрат на будівництво тимчасових споруд, здійснюючи будівництво житла по планах забудови мікрорайонів. 4. Впровадження податкових пільг з витрат на проведення НДР. 5. Підвищення рівня оплати праці персоналу.
Соціальні	1. Поточна заборгованість з видатків на оплату праці та оздоровлення персоналу. 2. Швидка плинність кадрів, відсутність притоку молодих фахівців, скорочення робочих місць.	1. Вчасне фінансування з боку замовників й фінансова стабільність партнерів. 2. Підвищення рівня оплати праці персоналу.
Екологічні	1. Залежність виробництва від природних факторів. 2. Погіршення умов праці, збільшення витрат робочого часу через зростання захворюваності та наслідки аварії на ЧАЕС.	1. Проведення заходів щодо оздоровлення персоналу. 2. Зменшення впливу шкідливих виробництв на екологію.

Джерело: таблицю складено автором на основі звітності [1]

Як можна бачити з табл. 2.1, виробничий розвиток підприємств серед найбільш загальних факторів визначають висока ризикованість інвестицій у нові земельні ділянки (водночас велика земельна вартість в обласних центрах), нестабільність загального інвестиційного клімату в країні, високі ставки банківського й лізингового кредитування, низька платоспроможність населення й значна питома вага дебіторської заборгованості замовників у капіталі будівельних підприємств, постійне зростання вартості матеріалів тощо.

Все вищеперелічене призводить до гострої недостатності фінансових ресурсів і, як наслідок, високої питомої ваги зношених основних засобів й неможливості їх оновлення [49, с.178]. Це підтверджує рис. 2.1.

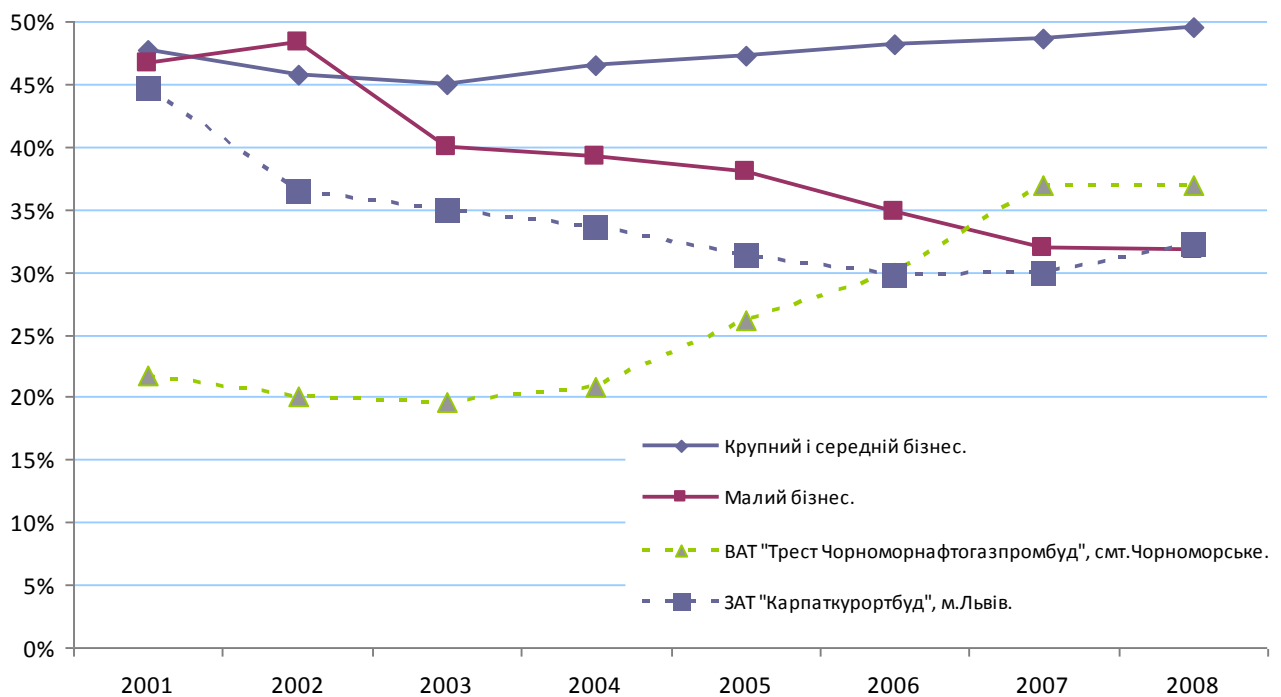


Рис. 2.1. Динаміка усередненого показника залишкової вартості основних засобів підприємств України

Джерело: графік побудовано автором на основі річних фінансових звітностей 40 загальнобудівельних організацій України за 2001-2008 рр. за даними [1]

З рис. 2.1 випливає, що протягом 2001-2008 рр. середня питома вага вартості основних засобів в майні загальнобудівельних організацій середнього і крупного бізнесу коливалася в діапазоні 45-50 відсотків. При цьому питома вага таких засобів по окремих крупних підприємствах, як наприклад, ВАТ Трест «Чорноморнафтогазпромбуд» і ЗАТ «Карпаткурортбуд» (див.рис.2.1) коливалася в ще меншому діапазоні – 20-37 відсотків. Аналогічний показник по будівельних підприємствах малого бізнесу погіршився і впав з 46,7 до 33,8 відсотків. Все вищеперелічене свідчить про кризові явища у забезпеченості житлового будівництва основними засобами і, як результат, низьку технічну надійність виробництва. Крім того, недостатня забезпеченість виробництва основними засобами та зазначені в табл. 2.1 фактори призводять до необхідності залучення інших учасників до будівництва на умовах субпідряду, зростання поточної заборгованості перед постачальниками та з оплати праці й відповідно – швидкої плинності кадрів та скорочення робочих місць.

Недостатній технологічний розвиток разом із браком кваліфікованого персоналу обумовлюють зниження продуктивності праці. Це разом з залученням субпідрядників має спричиняти зменшення показників прибутковості будівельних підприємств.

Зростання поточної дебіторської й кредиторської, а також іншої поточної заборгованості, наявність зношеного виробничого устаткування та значна тривалість операційного циклу (низька оборотність капіталу) спричиняють зниження прибутковості, ліквідності, фінансової стійкості і, як результат, кредитоспроможності загальнобудівельних організацій.

Зазначені теоретичні висновки підтверджуються й практичним аналізом фінансових звітностей будівельних підприємств (див. дод. П).

Найчастіше у вітчизняному будівництві зовнішній капітал залучається на кредитному ринку (інший шлях залучення капіталу – на фондовому ринку. Проте, дослідження представлених акцій вітчизняних загальнобудівельних організацій в ПФТС виявило незначну чисельність подібних емітентів, див. розд.2.2 дисертаційного дослідження).

Проте, як неодноразово доводилося раніше, будівельним компаніям важко залучити довгострокові кредити. У процесі кредитування підприємств насамперед ураховуються їх фінансовий стан та індивідуальні особливості кругообігу оборотних активів. Особливості індивідуального кругообігу коштів підприємств виявляються у часовій розбіжності між вивільненням з обороту та авансуванням коштів у новий оборот. Звичайно, в будівельній галузі операційний цикл є капіталоємним, а кругообіг - найбільш довготривалим, що негативно впливає на кредитоспроможність будівельних підприємств. Проведемо аналіз їх кредитоспроможності.

Аналітичну базу дисертаційного дослідження складають 40 загальнобудівельних організацій з різних регіонів України, 15 з яких мають статус суб'єктів малого підприємництва (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Аналітична база дисертаційного дослідження

№	Назва підприємства.	Географічне розташування (область).	Обсяг бізнесу*.
1.	ВАТ "Трест Чорноморнафтогазпромбуд" (смт.Чорноморське).	Автономна Республіка Крим	П
2.	ЗАТ "Севастопольжитлобуд" (м.Севастополь).	Автономна Республіка Крим	П
3.	ВАТ "Будівельне управління-813" (м.Симферополь).	Автономна Республіка Крим	П
4.	ВАТ "Волиньбудсервіс" (м.Луцьк).	Волинська	П
5.	ВАТ БПФ "Донецькжитлобуд" (м.Донецьк).	Донецька	П
6.	ЗАТ "Донбасатоменергомонтаж" (м.Курахове).	Донецька	П
7.	ЗАТ "Донбасзалізобетонбуд" (м.Донецьк).	Донецька	П
8.	ВАТ "Трест "Сєверодонецькхімбуд" (м.Сєверодонецьк).	Донецька	П
9.	ЗАТ "Донецькмонолітспецбуд" (м.Донецьк).	Донецька	І
10.	ВАТ "Житомирбуд" (м.Житомир).	Житомирська	П
11.	ВАТ «Гарантбуд» (м.Новоград-Волинський).	Житомирська	П
12.	ЗАТ "Промжитлобуд" (м.Ужгород).	Закарпатська	І
13.	ЗАТ "Дніпробуд" (м.Запоріжжя).	Запорізька	П
14.	ВАТ "Енергодарбуд" (м.Енергодар).	Запорізька	П
15.	ВАТ "Нікопольбуд" (м.Нікополь).	Запорізька	П
16.	ВАТ "Ремонтно-будівельне управління №51" (м.Запоріжжя).	Запорізька	І
17.	ВАТ "Запорізький домобудівельний комбінат ім.60-річчя ВЖР" (м.Запоріжжя).	Запорізька	П
18.	ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім.М.П.Загороднього» (м. Київ).	Київська	П
19.	ВАТ Трест "Київміськбуд-3" (м.Київ).	Київська	П
20.	ВАТ Трест "Київміськбуд-6" (м.Київ).	Київська	П
21.	ВАТ "Будівничий" (м.Київ).	Київська	П
22.	ВАТ "Київське спеціалізоване ремонтно-будівельне товариство" (м.Ірпінь).	Київська	П
23.	ЗАТ "Південенергомонтаж" (м.Київ).	Київська	П
24.	ЗАТ "Будівельне управління №1" (м.Київ).	Київська	І
25.	ВАТ "Південатоменергобуд" (м.Вишгород).	Київська	П
26.	ВАТ "Спеціалізоване будівельно-монтажне управління №6" (м.Бровари).	Київська	І
27.	ВАТ "Домобудівний комбінат №4" (м.Київ).	Київська	П
28.	ВАТ "Будівельне управління № 1" (м.Світловодськ).	Кіровоградська	П
29.	ВАТ "Луганський ДБК" (м.Луганськ).	Луганська	П
30.	ЗАТ "Рубіжанськбуд" (м.Рубіжанськ).	Луганська	П
31.	ВАТ "Луганбуд" (м.Луганськ).	Луганська	І
32.	ВАТ "Добробуд" (м.Львів).	Львівська	І
33.	ЗАТ «Карпаткурортбуд» (м.Львів).	Львівська.	П
34.	ВАТ "Снігурівський райагробуд" (м.Снігурівка).	Миколаївська	І
35.	ЗАТ "Рівненський домобудівельний комбінат" (м.Рівне).	Рівненська	І
36.	ВАТ "Тернопільбуд" (м.Тернопіль).	Тернопільська	П
37.	ЗАТ "Ремонтно-будівельне управління №50" (м.Харків).	Харківська	П
38.	ВАТ "Домобудівний комбінат" (м.Хмельницький).	Хмельницька	П
39.	ВАТ "Хмельницькбуд" (м.Хмельницький).	Хмельницька	П
40.	ВАТ "Чернігівське ремонтно-будівельне управління-10"(м.Чернігів).	Чернігівська	І

* І - мале підприємство; П – середній і крупний бізнес

На нашу думку, умови й проблеми розвитку будівельних підприємств залежать від обсягу бізнесу суб'єктів підприємництва, зокрема потреби в оборотному капіталі на реалізацію будівельного проекту. Тому з метою вивчення впливу усіх фінансово-господарських проблем на зміну показників фінансового стану підприємств нами розділено базу дослідження за критерієм обсягу діяльності.

Задля уникнення похибок, пов'язаних із різною галузевою спеціалізацією підприємств з аналітичної вибірки приймаються до уваги лише загальнобудівельні організації (код ЗКГНГ – 61110) з основним видом діяльності – загальне будівництво будівель (нові роботи, роботи з заміни, реконструкції та оновлення), код за КВЕД – 45.21.1. Підприємства саме зазначеної спеціалізації, зважаючи на найбільші середні обсяги оборотного капіталу порівняно з іншими підприємствами будівельної галузі мають найбільш гострі потреби в залученні зовнішніх, в першу чергу, довгострокових інвестицій для забезпечення операційного циклу. Це підтверджує розроблена автором негативна семирічна динаміка питомої ваги загальнобудівельних організацій із довгостроковими фінансовими зобов'язаннями (див. рис. 2.2).

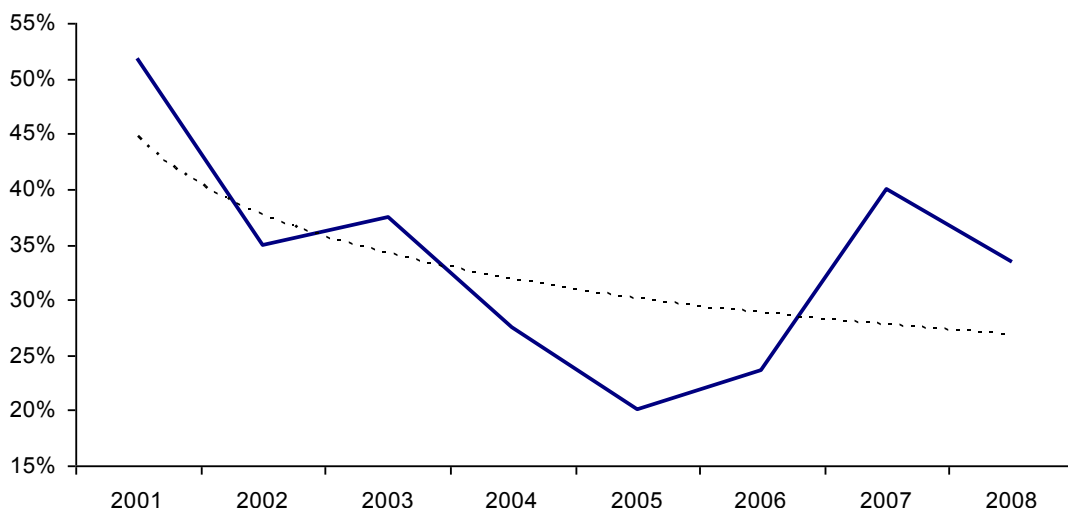


Рис. 2.2. Динаміка питомої ваги загальнобудівельних організацій із довгостроковими зобов'язаннями у 2001-2008 рр.

Джерело: графік складено автором

На рис. 2.2 відображено негативну трендову динаміку щодо перспектив довгострокового фінансування будівельних компаній позиковими ресурсами.

Нагальність цієї потреби пояснюється й стрімким розвитком загального будівництва житла й комерційних приміщень в Україні протягом останніх п'яти років.

Динаміка зростання вітчизняного будівництва за географічним розташуванням не є однорідною. Вона продиктована територіальною щільністю населення, природними ресурсами і спеціалізацією тієї чи іншої місцевості, що в підсумку формує попит у будівництві. Тому базу досліджень формують підприємства з різних областей України, що дозволяє узагальнювати висновки щодо різних аспектів розвитку усіх підприємств зазначеної спеціалізації.

В процесі аналізу використовувалася фінансова звітність підприємств за 2001-2008 рр. (форми №1 або 1-м, 2 або 2-м, 2-Б, 3, 4, 5 та інші документи), розміщені в системі державного Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України [1].

Усі вищезазначені характеристики й обмеження щодо досліджуваної інформації є цілком достатніми для аналізу фінансового стану будівельних підприємств та вивчення можливостей залучення зовнішнього капіталу в загальне будівництво будівель.

Нормальна кредитоспроможність будь-якого підприємства характеризується наявністю у нього достатніх фінансових можливостей одержання кредиту та повернення його у визначений кредитною угодою термін. Визначаючи доцільність надання кредиту, банк спочатку розраховує рівень ризику, який він готовий узяти на себе, а також максимально прийнятний розмір кредиту.

Правила оцінки кредитоспроможності позичальника визначені постановою НБУ №279 від 6.07.2000 «Про затвердження Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків» [115].

Аналіз умов кредитування передбачає вивчення:

- «кредитної історії» та ділової репутації позичальника, яка характеризується своєчасністю розрахунків за раніше одержаними кредитами, якістю та своєчасністю надання необхідних фінансових звітів;
- поточного фінансово-господарського розвитку позичальника та його перспектив;
- суми кредиту, його виду й розмірів забезпечення, терміну кредитування;
- цільового призначення кредиту та фінансового ефекту від його використання підприємством.

Аналіз розвитку підприємства характеризує здійснення оцінки його фінансового стану та згідно вищезазначеної постанови має враховувати якнайменше такі показники:

- платоспроможність (коефіцієнти миттєвої, поточної та загальної ліквідності);
- фінансова стійкість (коефіцієнти маневреності власних коштів, співвідношення залучених і власних коштів);
- обсяг реалізації;
- обороти за рахунками (співвідношення надходжень на рахунки позичальника і суми кредиту, наявність рахунків в інших банках);
- наявність картотеки неплатежів (у динаміці);
- склад та динаміка дебіторсько-кредиторської заборгованості (за останній звітний та поточний роки);
- собівартість продукції (у динаміці);
- прибутки та збитки (у динаміці);
- рентабельність (у динаміці).

Під час дослідження окрім вищезазначених показників платоспроможності, ліквідності, прибутковості та фінансової стійкості нами було проаналізовано стан і динаміку платіжного балансу будівельних компаній, який представляє собою різницю між активами і пасивами балансу. Активи підприємств згруповано за мірою їхньої ліквідності (в порядку її зниження), водно-

час зобов'язання за пасивом об'єднані за термінами їхнього погашення (в порядку зростання термінів сплати).

Залежно від ступеня ліквідності активи поділені на такі 4 групи [107, с.353]:

- 1) найбільш ліквідні активи, A_1 (усі грошові кошти та короткострокові фінансові інвестиції);
- 2) активи, що швидко реалізуються, A_2 (сума дебіторської заборгованості за розрахунками та векселів одержаних);
- 3) активи, що реалізуються повністю, або ті, що повільно реалізуються, [107, с. 354], A_3 (запаси, інші оборотні активи та витрати майбутніх періодів);
- 4) активи, що важко реалізуються, A_4 (сума вартості основних фондів, нематеріальних активів, незавершених капітальних вкладень тощо).

Пасиви балансу згруповані в порядку настання терміну оплати в наступні групи [107, с.354]:

- 1) негайні пасиви, P_1 (поточні зобов'язання підприємства за розрахунками);
- 2) короткострокові пасиви, P_2 (короткострокові кредити банків та позикові кошти);
- 3) довгострокові пасиви, P_3 (довгострокові кредитні й позикові кошти);
- 4) постійні пасиви, P_4 (сума власного капіталу, довгострокових зобов'язань та доходів майбутніх періодів).

Діагностика стану ліквідності капіталу підприємств відбувається співставленням підсумків активів і пасивів, згрупованих вищенаведеним чином. Отже, вони мають знаходитися у наступній відповідності: $A_1 \geq P_1$, $A_2 \geq P_2$, $A_3 \geq P_3$, $A_4 \leq P_4$, що характеризує прийнятну ліквідність фінансових ресурсів підприємств.

Динаміку питомої ваги загальнобудівельних організацій із задовільними показниками прибутковості наведено на рис.2.3.

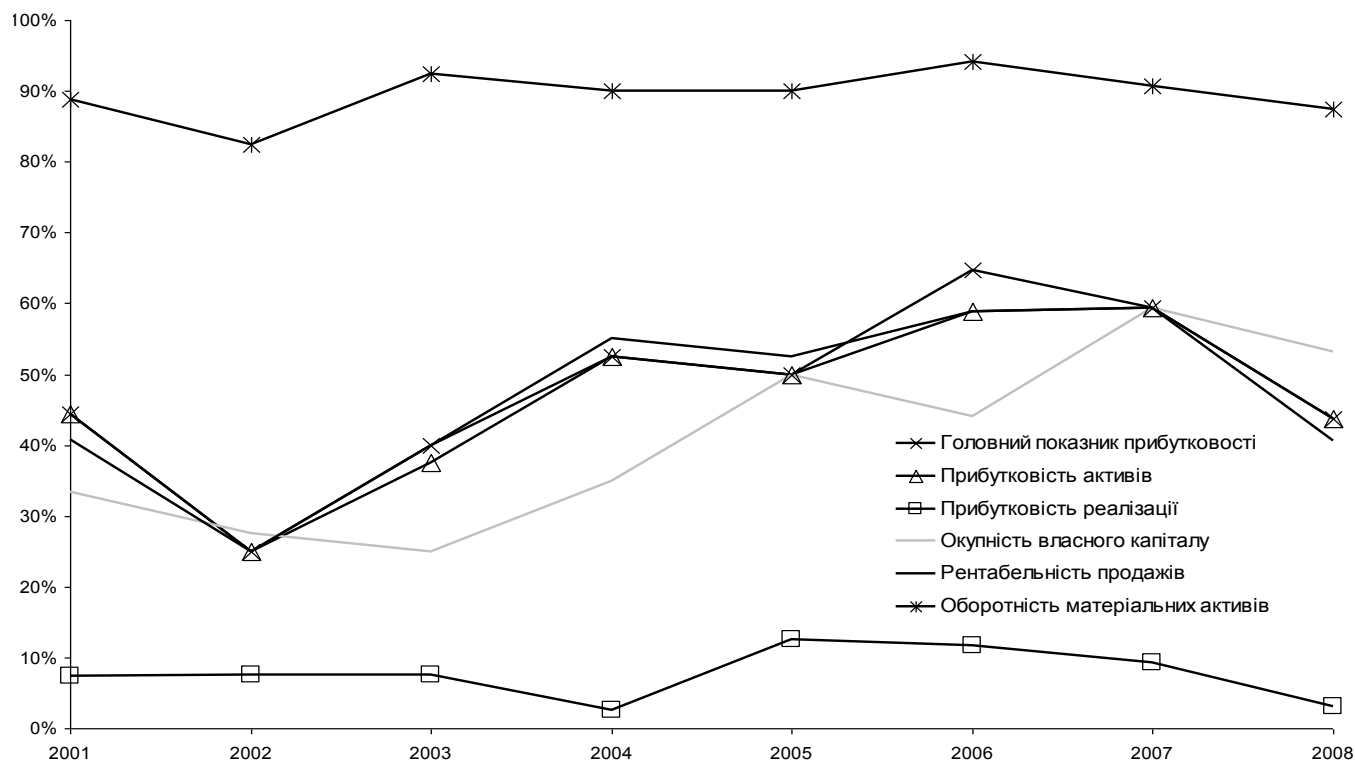


Рис. 2.3. Динаміка питомої ваги загальнобудівельних організацій із задовільними показниками прибутковості

Джерело: графіки складено автором за даними [1]

Аналіз прибутковості засвідчив невелику частку прибуткових загальнобудівельних організацій. При цьому, зважаючи на галузеві особливості бізнесу, як-то довготривалість операційного циклу (як правило, 2-3 роки), великі обсяги оборотного капіталу, постійне здорожчання земельних ресурсів в умовах мораторію на їх продаж та ін., розрахункові показники прибутковості з року в рік істотно коливаються.

Значна довготривалість операційного циклу, постійне здорожчання матеріалів та засилля в галузі схем оптимізації оподаткування визначають окупність капіталу в будівництві. Коефіцієнт окупності власного капіталу визначає прибутковість та дохідність підприємства, в яке вкладено цей капітал. Цим показником мають користуватися насамперед його акціонери.

За результатами дослідження з 2001 по 2008 р. питома вага загальнобудівельних організацій із від'ємною або незначною (менше 0,1) окупністю власного капіталу коливалася в діапазоні 66,7-46,9 відсотків. Як наслідок, навіть за усіх інших позитивних показників фінансового стану такі компанії не можуть залучити на фінансовому ринку додатковий акціонерний капітал та

довгострокові кредити, оскільки не мають регулярних джерел грошових надходжень. Проте, з 2001 по 2008 рр. намітився позитивний тренд щодо зростання питомої ваги компаній зі позитивною окупністю власного капіталу (в абсолютному виразі вона зросла з 33,3 до 53,3 відсотків). При цьому фінансова криза, що розпочалася у II пол. 2008 р. в Україні, спричинила падіння питомої ваги таких підприємств на 6,3 відсотка порівняно з результатом 2007 року.

Зазначена низька питома вага підприємств із позитивним показником окупності власного капіталу, на нашу думку, обумовлена значною непрозорістю й оптимізаційними податковими схемами. Метою оптимізації оподаткування виступає збільшення доходів будівельних компаній через зменшення сум податкових відрахувань, зниження антимонопольного (тарифного) контролю та збереження поточної сприятливої кон'юнктури на ринку. В будівництві, як в найбільш непрозорій сфері господарства, в фінансових звітностях часто відображаються завищені суми валових витрат на виробництво. Це в основному проявляється через завищення вартості проведення підготовчих робіт (на нульовій стадії будівництва), збільшення натуральних і вартісних показників використання матеріалів та через видачу зарплати «у конвертах» (за рахунок чого також знижуються суми відрахувань у державний Пенсійний та інші соціальні фонди). Штучне збільшення валових витрат на матеріали також спричиняє зростання податкового кредиту з ПДВ і в деяких випадках будівельні підприємства збільшують власний дохід за рахунок його негативного сальдо і, як наслідок, - компенсованих державою сум ПДВ (напр., необхідність вчасного компенсування державою сум ПДВ задекларовано в переліку основних виробничо-господарських факторів ВАТ «Будівельне управління-813» (м.Сімферополь) та ВАТ «Домобудівний комбінат №4» (м.Київ) [1]).

Крім того, більшість підприємств може досягти негативного річного фінансового результату через одночасну реалізацію декількох будівельних проектів, тобто витрати з будівництва двох-трьох незавершених об'єктів (часто завищені в фінансових звітностях) значно переважають надходження від реалізації лише одного завершеного протягом року об'єкта. Як результат, пі-

дприємство має операційні збитки, причому згідно п. 6.1 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» [123] «сума такого від'ємного значення підлягає включенню до складу валових витрат першого календарного кварталу наступного податкового року. Розрахунок об'єкта оподаткування за наслідками півріччя, трьох кварталів та року здійснюється з урахуванням від'ємного значення об'єкта оподаткування попереднього року у складі валових витрат таких податкових періодів наростаючим підсумком до повного погашення такого від'ємного значення».

Таким чином, заниження фінансових результатів і, відповідно, - показників прибутковості, як результат, негативно впливають на кредитоспроможність загальнобудівельних організацій. Це доводить подальший аналіз.

Графік частки компаній із позитивними значеннями головного показника прибутковості у багатьох місцях накладається на динаміку компаній з прийнятною загальною прибутковістю активів. Це пояснюється тим, що при розрахунку обох показників прибутковості чисельниками є фінансові результати відповідно до і після оподаткування. При цьому знаменники обох показників є однаковими. Показники останнього року у близько 52,5 відсотків досліджуваних компаній свідчать про ідентичність значень головного показника прибутковості і показника прибутковості активів. Це означає, що 52,5 відсотків будівельних компаній не сплачували податку на прибуток.

За досліджуваний період частка компаній з позитивною рентабельністю продажів і прибутковістю активів в середньому зростала синхронно з відповідно 40,7 і 44,4 до 40,6 і 43,8 відсотків у загальній чисельності. Це пояснюється тим, що переважна більшість компаній отримувала доходи лише з єдиної господарської операції – реалізації об'єктів житлового будівництва.

Питома вага підприємств із позитивною прибутковістю реалізації в середньому знизилася з 7,4 до 3,1 відсотка. Таке низьке значення прибутковості в галузевих масштабах характеризує значну частку загальнобудівельних організацій із високим рівнем загрози банкрутства.

Питома вага компаній з позитивною оборотністю матеріальних ресурсів протягом семи років істотно переважала і коливалася в діапазоні 82,5-94,1 відсотка. Крім того, автором було здійснено аналіз фінансової звітності підп-

приємств із позитивним значенням оборотності за останні три звітних періоди. Результати свідчать, що нормальним умовам розвитку вітчизняних загальнобудівельних організацій відповідає значення оборотності власного капіталу на рівні 20 відсотків.

Отже, за результатами вивчення прибутковості господарської діяльності, згідно вимог Постанови НБУ №279 від 6.07.2000 «Про затвердження Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків» та спираючись на практичний досвід банківської діяльності можна визначити, що у 2008 році близько 43,75 відсотка досліджуваних загальнобудівельних організацій (проти 62,5 відсотків 2007 року) задовольняла аналітичним вимогам щодо прибутковості позичальника. Зокрема, такими компаніями є підприємства зі списку аналітичної бази (див. табл. 2.1) під номерами 2, 6, 7, 8, 10, 11, 17, 19, 21, 25, 27, 33, 35, 36. Окрім того, з наведених даних можна заключити, що в кризових умовах 2008 року загальна питома вага компаній із нормальними показниками прибутковості стрімко впала з 62,5 до 43,75 відсотків, або в 1,43 раза.

Тенденції зміни показників прибутковості будівельних компаній різнонаправлені залежно від особливостей фінансово-господарської діяльності кожної з них (див. дод. П). Найбільш загальні межі показників за результатами дослідження зведені в табл. 2.3.

Таблиця 2.3

Найбільш загальні межі показників прибутковості будівельних підприємств залежно від обсягів бізнесу протягом 2001-2008 рр.

Назва показника	Найбільш загальні межі показників прибутковості будівельних підприємств	
	Малий бізнес	Середній і крупний бізнес
1. Головний показник прибутковості	(-0,175; 0,1)	(-0,16; 0,275)
2. Показник прибутковості активів	(-0,175; 0,1)	(-0,175; 0,2)
3. Оборотність матеріальних активів	(0; 0,33)	(0; 0,33)
4. Прибутковість реалізації	(-1,5; 0,1)	(-0,75; 0,05)
5. Окупність власного капіталу	(-0,7; 0,2)	(-0,65; 0,275)

Джерело: [39,с. 120]

Табл. 2.3 свідчить про часті випадки негативних значень показників прибутковості підприємств, що суттєво знижує їх кредитоспроможність.

Як йшлося раніше, кредитоспроможність позичальника визначається через застосування комплексної оцінки, яка виходить не тільки з дослідженої вище прибутковості, але також з платоспроможності й ліквідності. Динаміку питомої ваги підприємств із задовільним рівнем ліквідності відображено на рис. 2.4.

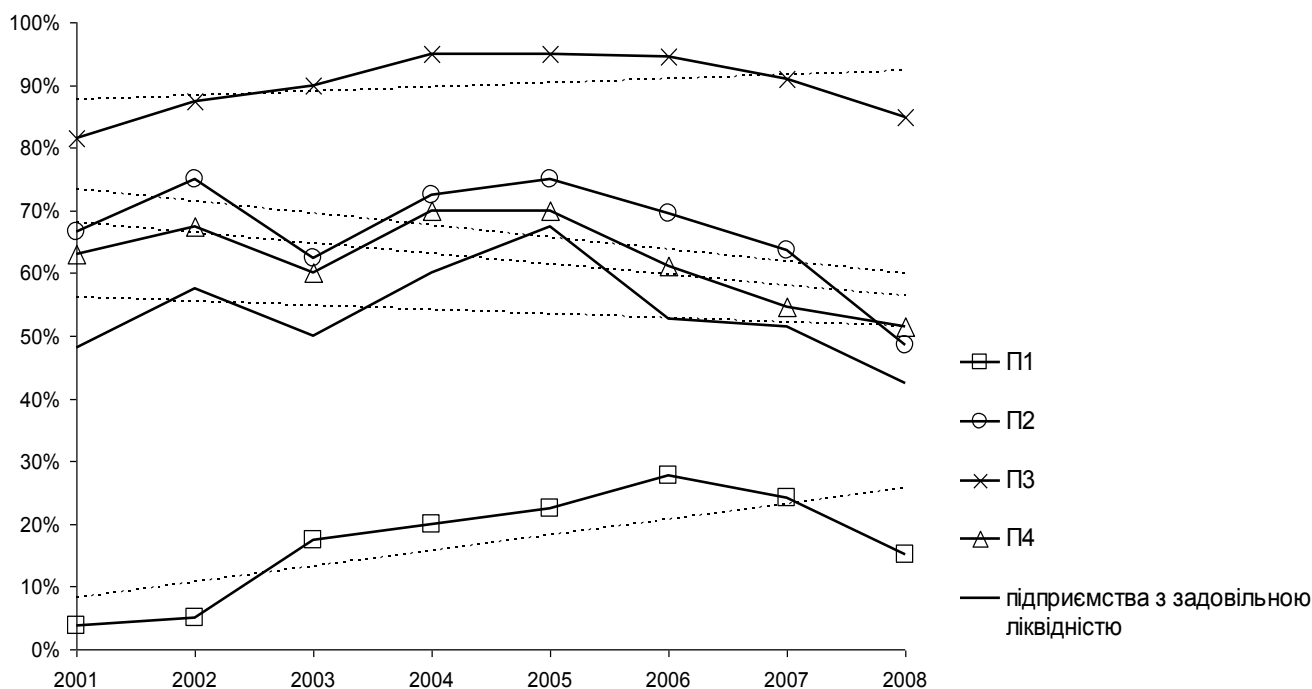


Рис. 2.4. Зміна питомої ваги будівельних підприємств із задовільним рівнем ліквідності

Джерело: графіки складено автором за даними [1]

В аналітичній базі дослідження підприємства з позитивним сальдо платіжного балансу між найбільш ліквідними активами і негайними пасивами зустрічаються в найрідших випадках. Це пояснюється незначною оборотністю активів у будівництві (довготривалістю виробництва) та значними обсягами оборотного капіталу, внаслідок чого поточні зобов'язання часто перекривають обсяги наявних грошових коштів. Тому питома вага підприємств із задовільним рівнем P_1 протягом 2001-2008 років була найменшою (щодо P_2 , P_3 й P_4) – зросла з 3,7 до 15,2 відсотків. До настання фінансової кризи у II пол. 2008 р. зберігалася позитивна тенденція до якісного покращання платіжного балансу P_1 . Однак, внаслідок негативного впливу кризи, за 2008 р. питома вага підприємств із задовільним рівнем P_1 стрімко впала на 9 відсотків,

з 24,2 до 15,2 відсотків. Незважаючи на це, після завершення кризи тенденція щодо покращання показників ліквідності компаній зберігатиметься (це пояснюється процесами корпоративних злиттів і поглинань, що поступово активізуються у вітчизняному житловому будівництві.).

Компаній з позитивним сальдо між активами, що легко реалізуються, та короткостроковими пасивами, P_2 , порівняно більше, проте, протягом 2001-2008 рр. їх питома вага знизилася з 66,7 до 48,5 відсотка. Згідно трендових очікувань та зважаючи на руйнівний вплив економічної кризи, частка компаній з нормальним значенням P_2 за 2009 р. має знизитися до близько 40 відсотків.

Як свідчать результати дослідження, до 2006 р. майже в усіх підприємств вартість активів, що реалізуються повністю, перевищувала розмір довгострокових пасивів, тобто показник P_3 був задовільним. Проте, у 2007-2008 роках спостерігалось суттєве скорочення питомої ваги таких компаній на тлі світової фінансової кризи, що позначилася й у вітчизняному банківському секторі і відповідно – на обсягах кредитування. Це пояснювалося тим, що довгостроковими пасивами виступають лише довгострокові зобов'язання підприємств, передусім – по залучених кредитах банків. Довгострокові зобов'язання (у т.ч. кредити) у 2008 р. мало лише 33 відсотка підприємств з аналітичної вибірки (див. рис. 2.2). Водночас активами, що реалізуються повністю (A_3), виступають виробничі запаси, незавершене будівництво, товари, інші оборотні активи тощо. Отже, вартість цих активів будівельних підприємств перекриває їх переважно мізерні довгострокові зобов'язання.

Загальна тенденція щодо зміни питомої ваги підприємств із задовільним значенням P_3 є незмінною, за 2001-2008 рр. їх питома вага незначно зросла з 81,5 до 84,8 відсотка.

Показник P_4 характеризує перевищення суми постійних пасивів над вартістю активів, що важко реалізуються. Динаміка частки компаній із задовільним значенням цього показника є негативною – за весь час їх питома вага знизилася з 63 до 51,5 відсотків.

Оскільки основні засоби (втілені в активи, що важко реалізуються) переважно відображаються в обсязі статутного капіталу (входить до постійних пасивів), то зміна їх вартості не впливає на показник P_4 . Зважаючи на показані в рис. 1.8 і 2.3 позитивні тенденції щодо поступового зростання питомої ваги прибуткових будівельних компаній, можна зробити такий висновок: поступове загальне погіршення показника P_4 відбувається за рахунок одночасного зростання нерозподіленого прибутку у складі постійних пасивів загальнобудівельних організацій.

Зважаючи на незначну оборотність активів у будівництві та велику залежність економічного сектора від нестабільних політичних процесів, динаміка питомої ваги підприємств із задовільним платіжним балансом (ліквідністю) є хвилеподібною ламаною лінією зі стабільною загальною тенденцією, див. рис. 2.4 (протягом 2001-2007 рр. питома вага підприємств із задовільною ліквідністю являє собою хвилеподібну ламану лінію з загальною тенденцією до зростання. Водночас, фінансова криза, що в Україні розпочалася у середині 2008 р., спричинила стрімке падіння загальної питомої ваги таких підприємств на 9,1 відсотка, з 51,5 до 42,4 відсотків). Протягом 2001-2008 рр. вона коливалася в діапазоні 48,1-42,4 відсотків. При цьому під задовільною ліквідністю розуміється відповідність усіх показників (P_1 , P_2 , P_3 , P_4) або останніх трьох з них раніше зазначеній умові нормальної ліквідності балансу (як зазначалося раніше, зважаючи на галузеві особливості, показник P_1 у більшості випадків не відповідає умовам нормальної ліквідності підприємств). Такі незначні зміни загальної якості активів підприємств (а стосовно показників P_2 , P_3 і P_4 – повільне погіршення) свідчать про істотні проблеми у розвитку вітчизняного житлового будівництва.

Згідно з п. 4.3.1 вищевказаної Постанови [115] серед основних показників ліквідності позичальника в першу чергу визначаються коефіцієнт миттєвої ліквідності, коефіцієнти поточної та загальної ліквідності. Динаміку питомої ваги підприємств із задовільними значеннями цих коефіцієнтів ліквідності показано на рис. 2.5.

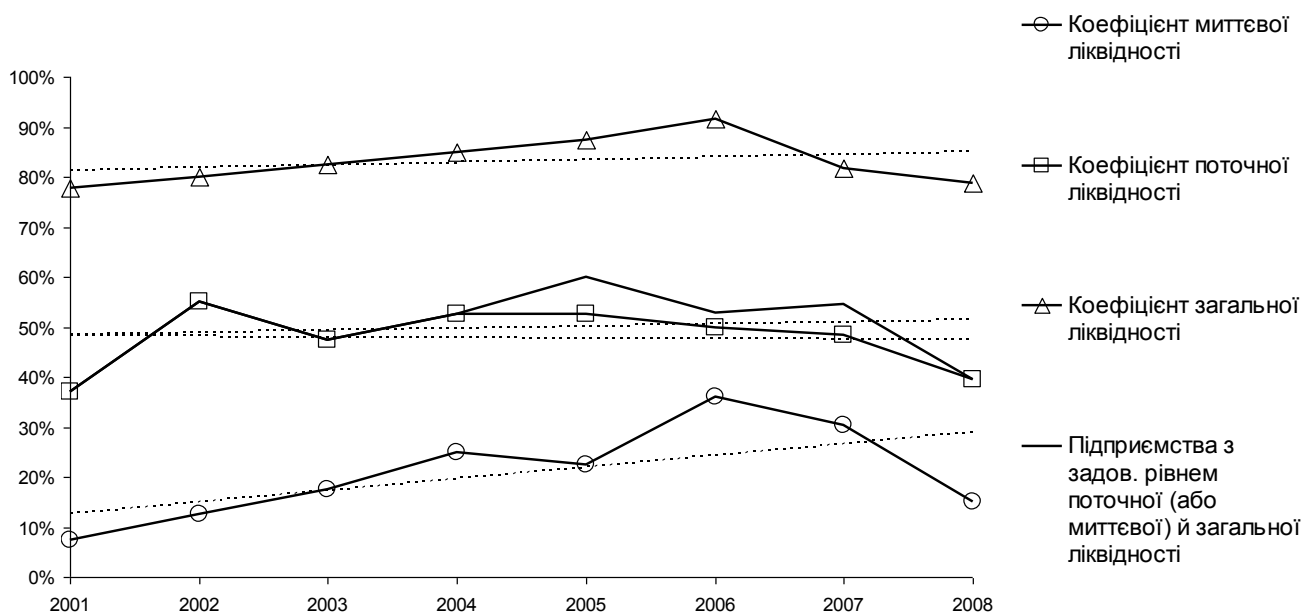


Рис. 2.5. Динаміка питомої ваги будівельних підприємств із задовільним рівнем коефіцієнтів ліквідності

Джерело: графіки складено автором за даними [1]

Порівнявши розміщену на рис. 2.4 і 2.5 динаміку частки підприємств із задовільними показниками ліквідності та відповідних груп майна - Π_1 , Π_2 , Π_3 , Π_4 , можна зробити висновок про абсолютну ідентичність представлених графіків.

Коефіцієнт миттєвої ліквідності, що в науковій літературі також іменується коефіцієнтом абсолютної ліквідності [107, с. 350], характеризує те, як швидко короткострокові зобов'язання можуть бути погашені високоліквідними активами (поточними фінансовими інвестиціями, грошовими коштами та їх еквівалентами). Як розглядалося вище, для підприємств будівельної галузі цей показник, як і платіжний баланс Π_1 , не є особливо значущим.

Динаміка питомої ваги підприємств із задовільним коефіцієнтом миттєвої ліквідності, як і з нормальним рівнем Π_1 , є найменшою. Проте, при позитивному тренді за 2001-2007 рр. їх частка зросла в 4,1 рази, з 7,4 до 30,3 відсотків. Водночас, внаслідок фінансової кризи року цей показник за 2008 рік знизився у 2 рази, до 15,2 відсотків.

Коефіцієнт поточної ліквідності характеризує можливість погашення підприємством короткострокових зобов'язань у встановлені строки. Динамі-

ка зміни частки підприємств із задовільними значеннями показника є неістотною. Так, у 2007 р. питома вага становила 48,5 проти 37 відсотків 2001 року. Проте, унаслідок кризи 2008 року питома вага компаній із задовільними значеннями коефіцієнта поточної ліквідності впала до 39,4 відсотка.

При обчисленні коефіцієнта поточної ліквідності у складі ліквідних активів знаходяться й суми одержаних векселів. Цікавим є те, що лише 3 з аналізованих підприємств у розрахунках із замовниками використовують векселі – це підприємства 7, 17 та 38 з вищенаведеного списку. Усі названі компанії за результатами дослідження мають нормальну кредитоспроможність, що певною мірою свідчить про ефективність застосування вексельних розрахунків у загальному будівництві.

Коефіцієнт загальної ліквідності, що у фаховій літературі йменується коефіцієнтом покриття [107, с. 350], характеризує те, наскільки обсяг короткострокових зобов'язань і розрахунків можна погасити сумою усіх ліквідних активів підприємства [115]. Протягом 2001-2007 рр. динаміка підприємств із його задовільним рівнем була незначно позитивною, зростаючи з 77,8 до 81,8 відсотка. У 2008 році унаслідок фінансової кризи питома вага таких компаній впала до 78,8 відсотка. Це свідчить про стабільні, системні кризові явища щодо ліквідності будівельних підприємств за умов самофінансування розвитку.

Зіставивши якісний склад коефіцієнтів ліквідності та щорічну динаміку його зміни у фінансових відомостях можна зробити висновок про стабільну тенденцію щодо ліквідності будівельних компаній. Зокрема, протягом 2001-2008 рр. питома вага будівельних підприємств, що відповідають вимогам Постанови НБУ щодо ліквідності позичальника [115], зросла з 37 до 39,4 відсотка (останнє - проти 54,5 відсотків 2007-го року). До таких підприємств можна віднести 2, 6, 7, 8, 17, 19, 21, 23, 28, 31, 33, 34, 38.

Необхідно зауважити, що стан нормальної ліквідності згідно до вимог Постанови НБУ [115] та задовільними значеннями платіжного балансу (показників P_1 , P_2 , P_3 , P_4) за весь період дослідження – 2001-2008 рр. - співпада-

ють у 243 випадках зі 289, тобто у 85 відсотках випадків. Залишкове відхилення у 15 відсотків свідчить про недосконалість вимог Постанови НБУ [115] щодо визначення ліквідності позичальників - будівельних підприємств. Це також вимагає необхідності індивідуального й творчого підходу щодо аналізу кредитоспроможності кожного будівельного підприємства, зважаючи на галузеві особливості цього виду господарської діяльності. Виходячи з цього, й темпи якісної зміни ліквідності будівельних підприємств протягом 2001-2008 рр. суттєво різняться (див. рис. 2.6).

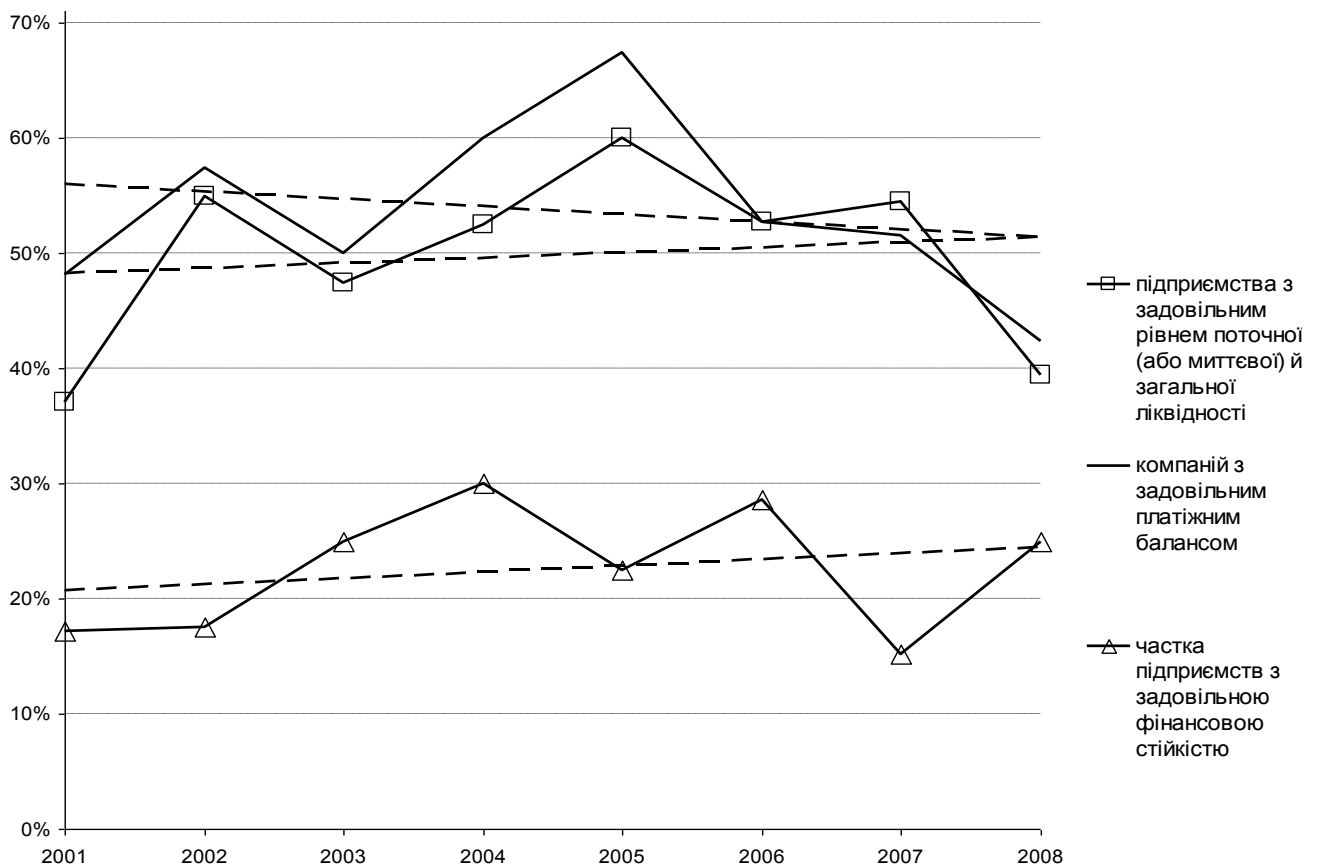


Рис. 2.6. Динаміка питомої ваги загальнобудівельних організацій із задовільним рівнем ліквідності та фінансової стійкості

Джерело: графіки складено автором за даними [1]

Відсутність у Постанові чітко прописаних нормативних меж показників ліквідності та фінансової стійкості залишає можливість для індивідуалізації аналізу фінансового стану будівельних компаній.

Здійснений в дослідженні аналіз фінансового стану позичальника доповнює визначення й зіставлення показників його фінансової стійкості і ста-

більності кожного підприємства з нормативними значеннями [107, с. 362]. Згідно з вимогами Постанови НБУ [115] для цього необхідно визначити коефіцієнти незалежності підприємства й маневреності його власних коштів.

Коефіцієнт маневреності власних коштів підприємства характеризує ступінь мобільності їх використання.

Коефіцієнт незалежності підприємства характеризує ступінь ризиковості його фінансової діяльності.

На рис. 2.7 відображено динаміку питомої ваги підприємств із задовільними показниками фінансової стійкості.

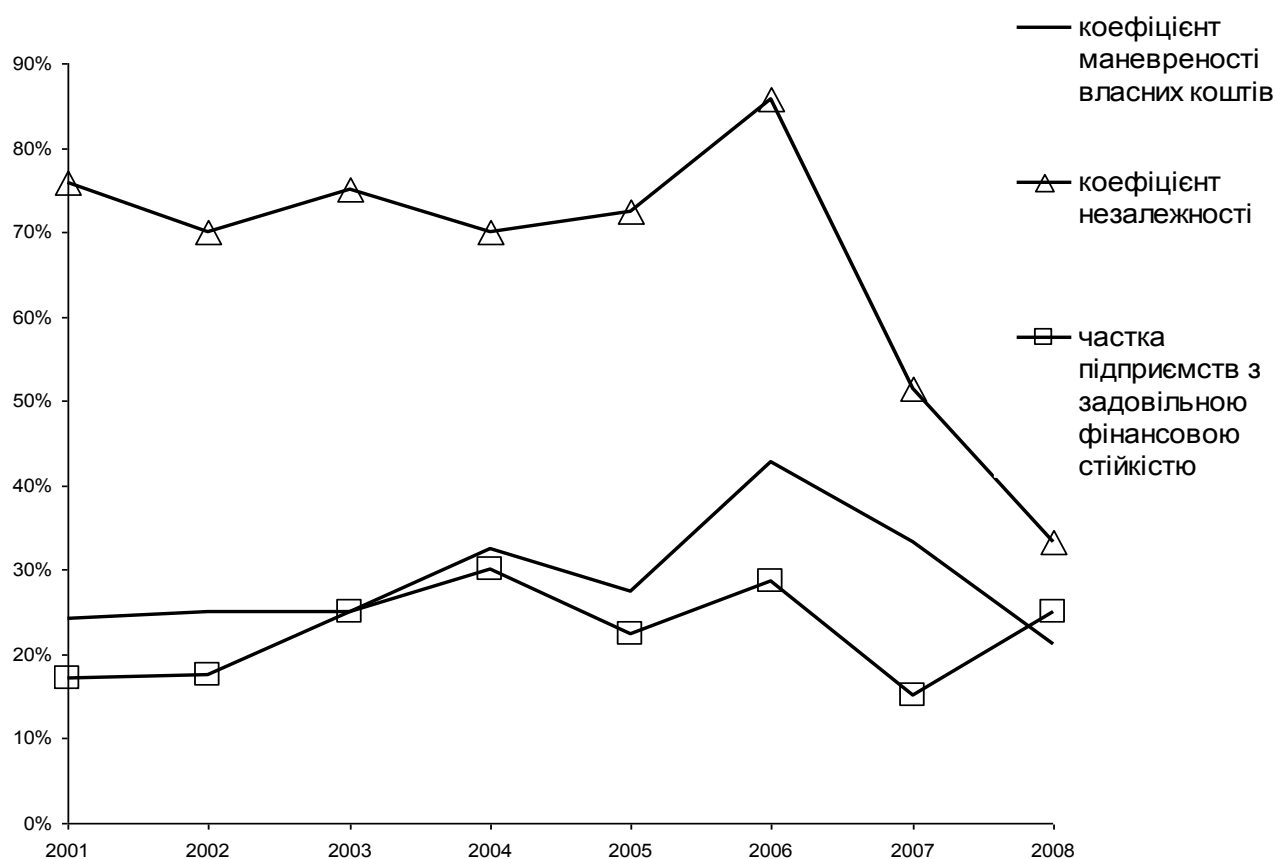


Рис. 2.7. Динаміка питомої ваги загальнобудівельних організацій із задовільними показниками фінансової стійкості

Джерело: графіки складено автором за даними [1]

Як свідчить рис. 2.7, за 2001-2008 рр. відбувалися хвилеподібні коливання питомої ваги підприємств із задовільною загальною фінансовою стійкістю – з 17,2 до 25 відсотків. Протягом 2001-2007 рр. це відбувалося в основному за рахунок коливань частки підприємств із задовільним коефіцієнтом

маневреності власних коштів у діапазоні 24,1-33,3 відсотка. Така ситуація свідчить про стабільно низькі темпи оновлення й амортизації основних засобів у будівництві. Наприклад, за аналізований період описані негативні тенденції спостерігалися у близько 40 відсотків досліджених підприємств.

Різке зниження фінансової незалежності протягом 2001-2008 рр. у 2 рази - з 75,9 до 33,3 відсотків – супроводжувалося незначним нарощуванням довгострокових зобов'язань, що свідчило про істотну проблематичність залучення довгострокового капіталу будівельними компаніями. Водночас різке зниження незалежності компаній відбувалося за рахунок зміни обсягів їх поточних зобов'язань. Суттєве зростання поточних зобов'язань компаній у 2007 році призвело до падіння частки підприємств з задовільним рівнем фінансової незалежності майже удвічі, до 51,5. Протягом 2008 р. ця частка впала до 33,3 відсотків. Таке компенсування дефіциту довгострокового капіталу короткостроковими позиками знижує кредитоспроможність будівельних компаній і ставить їх під загрозу банкрутства.

Таким чином, з проведених розрахунків випливає, що підприємства 1, 11, 23, 28, 32, 33, 34 зі списку відповідають вимогам Постанови НБУ [115] щодо фінансової стійкості позичальника.

На рис. 2.6 проілюстровано однонаправлену протягом 2001-2007рр. трендову динаміку ліквідності та фінансової стійкості будівельних підприємств. Крім того, за результатами проведеного аналізу в 2007 р. лише 18 відсотків підприємств відповідала вимогам Постанови [115] щодо ліквідності та фінансової стійкості позичальника, а у 2008 р. їх частка зменшилася до 10 відсотків.

Порівнюючи фактичні показники ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості й стабільності кожного підприємства з нормативними значеннями, можна зробити висновок про відповідність фактичних значень обчислених показників стану ліквідності, платоспроможності й фінансової стійкості нормативним значенням, а отже – оцінити кредитоспроможність та

перспективи подальшого розвитку фінансово-господарської діяльності позичальника.

Таким чином, проведене дослідження показало, що на початок 2009 р. лише одне підприємство – ЗАТ «Карпаткурортбуд» - повністю відповідало вимогам Постанови НБУ [115] щодо задовільної кредитоспроможності позичальника. При тому до настання фінансової кризи - на початок 2008 р. таких підприємств було п'ять: ВАТ «Запорізький ДБК ім. 60-річчя ВЖР», ВАТ Трест «Київміськбуд-1», ВАТ Трест «Київміськбуд-3», ЗАТ «Карпаткурортбуд», ВАТ «Снігурівський райагробуд», або 12,5 відсотка усієї вибірки. Таке зниження рівня кредитоспроможності будівельних підприємств протягом 2008 р. з без того мізерної величини у 12,5 відсотка до 2,5 характеризує катастрофічний стан фінансування їх розвитку за рахунок, в першу чергу, довгострокових боргових ресурсів.

Отже, в даному розділі впорядковано найбільш впливові й усезагальні фактори розвитку, а отже й кредитоспроможності, вітчизняних будівельних підприємств. За фінансовими звітностями 2001-2008 рр. здійснено дослідження кредитоспроможності 40 загальнобудівельних організацій різних регіонів України. Зокрема, згідно вимог Постанови НБУ №279 від 6.07.2000 досліджено платіжний баланс, ліквідність і фінансову стійкість компаній. Результати засвідчили, що лише 15 відсотків компаній у 2007-му і 2,5 відсотка у 2008-му рр. відповідали вимогам щодо кредитоспроможності позичальника.

Проведений альтернативний аналіз діяльності загальнобудівельних організацій показав розходження із вимогами Постанови НБУ [115] у 15 відсотках випадків. Це може свідчити про недосконалість законодавчої бази і необхідність додаткового індивідуального підходу до кожного підприємства-позичальника.

2.2. Мобілізація капіталу на фондовому ринку в житлове будівництво

За минуле десятиліття в Україні відбулися кардинальні зміни в житловому секторі, пов'язані з переходом країни на ринкові умови господарювання. Держава перестала бути основним гравцем на ринку житла. Зменшення ролі держави у фінансуванні житлового будівництва не компенсувалося своєчасним створенням нових механізмів залучення коштів у житлове будівництво, що призвело до значного дисбалансу ринкового попиту й пропозиції і, як наслідок, значно завищених цін на житлову нерухомість. Водночас, за такої сприятливої ринкової кон'юнктури будівельні компанії не можуть наростити обсяги виробництва. Це, в першу чергу, пов'язане з низькою капіталізацією їх активів. Наприклад, на початок 2009 р. балансова вартість будівельних трестів становила: «Південатоменергобуд» - 21175 тис.грн., «Сєверодонецькхімбуд» - 6746 тис.грн., «Чорноморнафтогазпромбуд» - 5314 тис.грн., що становить загальногалузеву тенденцію. Зазначене майно загальнобудівельних організацій порівняно з вартістю стандартної шістнадцятиповерхової будівлі в крупному обласному центрі, житловою площею 11840 кв.м., - близько 55 млн.грн. є недостатньою (згідно з типовим проектом [28, с.32] в перерахунку на собівартість 1 кв.м. житла за офіційними нормативами Міністерства будівництва та архітектури, 950 дол. США або 4800 грн.). Адже зазвичай девелоперами одночасно реалізується декілька будівельних проектів, а вищезазначені активи не дозволяють компаніям власним коштом компенсувати усі фінансові ризики навіть по одному проекту.

У рідкісних випадках, коли вартість майна будівельної компанії є адекватною обсягам її поточної діяльності, виявляється переважна питома вага поточних зобов'язань в капіталі, що завжди є негативним фактором підприємницької діяльності (оскільки підвищує виробничі ризики і погіршує фінансовий стан компанії). Такі випадки мали місце і в таких провідних компаніях, як ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П.Загороднього», де на поч. 2007 р. в майні на суму 907421,6 тис.грн. мало місце 819144,4 тис.грн. поточних зо-

бов'язань; ВАТ «Трест «Київміськбуд-3», де на поч. 2007 р. в майні 51211,7 тис.грн. було 21297,7 тис.грн. поточних зобов'язань (на поч. 2009 р. баланс ВАТ «Трест «Київміськбуд-3» суттєво поліпшився, і в майні загальною вартістю 129467 тис. грн. містилося лише 68242 тис. грн. короткострокових зобов'язань за повної відсутності довгострокових боргів); ВАТ «Трест «Київміськбуд-6», де на поч. 2009 р. в майні вартістю 61787 тис.грн. було 43811 тис.грн. поточних зобов'язань. Знижує виробничі ризики авансова основа будівельної діяльності зазначених компаній (напр., частка авансованих коштів на поч. 2007 р. становила відповідно 90,3%, 41,6% і 67,6% усіх поточних зобов'язань; водночас, на поч. 2009 р. частка авансованих коштів в поточних зобов'язаннях ВАТ «Трест «Київміськбуд-3» впала до 0, у ВАТ «Трест «Київміськбуд-6» становила лише 16,2 відсотка, у ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П. Загороднього» - 45,7 відсотка). Однак, при цьому необхідною умовою залучення достатніх авансових коштів під зведення житлових площ виступає тривала й успішна історія функціонування підприємства на ринку, що є проблемою для переважної більшості будівельних компаній (згідно із Законом України «Про інвестиційну діяльність» [26], фінансування інвесторами незавершеного житлового будівництва може відбуватися через складання інвестиційної угоди із девелопером. Останній таким чином залучає авансові платежі під зведення об'єкта нерухомості).

Отже, вітчизняні загальнобудівельні організації є недостатньо капіталізованими, а нарощення ними капіталу через залучення позикових ресурсів з причини низької кредитоспроможності є проблемним. Тому подальше дослідження присвячене проблемам підвищення капіталізації загальнобудівельних організацій через розміщення акцій на організованому фондовому ринку.

Комплексне дослідження вітчизняного фондового ринку в 2007 р. виявило значну недооціненість найбільших емітентів за показниками P/B та P/S (P/S, Price/Sales, – відношення сумарної капіталізації до обсягу продажів, P/B, Price/Book, – відношення капіталізації до власного капіталу [50, с. 15]) [62, с.67]. В середньому вона становила 50-60 відсотків, і це було одним з основ-

них індикаторів перспективного зростання вітчизняного фондового ринку. На наш погляд, суттєву недооціненість компаній у наступному, 2008-ому, році загострила світова фінансова криза, коли лише за результатами року індекс ПФТС впав з 1100 до 210 пунктів, тобто на 81 відсоток [104]. Це однозначно свідчить про перспективне істотне зростання вітчизняного фондового ринку та відповідне підвищення котирувань його учасників.

На наш погляд та за експертними оцінками [29, с.108-109; 38, с.12-17; 91, с.29-37], стратегічні перспективи такого зростання також обумовлені:

- сприятливою кон'юктурою ринку нерухомості (стійкий високий рівень цін та розвиток іпотечного кредитування, у т.ч. за рахунок ДІУ);
- вступом України до СОТ у квітні 2008 р.;
- очікуваним приєднанням України до зони спільної торгівлі з ЄС;
- прогнозованим первинним розміщенням цінних паперів близько 50-ти вітчизняних компаній середнього й крупного бізнесу на європейських фондових ринках протягом 2010 – I пол. 2011 рр.; успішний аналогічний докризовий досвід розміщення російських компаній;
- очікуване зростання світового попиту, у т.ч. значного попиту КНР, на металургійну продукцію до 2015 р. тощо.

Отже, у 2008 р. на вітчизняному фондовому ринку склалися усі макроекономічні підстави для перспективного суттєвого зростання котирувань акцій більшості емітентів, у т.ч. компаній будівельного сектора. Однак, актуальна інформація щодо кількості будівельних компаній-емітентів, представлених на вітчизняному фондовому ринку, цього не підтверджує. Зокрема, у 2008 р. на організованому фондовому ринку оберталися цінні папери декількох галузевих емітентів, таких як ВАТ «Мостобуд», ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П.Загороднього», КП «Київ Житло-Інвест», «Київметробуд» тощо (див. дод. Л), проте, жодна з будівельних компаній не потрапила до I лістингу ПФТС, що в першу чергу говорить про недостатні обсяги торгів цінними паперами і, як результат, їх невисоку ліквідність й недостатню капіталі-

зацію емітентів. До того ж, до 2008 р. основну частку в обсягах торгів з акціями будівельних підприємств займали операції з цінними паперами лише десятка емітентів, серед яких є й вищеперелічені компанії. Незважаючи на те, що акції будівельних компаній представлені в ПФТС з 2001 року, і з того часу в Україні розроблено достатньо ефективну законодавчу базу з регулювання обігу акцій, проте, обсяги торгівлі майновими цінними паперами порівняно з емітентами інших секторів економіки та відносно закордонних показників свідчать про мізерні обсяги залучення капіталу в будівельний сектор. Водночас, у багатьох випадках низька ліквідність акцій не пов'язана із тим, що підприємства є непривабливими для інвесторів.

Зазначене твердження доводять зведені у дод. С дані щодо кількості випущених акцій і частки крупних акціонерів, які у 2008 р. володіли більше 5% статутного капіталу загальнобудівельних організацій. Аналіз змін у складі крупних акціонерів більш ніж 40 вітчизняних будівельних компаній протягом 2003 - поч. 2008 рр. засвідчив відносну сталість складу крупних акціонерів підприємств і стратегічну орієнтацію їх інвестицій. Тож, з упевненістю можна припустити незначну корекцію власників, наведених в дод. С, до теперішнього часу.

Аналіз даних щодо структури акціонерів підприємств із аналітичної вибірки призвів до таких висновків: майже у всіх підприємств значні (навіть контрольні) пакети акцій належать обмеженому колу акціонерів. Особливо це явище проявляється в регіонах з недостатнім розвитком промисловості (див. «Чернівціоблагробуд», «Кримрембудтрест», «Лубнижитлобуд», «Обухівпромбуд», «Тернопільрембуд» тощо). Останнє пояснюється локальною монополією та складністю доступу компаній на організований фондовий ринок в економічних центрах країни.

Необхідно зазначити, що при аналізі даних, наведених в таблиці, не оцінювався вплив дрібних акціонерів, які контролюються більш крупними акціонерами. Проведення такого дослідження у більшості випадків неможливе, оскільки система взаємовідносин між крупними і пов'язаними з ними дрі-

бними акціонерами зазвичай не розкривається. Проте, існує безліч підтверджень, що дії ряду дрібних власників координуються з боку крупних структур (зокрема, через продаж акцій персоналу підприємства із подальшим оформленням довіреностей щодо права голосу по акціях на менеджмент підприємства). Якщо прийняти до уваги цей факт, то можна припустити, що в дійсності пакети акцій, які контролюються обмеженим колом власників, перевищують обсяги, представлені в додатку С.

Мізерність фондових операцій з акціями дозволяє припустити, що крупні пакети цінних паперів не виводяться акціонерами на фондовий ринок з наступних причин. По-перше, як зазначалося, це орієнтація на довгострокове володіння цінними паперами. Поясненням цього може служити необхідність концентрації і збереження контролю над фінансово-господарською діяльністю компаній-емітентів з метою одноосібного розподілу прибутку. За умов надприбутковості будівельного сектора ця причина є справедливою. Це підтверджує стабільне щорічне зростання питомої ваги будівельних підприємств середнього та крупного бізнесу, які здійснювали дивідендні виплати (див. табл. 2.5). При цьому в аналітичну вибірку автором не включалися акціонерні товариства малого бізнесу, оскільки на таких підприємствах існує першочергова потреба в рекапіталізації прибутку для забезпечення достатньої технічної бази (а не його витратах на дивіденди).

Таблиця 2.5

Щорічні дивідендні виплати загальнобудівельних організацій
протягом 2002-2008 рр.

Показники	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Зміна за 2002-2008, %
Кількість досліджуваних компаній	29	30	31	30	26	21	21	-
Питома вага компаній, які виплачували дивіденди, %	13,8	10	16,1	30	30,8	9,5	14,3	+3,6
Середня сума дивідендів, що сплачувалися, грн./акц.	0,1664	0,1852	0,0755	0,1861	0,1259	0,006	0,0534	-6,79
Середня вартість акції, грн./акц.	5,665	6,027	6,075	6,056	6,065	5,006	5,006	-11,63

Джерело: таблицю розроблено автором за даними [1]

Табл. 2.5 свідчить, що зміна середньої суми дивідендних виплат на 1 акцію не залежить від питомої ваги компаній, які розподіляють дивіденди. За період 2002-2008 рр. в середньому лише 17,79 відсотків загальнобудівельних організацій щорічно розподіляли чистий прибуток (дивіденди) серед акціонерів. При цьому середній розмір щорічно сплачуваних дивідендів становив 0,1141 грн./акц. при середньорічній номінальній вартості 1 акції – 5,7 грн. Отже, середньорічні дивідендні виплати становили лише 2 відсотка від вартості акцій. Це все свідчить про пасивну політику загальнобудівельних організацій по відношенню до акціонерів і відповідно – залученню потенційних інвесторів.

Доводом для довгострокової концентрації власниками крупних пакетів акцій взагалі й регулярної рекапіталізації прибутку зокрема може служити усвідомлення того, що поточна вартість належних їм акцій значно занижена. Підтвердженням цього може служити вищезазначене комплексне дослідження емітентів за показниками P/S та P/B, а також вказані прогнози щодо зростання вітчизняної економіки. Тому перспективний підйом української економіки із початку 2010 р., а також прихід крупних зарубіжних інвесторів можуть призвести до стрімкого зростання вартості цінних паперів.

Очікуючи майбутнього зростання цін, акціонери не поспішають виводити власні пакети акцій на ринок, тим самим скорочуючи обсяги цінних паперів у вільному обігу. Внаслідок цього, обсяги цінних паперів, що пропонуються до реалізації на ринку, у багатьох випадках незначні, що унеможливає проведення короткострокових операцій з такими акціями. Обмежена пропозиція акцій на ринку скорочує число інвесторів, що працюють із ними. Враховуючи невисокі обсяги статутного капіталу переважної більшості наведених у дод. С компаній із аналітичної вибірки, можна зазначити, що акцій на всіх інвесторів просто не вистачає. Дії обмеженого числа інвесторів призводять до того, що котирування на купівлю акцій (Ask) встановлюються на мінімальному рівні, а котирування на їх продаж (Bid) – на максимальному. Такий дисбаланс перешкоджає зростанню ліквідності акцій будівельних ком-

паній і, як наслідок, гальмує процес зростання їх капіталізації (як порівняння: з 2003 по II кварт. 2007 рр. ринкова вартість акцій ВАТ «Мостобуд» у вільному обігу в ПФТС зросла в 22,5 рази, інші численні приклади зазначені в додатку Л).

Існує й інша причина, яка в сукупності з вищеназваними знижує ліквідність акцій будівельних компаній на фондовому ринку. Вона полягає у тому, що обсяги статутного капіталу і відповідних емісій акцій є незначними (див. табл. 2.5). Наприклад, загальна кількість випущених акцій ВАТ «Будівельно-промисловий монтаж» (м.Київ) і ВАТ «Кримрембудтрест» (м.Сімферополь) становили 5,16 і 5,03 млн. шт. З них відповідно 62,7% і 75% зосередилося в руках п'яти крупних акціонерів, які не виводили ці пакети акцій на фондовий ринок. Таким чином, у вільному обігу на поч. 2007 р. знаходилося відповідно не більше 1,92 млн. шт. (загальною вартістю 96 тис. грн.) і 2,86 млн. шт. (загальною вартістю 715 тис. грн.). Враховуючи їх розпорошеність серед міноритарних акціонерів і порівняно невисоку загальну вартість, можна зазначити тодішню недоцільність проведення короткострокових операцій з ними. Враховуючи перелічені вище основні мотивації мажоритарних акціонерів будівельних компаній, а також розвиток протягом 2008-2009 рр. фінансової кризи, можна з упевненістю говорити про збереження зазначених у табл. 2.5 тенденцій щодо невиводу будівельних компаній на відкритий фондовий ринок.

Доступність цінних паперів компаній дрібним акціонерам є неабияким фактором зростання їх капіталізації. Такі інвестори часто виступають джерелом саме довгострокових інвестицій, а не спекулятивного короткострокового капіталу. Порівнявши інформацію щодо торгів у ПФТС [104] та на розвиненому Нью-Йоркському фондовому ринку [101] (див. табл. 2.5, 2.6, рис. 2.8 і дод. М), слід зазначити, що кількість акцій, емітованих американськими підприємствами, перевищує подібну кількість акцій вітчизняних емітентів у десятки разів. Значні обсяги капіталізації показують й обсяги розвинених ринків корпоративних запозичень. Питання залежності між типом моделі корпо-

ративного управління та розвитком ринку боргових інструментів є недостатньо вивченим.

На відміну від світових бірж, вітчизняний фондовий ринок є мізерно-капіталізованим. Загальна капіталізація найбільшого фондового майданчика України – ПФТС - в розрізі ринку акцій на 30.09.2008 становила лише 256270 млн. грн., або \$51255млн. При цьому на 2-й лістинг та інші допущені до торгів підприємства (де представлені саме будівельні компанії) припадає 221125 млн. грн., або \$44225 млн. (див. рис. 2.8, а). Якщо для американських емітентів вважається нормальним, коли загальне число випущених акцій перевищує 1 млрд. шт., то в Україні емітент з подібними обсягами акцій зустрічається доволі рідко (лише національні стратегічні підприємства з державною часткою власності, або фінансовий сектор), адже чим вища капіталізація підприємства, тим більші обсяги фінансових ресурсів потенційно здатне залучити підприємство. Так, серед представлених у дод. С будівельних підприємств лише 24,4 відсотка мають обсяги емісії більше 10 млн. акцій. Отже, капіталізація світових ринків акцій представлена у рис. 2.8, б.

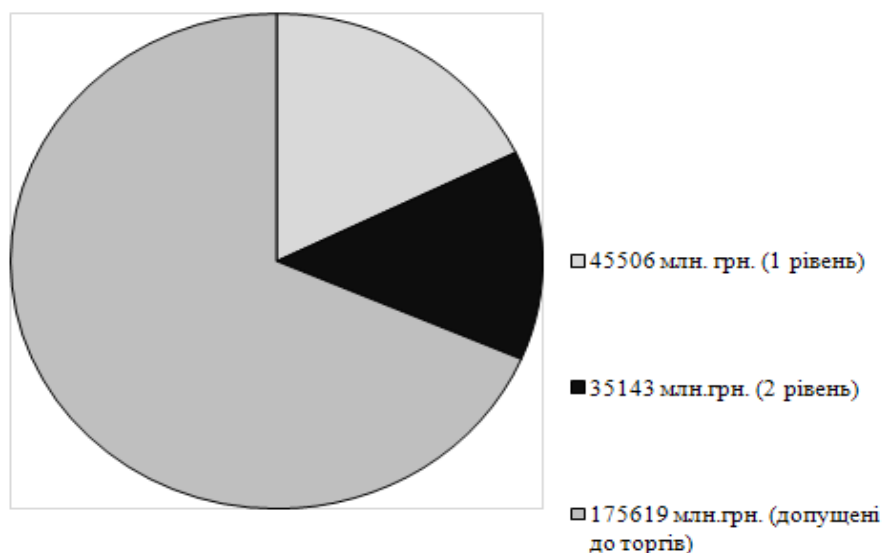
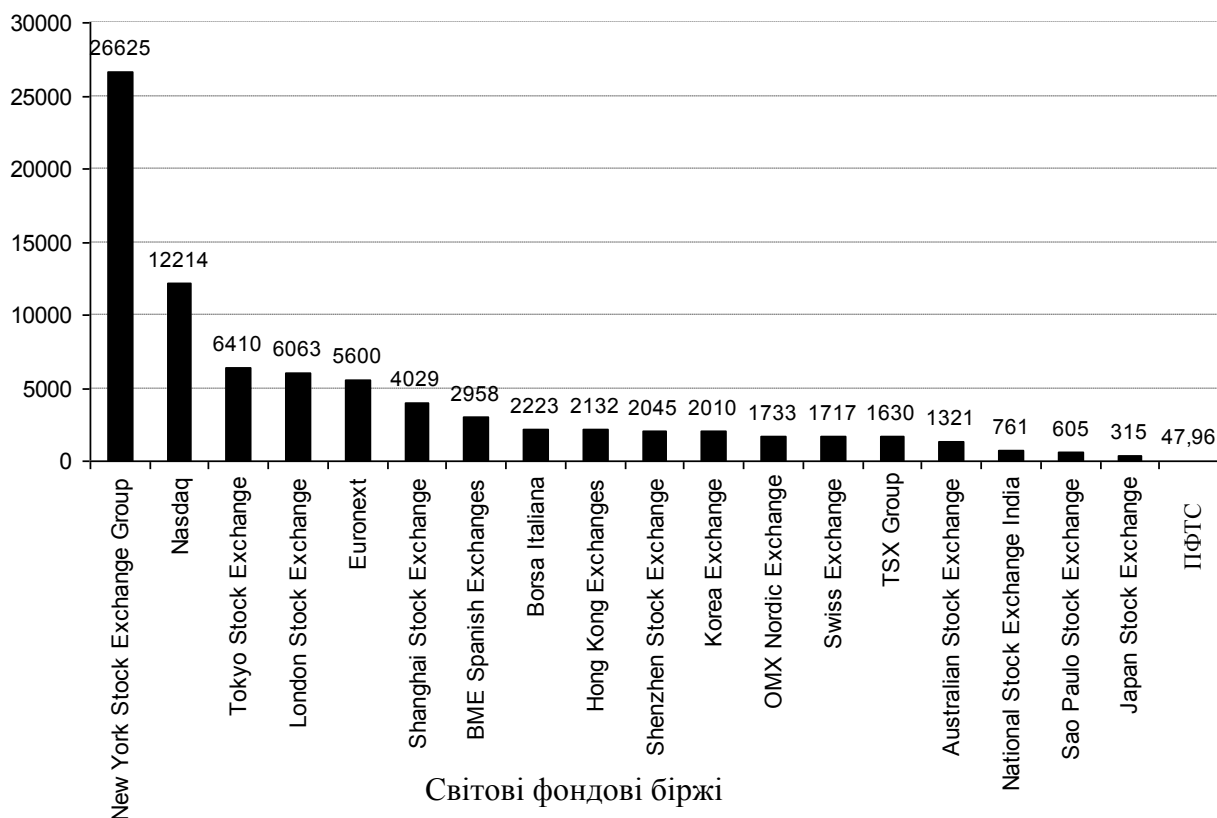


Рис. 2.8. Розвиток світових ринків акцій у 2007-2008 рр.:

а) структура торгів та капіталізація лістингів акцій на ПФТС на 30.09.2008.

Джерело: [104]



б)

Рис. 2.8. Розвиток світових ринків акцій у 2007-2008 рр.:

б) обсяги торгівлі акціями на світових фондових біржах у 2007 р., млрд. дол. США

Джерело: [29, с. 27-38]

Як свідчить рис. 2.8, обсяги торгів акціями в ПФТС на сьогодні є найнижчими як серед країн із розвиненою економікою, так і серед країн, що розвиваються. Звичайно, значна географічна централізованість торгів і їх мізерні обсяги свідчать про нерозвиненість фондового ринку України, проте, протягом 11-ти місяців 2007 року індекс ПФТС зріс з 425 до 1184 пунктів, або в 1,786 рази [104]. Шестиразове падіння вітчизняного ринку акцій та боргових інструментів внаслідок світової фінансової кризи 2007-2009 рр. (індекс ринку акцій ПФТС знизився із максимуму - 1100 до 210 пунктів [104]) обумовило поточну недооціненість і, як наслідок, значну подальшу перспективність ринку акцій та ринку боргових інструментів вітчизняних підприємств.

Обсяги торгів облігаціями в ПФТС значно перевищують обсяги торгів майновими цінними паперами і станом на початок вересня 2008 р. становили 298099,6 млн.грн., або \$59029,6 млн. [104]. Проте, й обсяги торгів на ринку

боргового капіталу є мізерними. Вони досягли лише половини обсягів ринку боргового капіталу Німеччини 2007 року, що дорівнював 116,5 млрд. дол. США [160, с.88]. При цьому розвиток вітчизняного ринку боргового капіталу відбувається дуже повільно. Зокрема, за перші 11 місяців 2007 р. обсяги торгів облігаціями на ПФТС зросли лише на 10,15% і становили 104,6 пунктів [104].

Проте, порівняно із показниками розвитку ринків корпоративних облігацій країн світу в 2006-2008 рр. обсяги торгів корпоративними запозиченнями є також мізерними.

Таблиця 2.6

Показники розвитку біржових ринків корпоративних облігацій країн світу
в 2006-2008 рр., млрд. дол.США

	2006	2007	2008
Країни із розвиненими економіками			
США	4034,4	4765,4	5275
Японія	152,4	165,4	187,3
Велика Британія	2497	3157,5	3437,9
Німеччина	1848,8	2190,1	2148,4
Франція	1160,8	1414,8	1496,9
Італія	750,7	928,8	1010,3
Економіки, що розвиваються			
Ізраїль	14,5	13,2	14,3
Угорщина	27,3	34,6	37,5
Польща	36	40,6	42,4
Туреччина	40,8	47,9	47,1

Джерело: таблицю складено за даними Bank for International Settlements [160, с. 85]

Складність проблеми залежності між типом моделі корпоративного управління та розвитком ринку боргових інструментів пояснюється одночасною можливістю позичальника залучати борговий капітал за допомогою двох фінансових послуг-альтернатив – банківського кредитування та випуску облігацій.

Всі вищезазначені факти, а також відсутність крупних інституціональних акціонерів у половині з наведених в дод. С будівельних підприємств свідчать про те, що структура їх акціонерного капіталу, а також обсяги емісій цінних паперів не відповідають рівню, необхідному для проведення короткострокових операцій на фондовому ринку.

Короткострокове інвестування можливе за значних обсягів цінних паперів підприємств, що знаходяться у вільному обігу на організованому ринку. Зокрема, в додатку М наведено інформацію щодо обсягів щоденних торгів акціями корпоративних емітентів на Нью-Йоркській фондовій біржі [101]. Додаток К свідчить, що денний обсяг торгів вільними акціями будь-якої наведеної компанії перевищує статутний капітал переважної більшості вітчизняних будівельних компаній з дод. С. При цьому зауважимо, що житлове будівництво в Україні вважається дуже капіталоємною діяльністю, тобто проблема мізерної капіталізації вітчизняних емітентів охоплює всі сектори економіки.

Необхідно відмітити, що й у країнах із розвинутим фондовим ринком існують компанії, в яких крупними пакетами акцій володіє обмежене коло інвесторів. Наприклад, за даними на 2002 р. у Японії близько 0,5% від загального числа акціонерів контролювало близько 40% акцій, що котирувалися на Токійській фондовій біржі [64, с. 43]. Проте, це не впливало на обсяги торгових операцій з акціями та спред між котируваннями цін попиту і пропозиції (Bid та Ask). Це пояснювалося тим, що крупними акціонерами виступали портфельні інвестори, як-то пенсійні фонди, інвестиційні та страхові компанії. Другою причиною цього виступала значна капіталізація частини акцій у вільному обігу поза контрольними пакетами акціонерів.

Негативним фактором нарощування капіталізації емітентів є децентралізація та інформаційна закритість обігу цінних паперів переважної більшості вітчизняних підприємств. За даними ДКЦПФР, обсяги торгів акціями на біржах й у торговельно-інформаційних системах за 2006 р. становили лише 3,07 відсотка від загального обороту українського фондового ринку [62, с. 71]. Подібна ситуація склалася й на ринку корпоративних облігацій: у докризових 2006-2007 роках більше 95 відсотків угод укладалося за телефоном. У довгостроковій перспективі, із розвитком організованого фондового ринку слід очікувати суттєвого скорочення поточного спреду між котируваннями Bid та Ask. У першу чергу, останнє сприятиме короткостроковому інвестуванню в цінні папери будівельних компаній і відповідно – зростанню їх капіталізації.

За останні два роки багато вітчизняних компаній різних секторів економіки планують вихід на міжнародні ринки капіталу. Пов'язане з цим первинне розміщення накладає на емітентів жорсткі вимоги, перш за все, щодо їх позитивного рейтингу емітента (фінансового стану й ризиків) та у сфері розкриття інформації.

На вітчизняному фінансовому ринку існує декілька учасників - рейтингових агенцій. На початок 2008 р. найбільшою з них була рейтингова агенція (РА) «Кредит-рейтинг», яка згідно рішення ДКЦПФР до кінця 2006 р. займала на ринку монопольне становище. Незважаючи на відносно дешеві тарифи компанії (мінімальний поріг - 55 тис. грн. за одноразове рейтингування й близько 12 тис. грн. – щоквартальний моніторинг), її рейтингування непридатне для IPO будь-якої компанії [134, с. 58]. Це пояснюється тим, що рейтинги компанії не визнаються на закордонних фондових майданчиках.

Отже, вітчизняним підприємствам, що виходять на IPO, доводиться звертатися до міжнародних рейтингових агенцій, таких як “Moody’s”, “Standard&Poors” та “Fitch” (з мінімальним тарифом від \$50 тис.). На відміну від українських аналогів, рейтингова система зазначених компаній є добре структурованою (див. дод. С) [134, с. 59].

Зважаючи на конфіденційність інформації щодо методик присвоєння рейтингів, зазначених у додатку Р, можна впевнено позначити тільки наступне. Підприємствам-емітентам ЗАТ «Карпаткурортбуд», ВАТ «Запорізький ДБК ім. 60-річчя ВЖР», ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П. Загороднього», ВАТ Трест «Київміськбуд-3», ЗАТ «Карпаткурортбуд», ВАТ «Снігурівський райагробуд» з аналітичної вибірки в табл. 2.2 (які за результатами дослідження в розділі 2.1 у 2007-2008 рр. були найбільш кредитоспроможними) притаманні категорії Ва та В інвестиційних рейтингів з дод. Т. Тим самим, цінні папери усіх взятих підприємств із найвищою кредитоспроможністю мають низький рейтинг інвестиційного класу або торгівля ними на міжнародних ринках взагалі має носити лише спекулятивний характер. Останнє пояснюється високими галузевими кредитними ризиками на рівні, вищому за середній. Виконання поточних зобов'язань будівельних компаній при негативних змінах зовнішнього середовища може бути ускладнене.

З причин фінансової непрозорості сфери житлового будівництва, невідповідності жорстким рейтинговим вимогам за кордоном, високу вартість послуг міжнародних рейтингових агенцій та відсутність досвіду з проведення road-show щодо IPO тощо, вітчизняні будівельні компанії якнайменше у найближчі 5 років не зможуть залучати більш дешеві закордонні фінансові ресурси через IPO або розміщення євробондів.

Вітчизняний досвід рейтингування налічує 3-4 роки, що обумовлене стабілізацією макроекономічного розвитку. В якості прикладу на основі методик РА «Експерт-рейтинг», а також супутнього аналізу РА «Кредит-рейтинг» вивчимо інвестиційну привабливість ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П. Загороднього», яке має позитивну кредитоспроможність та регулярно залучає значні, як для вітчизняного будівництва, інвестиції, зокрема, у 1994 році через емісію акцій на суму еквівалентну 429,6 тис.грн., у 1997 р. – 24,9 тис.грн., у 2000 р. – 1 млн.грн., у 2003 р. – 14 млн. грн., у 2005р. - 85 млн.грн., та у 2006 р. – на суму 50 млн.грн. [1]. З дод. С впливає, що зазначена сума є найбільшою порівняно з іншими галузевими емітентами. Це є визначальним фактором ефективного фінансового забезпечення виробництва й нівелює ризики настання виробничих простоїв.

Спочатку необхідно охарактеризувати методику РА «Експерт-рейтинг» [62, с. 65]. Рейтинг інвестиційної привабливості вказує на фундаментальні передумови зростання котировок акцій компанії (за виключенням впливу факторів неекономічного характеру). Рейтингова оцінка присвоюється, виходячи з 14-ти статистичних показників, 12-ти розрахункових коефіцієнтів і 8-ми додаткових фундаментальних факторів. Також має враховуватися активність торгівлі акціями компанії на ПФТС та рівень її корпоративного управління.

Методика визначення (p_i) – рейтингу інвестиційної привабливості РА «Експерт-рейтинг» виходить зі вдосконаленої моделі Дюпона (du Pont), в якій виділено чотири групи показників (алгоритм їх обчислення наведений у дод. Н):

1. Кінцева доходність – група показників, що вказує на здатність підприємства приносити прибуток. Основним серед показників цієї групи (як і при

визначенні кредитоспроможності у розд. 2.1) є рентабельність власного капіталу.

2. Фінансова незалежність характеризує фінансову безпеку компанії, ступінь її насиченості борговими ресурсами. У моделі Дюпона відповідне коло показників обмежується лише коефіцієнтом автономії. Однак, аналіз фінансової незалежності компанії у рейтингу розширений із корегуванням на якість кредиторської заборгованості, тривалість поточних пасивів тощо. Водночас коефіцієнт автономії залишається основним показником фінансової незалежності.
3. Якість корпоративного управління. Найкращим індикатором є показники прибутку підприємства, який воно може розподілити серед акціонерів. Тому модель доповнено коефіцієнтом рентабельності власного капіталу, який у поєднанні з коефіцієнтом капіталізації дозволяє обчислити три індикатори: поточну потенційну доходність акції, коефіцієнт свободи та співвідношення між ринковою й балансовою вартістю підприємства (ключовий індикатор).
4. Вплив кон'юнктури ринків сировини, готової продукції та інших ресурсів на діяльність підприємства. Це є те зовнішнє середовище, яке у разі відсутності на підприємстві схем податкового планування стає головним ринковим фактором впливу на розмір виробничих витрат, виручки й чистого прибутку. Тут ураховується весь комплекс маркетингових питань, пов'язаних із можливостями постачання й реалізації готової продукції. Основним серед показників цієї групи виступає рентабельність продажів.

Як індикатор норми доходності інвестора використовується $prime\text{-}rate$ (R_p). Вона береться як подвійна ставка НБУ, що відповідає максимальному рівню доходності банківських депозитів фізичних осіб у національній валюті.

Діапазон балів поділений на 4 сегменти: А (від 25 до 32) – відмінно; В (17-24) – добре; С (9-16) – задовільно; D (6-8) – незадовільно.

До найвищого сегменту належать підприємства з міцним фінансовим станом та значною прибутковістю. Сегмент В характеризує цінні папери емітентів, більш залежних від економічного середовища, з позитивною динамікою розвитку та потенціалом нарощування ринкової капіталізації.

Найпоширеніша в котируваннях ПФТС – група С – характеризує цінні папери підприємств із рівноможливою тенденцією до падіння/зростання. Цінні папери подібних компаній найчастіше торгуються зі спекулятивною метою, не залучаючи довгострокових інвесторів. Останній сегмент – група D – характеризує цінні папери емітентів з ознаками кризи господарського розвитку і відповідно – тенденцією до зниження ринкової вартості.

Таблиця 2.7

Визначення рейтингу інвестиційної привабливості ВАТ Трест «Київміськ-буд-1 ім.М.П.Загороднього» у докризовий економічний період 2006-2007 рр.

Показник.		Значення показників за рік	
		2006	2007
Рівень лістингу ПФТС		3	2*
Капіталізація на кінець року, млн. грн.		1040,00	1100,00
Зміна ціни акції за рік (за ціною останньої угоди), %.		0,00	0,00
Доход інвестора за 2006 р. (за цінами котирувань), %.		-3,85	-7,41
Кількість угод у ПФТС за рік.		10,00	19,00
Обсяги торгів, млн. грн.		5,14	0,86
Маржа між котируваннями на покупку й продаж (на кінець року).		8,00	20,00
Показники рентабельності й ліквідності	Рентабельність власного капіталу, %.	0,58	2,00
	Прибуток / капіталізація.	0,11	0,36
	Статутний фонд / власний капітал, %.	78,22	76,05
	Коефіцієнт автономії, %.	22,46	18,80
	Частка довгострокових зобов'язань, %.	27,38	36,15
	Частка бюджетних зобов'язань, %.	0,51	0,27
	Загальна ліквідність, %.	184,43	158,23
	Абсолютна ліквідність, %.	0,74	0,35
	Рентабельність продажів, %.	0,74	2,12
	Приріст оборотності активів, %.	-39,03	0,16
Ринкові коефіцієнти.	Співвідношення між ринковою й балансовою вартістю (P/B).	5,42	5,58
	Співвідношення між капіталізацією та виручкою (P/S).	6,94	5,91
	Співвідношення між капіталізацією та чистим прибутком (P/E).	941,01	279,21
Бали	Якість корпоративного управління.	8	7
	Підсумкова доходність.	2	3
	Фінансова незалежність.	3	3
	Вплив кон'юнктури ринку.	2	2
	Загальний рейтинговий бал.	15	15
Рейтингова оцінка		C	C

* у жовтні 2007 р. 3 рівень лістингу ПФТС було скасовано

Джерело: таблицю складено за матеріалами РА «Експерт-рейтинг» [62, с.65; 80].

Отже, в табл. 2.7 наведені показники фінансового стану й результати рейтингового аналізу інвестиційної привабливості ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П.Загороднього» у докризовий період розвитку національної економіки - 2006-2007 рр. Результати свідчать про стабільну фондову позицію цієї однієї з найбільших вітчизняних будівельних компаній. Проте, ця позиція не є стійкою, і котирування акцій компанії з рівною ймовірністю можуть як зрости, так і знизитись. За дворічними результатами, торгівля акціями підприємства проводилася в межах перерозподілу між найбільшими власниками, тому котирування в ПФТС залишилися без змін. Незначні обсяги торгів (у 2006 р. – 5,14 млн.грн., або 0,5% капіталізації, та у 2007 р. – 0,86 млн.грн., або 0,08% капіталізації) пояснюються цілковитою зосередженістю близько 80% статутного капіталу у 6 юридичних осіб (див. дод. С).

Капіталізація компанії на поч. 2007 р. становила 1040 млн. грн. Водночас, за аналітичними оцінками інвестиційної компанії «Тект», сумарна капіталізація ВАТ знаходилася в межах 1,9-2,5 млрд. грн. Таким чином, будівельне підприємство із задовільними показниками фінансового стану, значно залежне від змін зовнішнього середовища (з невеликим запасом фінансової міцності), мало потенціал до подальшого зростання вартості акцій. Це підтвердило зростання капіталізації підприємства у 2007 р. - з 1040 до 1100 млн.грн., або на 5,8 відсотка. Проте, з причини обмеженості вільної торгівлі зазначеними акціями це зростання було стриманим.

Отже, досягнення потенційної капіталізації компанії можливе лише через нарощення обсягів акцій у вільній торгівлі. Це, в свою чергу, можливе через частковий продаж власниками вже наявних акцій або через їх додаткову емісію. На наш погляд, така емісія можлива, оскільки сумарні власні ресурси підприємства втричі перевищують обсяги статутного капіталу. При цьому зростання вартості акцій до прогнозного (справедливого) рівня дозволило б власникам залучити у виробництво додаткові фінансові ресурси. Якщо б такий випуск акцій відбувся у 2007 р., тоді компанія, згідно з вищезазначеним прогнозом ІК «Тект», могла додатково залучити 0,86-1,46 млрд.грн., а згідно зі загальногалузевою тенденцією (див. дод. Л) та вищезазначеними пе-

спективами розвитку вітчизняної економіки, не виключене й подальше зростання котирувань та ринкової капіталізації компанії.

Необхідно зауважити, що ВАТ Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» як одне з найбільших й успішних вітчизняних будівельних підприємств, має невисокий інвестиційний рейтинг С. Водночас згідно з оцінкою офіційно уповноваженої рейтингової агенції ТОВ "Кредит-Рейтинг" кредитний рейтинг ВАТ Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» за результатами 2007 р. і станом на 20 березня 2008 р. становив uaBB+ [76]. Характеристика рейтингу uaBB+ цілком відповідала вищезазначеному рейтингу С (згідно до Національної рейтингової шкали, позичальник або окремий борговий інструмент із рейтингом uaBB характеризується кредитоспроможністю нижче за достатню порівняно до інших українських позичальників або боргових інструментів. Висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових й економічних умов [75]). Переважна більшість інших кредитоспроможних підприємств (ЗАТ «Карпаткурортбуд», ВАТ «Запорізький ДБК ім. 60-річчя ВЖР», ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П.Загороднього», ВАТ Трест «Київміськбуд-3», ЗАТ «Карпаткурортбуд», ВАТ «Снігурівський райагробуд» з аналітичної вибірки в табл. 2.2) знаходиться в аналогічному інвестиційному сегменті. Проте, за сприятливої ринкової кон'юнктури та тривалого зростання вітчизняного фондового ринку котирування акцій усіх без виключення будівельних компаній на ПФТС протягом 2004 - поч. 2008 рр. зросли відносно номінальної вартості (див. дод. Л).

На сьогодні роль українських емітентів у формуванні ринку їх акцій неістотна. Це пов'язане із тим, що для підтримання стабільного ринка власних акцій у підприємства часто немає ані коштів, ані зацікавленості. За офіційними даними будівельні компанії працюють на рівні нульового прибутку, або взагалі збиткові (див. розділ 2.1). Але навіть коли підприємство отримує прибуток, він частіше витрачається на інші цілі, ніж на підтримку котирувань

акцій на ринку. Закордоном рівень капіталізації компанії пов'язаний з її кредитними рейтингами, з можливістю отримувати необхідні кредитні ресурси.

В Україні ця тенденція лише починає проявлятися: у 2002 р. ВАТ «Трест «Київміськбуд-3» викупило акції на суму 14229 тис. грн. Проте, викупування власних акцій для підтримки їх ринкових котирувань траплялося лише у поодиноких випадках. Частіше, підприємства займалися перерозподілом акціонерної власності, як-то у 2004 р. ВАТ «Донецькжитлобуд» викупило й реалізувало 211,34 тис. шт. акцій власної емісії на суму 179 тис. грн.

Отже, треба підкреслити зацікавленість будь-яких емітентів у підтримці власної ринкової капіталізації. Наприклад, в США в середньому третина отриманих американськими корпораціями кредитів спрямовується на викуп власних акцій задля підтримки їх поточного курсу.

Як говорилося вище, незначна капіталізація будівельних компаній призводить до зниження їх загальної платоспроможності й ліквідності активів. Це підтверджує проведений в розділі 2.1 аналіз 40 компаній по усіх регіонах України. Було доведено низьку швидку ліквідність активів та хронічну неплатоспроможність (відносно найліквідніших активів) майже усіх досліджуваних будівельних підприємств, що не приймають участі у вільних торгах в ПФТС. Позитивних значень набирала лише загальна ліквідність і різниця між вартістю основних засобів та довгостроковими пасивами компаній. Це лише підтверджує існуючу галузеву кризу джерел довгострокового фінансування будівельних проектів. Як було доведено в розділі 2.1, низька капіталізація компаній не тільки не дозволяє нарощувати виробничі потужності, а й також блокує процеси оновлення основних засобів. Зазвичай амортизаційні ресурси витрачаються компаніями на покриття поточних зобов'язань (підтримку платоспроможності).

Таким чином, проведені дослідження свідчать про кризу поточного розвитку вітчизняної будівельної галузі. На фоні сприятливої ринкової кон'юнктури будівельні компанії користуються застарілою технічною базою, не маючи коштів на її поновлення і розширення (див. розд. 2.1). Джерел фі-

нансування вистачає лише задля підтримки поточної платоспроможності підприємств, що обумовлює додаткові ризики виробничих простоїв і банкрутства компаній. Крім того, велика частина отриманого будівельними підприємствами прибутку приховується і, як наслідок, не може приймати подальшу участь у виробництві. Вихід підприємств-емітентів на організований фондовий ринок гальмується з боку декількоасібних власників через цілий ряд вищеперелічених причин.

У довгостроковій перспективі, після проведення первинного розміщення будівельних компаній, сьогодні представлених 2-им рівнем лістингу ПФТС, на зарубіжних фінансових ринках, автором очікується суттєве пожвавлення торгів їх цінними паперами. Чим раніше це станеться, тим швидше буде вирішено проблему фінансування сфери будівництва за рахунок, перш за все, довгострокових фінансових ресурсів.

2.3. Управління залученням позикового капіталу в житлове будівництво

Позиковий капітал, на відміну від інвестиційного, часто залучається лише під реалізацію певного будівельного об'єкта. Це досягається через розміщення іпотечних облігацій або відкриття банком кредитної лінії. В інших випадках, з метою розширення виробничої бази застосовується лізинг або мікрокредит. У даному розділі досліджується процес управління наведеними видами позики в житловому будівництві.

Мета запозичення капіталу, його обсяги, шляхи залучення та строк використання визначаються під час розробки будівельного проекту. З метою дослідження процесу управління позиковим капіталом необхідно розглянути методи й етапи реалізації житлового будівництва (у т.ч. управління його фінансуванням). Згідно з Рогожиним П.С. [131, с.31], планування реалізації житлового будівництва відбувається в 3 основні етапи.

Перший етап планування реалізації будівництва охоплює організацію передпроектних робіт, розробку проектної документації, а також технічну розвідку місцевості. На першому етапі здійснення проектного рішення (програми будівництва):

- уточнюються просторові параметри будівлі, цільове призначення приміщень, технологія зведення. На основі цього визначаються орієнтовні суми капіталовитрат;
- відбувається уточнення процедури оформлення необхідної документації і держдозволів;
- визначаються принципи фінансування робіт. У даному випадку інвестором залежно від форм управління в будівництві за рахунок власного капіталу можуть фінансуватися такі безпосередні учасники будівництва: інженер-будівельник, генеральний підрядник, проектувальник й субпідрядники [131, с. 34]. Крім того, на цьому етапі визначається необхідність залучення капіталу на фінансовому ринку (за рахунок створених спільно з банківськими установами фондів фінансування будівництва, залучення кредитних ресурсів, умови отримання бюджетних коштів на зведення соціального житла, тощо);
- визначаються тендерні умови залучення підрядних організацій.

Другий етап планування реалізації будівництва передбачає безпосередню реалізацію будівельного проекту. На другому етапі уточнюються нормативні терміни реалізації будівництва, напрямки й інтенсивність здійснення капіталовкладень у певних часових проміжках.

Співпраця замовника (інвестора, девелопера) і генпідрядника, незважаючи на їх різні функціональні обов'язки, неможлива без постійного узгодження спільних заходів. За Вахович І.В. [23], інструментом інтенсифікації такої спільної організаційної діяльності виступає загальна календарна модель будівництва об'єктів підприємницького проекту (ЗКМБПП). ЗКМБПП має ураховувати [23, с. 57]:

- загальні інвестиційні потреби для забезпечення реалізації будівництва;

- прийнятно необхідні обсяги спеціалізованих будівельно-монтажних робіт, що ґрунтуються на договірних цінах із кожним субпідрядником;
- необхідність розробки графічних версій ЗКМБПП, що б дозволила усім учасникам будівництва візуалізувати загальну потребу проекту в інвестиціях, залученні кредитів, сплати відсотків за кредит, завантаження підрядних організацій, а також критеріїв ефективності капітальних інвестицій [23, с. 10];
- мінімально прийнятний для усіх учасників термін будівництва.

Вахович І.В. зазначає, що розробка декількох варіантів ЗКМБПП гарантує знаходження найліпшого методу оптимізації будівництва. При цьому під оптимізацією науковець вбачає збалансованість чотирьох значних критеріїв інвестиційної ефективності будь-якого проекту, а саме чистої приведеної вартості (net present value - NPV), індексу рентабельності (profitability index – PI), внутрішньої норми рентабельності (internal rate of return) та періоду окупності (payback period – PP) [79, с. 23-24]. Тобто як критерій оптимізації будівництва науковець враховує показники дисконтованих витрат та доходів, фактор часу (у сенсі мінімально прийнятного для усіх учасників терміну реалізації проекту та розрахункового періоду окупності), а також «мінімізацію ресурсів типу «потужність», що приймають участь в створенні даного об'єкту, при обмежуванні строків його зведення нормативною тривалістю» [23, с. 34].

Як відомо, тривалість будь-якого будівництва є строком, не врегульованим жодними будівельними нормами і тому не є нормативним, а договірним між учасниками. Крім того, вказана «мінімізація ресурсів типу «потужність» має означати максимальну продуктивність підрядників при заданому рівні фінансування. На нашу думку, при аналізі будь-якого будівельного проекту на основі дисконтованих доходів і витрат має визначатися загальний показник рентабельності.

Отже, оптимізація будівництва, у широкому сенсі, повинна мати техніко-економічний характер, тобто за наявності вищенаведених інвестиційних критеріїв, а також фактора часу має досягатися прийнятний індекс технічної надійності будівництва по, як мінімум, двох напрямках:

- 1) ресурсопостачання (паливо, матеріали, запчастини), що є наслідком постійного фінансування. Фінансування будівництва розглядається Вахович І.В. на основі показника інтенсивності інвестицій. При цьому безперебійне ресурсопостачання виступає індикатором останнього;
- 2) технічний стан основних засобів. Ця проблема є актуальною саме для вітчизняного будівництва, оскільки часто кошти, передбачені на оновлення технопарків, йдуть на якнайбільше резервування нових земельних ділянок. Наукові дослідження свідчать, що підвищення рівня технічної надійності будь-якої економічної системи прямопропорційно пов'язане з її фінансуванням [69, с. 22]. Навіть фінансування окремого підрозділу будівельної компанії за рахунок позикових ресурсів підвищить технічну надійність підрозділу та усього виробництва взагалі.

Отже, фактором оптимізації будівництва (що розробляється на другому етапі будівництва) має також виступати прийнятний рівень його технічної надійності через забезпечення належного фінансування з різних джерел.

На другому етапі, при плануванні фінансування оборотного капіталу з різних джерел необхідно діяти за наступною схемою [50, с. 53]:

- визначення потреби в оборотному нормованому капіталі (здійснення нормування);
- планування потреби в оборотному капіталі для фінансування дебіторської заборгованості;
- планування потреби в оборотному капіталі для створення запасів грошових коштів та їх еквівалентів;
- визначення загальної потреби в оборотному капіталі як суми трьох вищеперелічених;
- визначення достатності власних ресурсів для забезпечення цієї потреби.

Формування потреби в оборотних активах здійснюється по кожному етапу будівництва. На основі календарної моделі будівництва було складено наступний спрощений приклад формування потреби будівельної компанії в оборотних активах на етапі монтажу конструкцій монолітного каркасу (див. табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Техніко-економічний аналіз формування потреби в оборотних активах у будівництві на етапі монтажу конструкцій монолітного каркасу

№	показники	одиниця вимірювання	планові показники
1	Обсяг товарної продукції (обсяг виконаних робіт)	тис. грн.	1600
2	Сума наявних оборотних засобів	- -	400
3	Коефіцієнт обертання	один.	4 (6)
4	Тривалість одного обороту	дні	90 (60)

Джерело:[103; 79, с. 40]

Загальна вартість товарної продукції з табл. 2.8 являє сумарну собівартість усіх складових матеріалів, оплату праці тощо. Всі інші показники використовуються для аналізу ділової активності підприємства. У разі дефіциту власних ресурсів для забезпечення повного фінансування оборотних активів та здійснення інших витрат, тоді на другому етапі планування реалізації будівництва визначаються необхідність, обсяги й методи залучення капіталу. Оскільки, як зазначалося у розд. І дослідження, залучений капітал порівняно до власного є більш дешевшим, а також дозволяє суттєво збільшити обсяги фінансування, тоді, безсумнівно, залучений капітал виступає одним із основних інструментів оптимізації будівництва. Практичний приклад складання діаграми процесу кредитування та оцінки ефективності інвестицій наведений в додатку К.

Якщо на третьому етапі планування реалізації будівництва, після зіставлення планових і фактичних показників ділової активності виявлено вивільнення фінансових ресурсів, тоді фінансовим менеджментом визначається необхідність й умови додаткового залучення ресурсів через позику.

Отже, зважаючи на вищенаведену значну кількість критеріїв оптимізації будь-якого будівельного проекту, варто погодитись з Вахович І.В. щодо необхідності складання декількох варіантів ЗКМБПП стосовно кожного об'єкта житлового будівництва.

Третій етап планування реалізації будівництва передбачає уточнення існуючих пропозицій щодо реалізації побудованої нерухомості. Найбільш прийнятна ЗКМБПП визначається саме на даному етапі. Фрагмент типової ЗКМБПП по декількох будівельних об'єктах приведений на рис. 2.9.

Назва глав, об'єктів, робіт та витрат	код строки	1-й рік												2-й рік												3-й рік					
		лист	груд	січ	лют	бер	квіт	трав	черв	лип	серп	вер	жовт	лист	груд	січ	лют	бер	квіт	трав	черв	лип	серп	вер	жовт	лист	груд	січ	лют	бер	квіт
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Глава 1. Підготовка території будівництва	001																														
Оформлення земельної ділянки та планувальні роботи	002				10		6						87,48																		
Освоєння території будівництва	007																														
Глава 2. Основні об'єкти будівництва, у т.ч.:	009																														
Об'єкт №1	010												156,84																		
Земляні роботи	011																														
Нульовий цикл	012													564,9																	
Загальнобудівельні роботи	013																			296,66											
Внутрішнє оздоблення	014																				6,07										
Зовнішнє оздоблення	015																					1,4									
Опалення, вентиляція	016																			65,82											
Водопровід, каналізація	017																					30,06									
Електроосвітлення	018																			35,98											
Інші роботи	019																					11,27									
Глава 3. Об'єкти підсобного та обслуговувального призначення	046																														
Глава 4. Об'єкти енергетичного	047																														
Глава 5. Об'єкти транспортного	048																												167,59	6,6	21,96
Глава 6. Зовнішні мережі та споруди водопостачання, каналізації,	049												821,14																		
Глава 7. Благоустрій та озеленення	050																												169,88	121,6	
Глава 8. Тимчасові будівлі та споруди	051																														
Глава 9. Інші роботи та витрати	052																														
Додаткові витрати при виконанні будівельно-монтажних робіт в зимовий період	053																			15,67								15,67			
Глава 10. Утримання служби Замовника та авторський нагляд	054																														
Глава 11. Підготовка експлуатаційних кадрів	055																														
Глава 12. Проектні та вишукувальні роботи	056												30																		
ПІДСУМОК 1-12 глав	057		10			8		30			523	601	399	456	470	436	375	453	333	681											
Кошторисний прибуток (П)	058										391	357	493	471	472	370	463	553	601	408											
Кошти на покриття адміністративних витрат будівельно-монтажних організацій (АВ)											14,8	13,6	18,7	17,9	17,9	16,6	14,28	17,3	12,6	25,9											
Кошти на покриття ризику всіх учасників будівництва (Р)	059										2,7	2,4	3,4	3,2	3,2	3,0	2,6	3,1	2,3	4,7											
Кошти на покриття додаткових витрат, пов'язаних з інфляційними процесами	060										3,6	4,1	2,7	3,1	3,2	3,2	2,5	3,2	3,8	4,1	2,8										
Податки, збори, обов'язкові платежі встановлені діючим законодавством та невраховані складовими вартості	061		2			1,6	6				78,28	71,46	98,65	94,2	94,15	87,8	75,07	90,72	66,7	136,2											
Потреба в обігових коштах:	062										104,5	120,22	79,75	91,28			94,4	74,07	92,64	110,6	120,3	81,7									
Об'єкт №1	063																														
Об'єкт №2	064																														
Об'єкт №3	065																														
Об'єкт №4	066																														
Загальна потреба в інвестиціях	067		12,33			9,86		36,98		668,38	768,3	509,8	583,3	601,7	557,5	487,1	594,3	441,2	870,7												
Грошовий потік:	068										500,3	456,9	630,5	602,5	603,5	473,4	606,6	721,8	783,6	522,3											
Об'єкт №1	069																														
Об'єкт №2	070																														
Об'єкт №3	071																														
Об'єкт №4	072																														

Рис. 2.9. Фрагмент типової ЗКМБПП по декількох об'єктах

Джерело: [23, с. 8]

Як можна бачити з рис. 2.9, ЗКМБПП є детальним розкладом у часі фінансування усіх стадій кожного проекту, починаючи з його планування й оформлення земельної ділянки під забудову і закінчуючи остаточною підготовкою об'єкта до експлуатації. Крім того, наведена модель містить розпис функціональних витрат замовника, пов'язаних із реалізацією проектів, як-то видатки на утримання його служби, підготовку експлуатаційних кадрів, фінансування проектних робіт замовника тощо. У підсумку, ЗКМБПП консолідує видатки на забезпечення реалізації усіх об'єктів та функціональні витрати замовника.

Сума усіх планових виробничих витрат в ЗКМБПП зіставляється з власними фінансовими ресурсами підприємства. Дефіцит фінансування покривається позиковим капіталом. При цьому ЗКМБПП дає змогу визначити календарні строки, інтенсивність (обсяги) боргових ресурсів та їх конкретне цільове призначення. Наприклад, потреба в додаткових коштах у розмірі 220тис.грн. може бути покрита через залучення банківського кредиту в жовтні 3-го року будівництва. Це пояснюється наближеністю строку кінцевої реалізації об'єкта нерухомості (в цьому разі кредиторські ризики банку найнижчі, що полегшить для позичальника умови залучення кредиту) та, як наслідок, відповідним погашенням кредиту за рахунок надходжень від покупців зведеного житла. При цьому суму кредиту може бути направлено на забезпечення будівництва об'єктів енергетичного призначення та здійснення додаткових витрат при виконанні будівельно-монтажних робіт у зимовий період (відповідно - статті 047 та 053 ЗКМБПП з рис. 2.9).

Залучення позикових ресурсів може відбуватися не тільки в кінці, але й усередині загального терміну реалізації будівництва. При цьому, на нашу думку, єдиними джерелами погашення кредиту можуть бути поступові надходження від покупців нерухомості ще в процесі її зведення, надходження від продажу іншої завершеної житлової нерухомості, або надходження від розміщення акцій підприємства (у рідкісних випадках).

По мірі реалізації будівництва ЗКМБПП періодично переглядається. Уточнюються строки й обсяги робіт, що вже виконані, та робіт до виконання. За результатами контролінгового аналізу корегуються відповідні фінансові показники та уточнюються потреби в капіталі. Як вже зазначалося раніше, в результаті співставлення фактичного обсягу виконаних робіт із плановим рівнем та пов'язаних із цим показників ділової активності може бути виявлено вивільнення фінансових ресурсів. Спрощений приклад такого аналізу на основі даних з табл. 2.8 наведений у табл. 2.9.

Таблиця 2.9

Техніко-економічний аналіз ефективності використання оборотних активів у будівництві

№	показники	одиниця вимірювання	Річний план	Фактичні показники	відхилення	
					абсолют.	відносні, %
1	Обсяг товарної продукції (обсяг виконаних робіт)	тис. грн.	1600	1320	-280	-17,5
2	Сума наявних оборотних засобів	- -	400	533	+84,8	+21,2
3	Коефіцієнт обертання	один.	4 (6)	3,0	-0,7	-17,5
4	Тривалість одного обороту	дні	90 (60)	121	+10	+11,1
5	Скорочення тривалості одного обороту	- -	30	-	-	-
6	Сума вивільнених оборотних активів	тис. грн.	133	-	-	-
7	Додатковий обсяг будівельно-монтажних робіт за рахунок вивільнених оборотних активів	- -	800	-	-	-
8	Додаткова потреба в оборотних активах	- -	-	133	+133	+33,2

Джерело: [79, с. 40]

Як свідчать дані таблиці, на підприємстві спостерігається зростання тривалості оборотів та, як наслідок, виникнення дефіциту оборотних активів. Якщо основні причини цього, як-то затримка постачання матеріальних ресурсів або несвоєчасні платежі від замовників, не можуть бути вирішені організаційним шляхом (тобто інтенсифікація постачання матеріальних ресурсів, як-то плит або цегли, а також перенесення термінів регулярних платежів від замовника будівельно-монтажних робіт), потреби будівельної компанії у по-

повненні оборотних активів мають бути задоволені шляхом залучення додаткових активів, наприклад, банківського кредиту в розмірі 133 тис.гривень.

Отже, ЗКМБПП, що формується на третьому етапі планування реалізації будівництва, має передбачати такі дії інвестора (девелопера):

- 1) визначення собівартості будівництва з розбивкою інвестування по конкретних стадіях робіт та пошук шляхів підвищення ефективності капіталовкладень;
- 2) визначення необхідності, обсягів й ефективності залучення додаткового (у т.ч. позикового) капіталу, а також термінів і плати за його користування (у випадку залучення кредитних коштів). За переконанням Вахович І.В. [23, с. 2], реалізація жодного будівельного проекту не повинна обходитись без залучення кредитних коштів;
- 3) визначення часового розкладу й відповідних обсягів фінансування інвестором кожного будівельного проекту;
- 4) організацію інвестором авторського й технічного нагляду за будівництвом кожного об'єкту;
- 5) розробку шляхів запобігання зростанню собівартості будівництва в майбутньому за рахунок інфляції та інших ринкових факторів,

а також такі дії генпідрядника:

- 1) розпис спеціалізованих видів будівельних робіт, деталізований тендерними умовами інвестора;
- 2) визначення ризику зриву термінів виконання підрядником будівельних робіт, у цьому випадку – встановлення штрафних санкцій, а також необхідність залучення субпідрядних організацій.

Наведена у рис. 1 ЗКМБПП знаходить подальше втілення у діаграмі загальної інвестиційної потреби незавершеного будівництва (див. рис. 2.10).

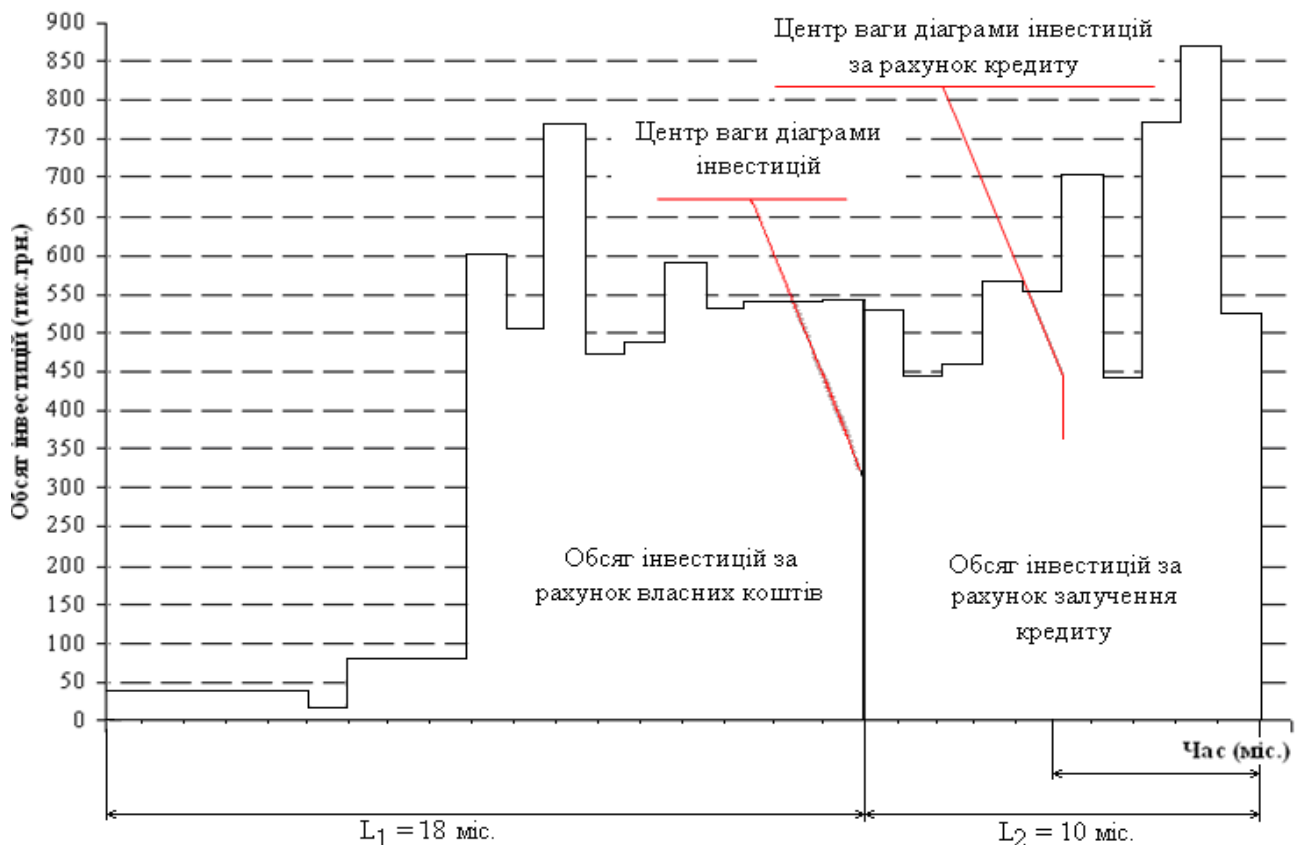


Рис. 2.10. Діаграма загальної потреби незавершеного будівництва в інвестиціях

Джерело: [23, с. 102]

Діаграму поділено на дві частини – L_1 і L_2 , які характеризують час використання відповідно власного й залученого капіталу в незавершеному будівництві.

На рис. 2.10 площа частини L_1 більша за L_2 . Відношення $L_1 \geq L_2$ регламентується п. 7 Постанови НБУ №279 від 6.07.2000 [115], оскільки бланкове кредитування не застосовується в будівництві з причини високих виробничих ризиків.

Якщо в незавершене будівництво залучається борговий капітал шляхом продажу іпотечних облігацій і формування фонду фінансування будівництва (що регламентовано Законом України «Про іпотечні облігації» [122]), тоді центр ваги діаграми інвестицій пересувається вліво. При цьому площа фігури, яка відповідає L_2 , може в декілька разів перевищувати площу фігури, відповідній L_1 . Іншими словами, капітал, залучений у будівництво через об-

лігаційні (а не кредитні) механізми, може бути необмежено більшим за власний.

Розробка діаграми інвестиційних потреб є необхідною не тільки для визначення загальної потреби в фінансуванні, але й планування оптимальної розбивки його у часі для забезпечення безперебійності виробничого процесу й підвищення його продуктивності. Крім того, діаграма дозволяє мінімізувати витрати позичальника за користування позиковим капіталом. Зокрема, суттєва різниця проявляється у випадку відкриття 10-місячної кредитної лінії (див. відрізок L_2 на рис. 2.10) або одноразового залучення аналогічної суми коштів. У першому випадку при ставці 18 відсотків річних загальна економія коштів становитиме 427,7 тис. грн.

Таким чином, одна з основних переваг ЗКМБПП полягає у врахуванні інтересів не тільки генпідрядника (й субпідрядників), але й замовника будівництва. Якщо інтерес підрядника полягає в максимальній навантаженості виробничих потужностей у будь-який момент реалізації проекту (або декількох проектів), тоді замовник зацікавлений у скороченні строку будівництва (це дозволить збільшити оборотність і відповідно – рентабельність активів замовника) і раціоналізації використання кредитної лінії - для зменшення плати за кредит.

Планування залучення кредитних ресурсів здійснюється під час розробки ЗКМБПП, зокрема – діаграми інвестиційної потреби. Як зазначалося на початку, фінансовий лізинг і мікрокредит часто залучається не з метою реалізації певного будівельного проекту, а для розширення виробничих потужностей підприємства взагалі.

Мікрокредит передбачає придбання підприємством специфічного обладнання в кредит, заставою за яким виступає придбана техніка. За Бланком І.О. [12, с. 581], фінансовий лізинг як метод залучення додаткового капіталу являє собою господарську операцію, що передбачає придбання орендодавцем на замовлення орендаря основних засобів з подальшою передачею їх у користування орендаря на термін, що не перевищує період повної їх амортизації з обов'язковою остаточною передачею права власності на ці основні засоби орендарю.

Як зазначалося у розд. 1.3 даного дослідження, фінансовий лізинг у багатьох випадках має численний ряд переваг порівняно з банківським кредитом. Це доводиться у наступному прикладі.

Будівельній компанії з метою забезпечення виробництва необхідно додатково залучити бурильно-кранову машину «Амкодор-25» на базі трактора МТЗ-82,1, ринкова вартість якої становить 215100 грн.

У табл. 2.10 представлено алгоритм розрахунку загальної суми платежів на умовах лізингу і умовах кредиту [47, с. 99]. У частині а) наведено календарні платежі за п'ятирічною лізинговою угодою зі щорічним погашенням рівними частинами. При цьому лізингоодержувач має сплатити компанії аванс у розмірі 20% вартості об'єкта, лізингова маржа компанії становить 5% річних, страхування майна щорічно коштує лізингоодержувачу 0,5% його вартості. Як правило, лізингове майно страхується лізингодавцем, а не лізингоодержувачем, якщо інше не передбачено договором лізингу. Однак, у такому разі відповідні страхові платежі включаються до загальної кредитної ставки і підлягають сплаті. Зазначені в табл. 2.10 умови є типовими для сучасного вітчизняного лізингового ринку.

Таблиця 2.10

Розподіл грошових потоків по роках при різних варіантах забезпечення підприємства будівельним обладнанням

а) на умовах лізингу

Рік	Залишок основного боргу на початок року	Лізингова маржа	Виплата основного боргу	Загальна сума лізингового платежу	Щорічне страхування об'єкта (0,5%)
1	2	3	4	5	6
1	172080	8604	31142	39746	1076
2	140938	7047	32699	39746	860
3	108239	5412	34334	39746	644
4	73904	3695	36051	39746	428
5	37853	1893	37853	39746	212
Σ	x	26651	172080	198731	3220

Загальна сума платежів = Вартість майна + Лізингова маржа + Страхування =
 = 215100+26651+3220 = 244970 грн.

б) на умовах кредиту

Рік	Залишок основного боргу на початок року	Річна сума щоквартальних відсоткових платежів банку	Щорічне страхування об'єкта (0,5%)	Одноразова комісія банку за обслуговування кредиту (1%)
1	2	3	4	5
1	33742	5168	211	422
2	25306	3998	169	
3	16871	2828	126	
4	8435	1658	84	
5	0	488	42	
Σ	x	14140	631	

Загальна сума платежів = Вартість майна + Відсоткові платежі банку + Комісія +

+ Страхові платежі = $(42177 + 14140 + 631 + 422) * 5,1 = 292587$ грн.

Джерело: таблицю складено автором [47, с.99]

Так, у частині б) даного прикладу містяться розрахунки щодо залучення зазначеного майна, але за кредитною угодою з банком на п'ятирічний термін з щоквартальним погашенням як «тіла кредиту», так і відсотків на його залишок. Оскільки кредитна ставка за валютними операціями суттєво менша за ставку по кредитах у національній валюті, тоді усі розрахунки по кредиту проводяться у доларах США за крос-курсом 5,1 грн. (станом на III кв. 2008р.). При цьому ставка кредиту – 14% річних, одноразова комісія за обслуговування кредиту – 1% від суми угоди, щорічна ставка страхування майна – 0,5%.

Як випливає з проведених підсумкових розрахунків, будівельне підприємство за лізинговою угодою може зекономити 47617 грн. При цьому до умов обчислення не включено плату за юридичне та консалтингове обслуговування угоди, що є рівною для лізингової компанії та банку, а також інші можливі для сучасної банківської системи прибуткові статті за кредитом. Крім того, по закінченні лізингового строку лізингоодержувач має право викупити бурильно-кранову машину за остаточною вартістю, а в окремих випадках – викупити з подальшим перепродажем іншому суб'єкту за вищою вар-

тістю. Останнє твердження цілком справедливе для специфічної будівельної техніки.

Окрім того, основні засоби, залучені через позику, впливають на зміну технічної надійності усього операційного циклу компанії. Це є дуже актуальним для житлового будівництва, якому притаманний значний рівень індексу ризиковості (породжує «довгобуди»). Зокрема, в роботах Корнійчука М.Т. [69, с. 43] доведено, що зростання індексу технічної надійності виробничого процесу прямо залежить від приросту розміру фінансових ресурсів, інвестованих у виробництво. Отже, залучаючи додаткові кошти у процес функціонування певної ланки (підрозділу) будівельного підприємства, його менеджмент тим самим підвищує не лише технічну надійність цієї ланки через підвищення продуктивності та якості її роботи, але й функціональну надійність усього виробничого процесу. Одночасно, як альтернативна категорія надійності, знижується індекс ризику зриву виробництва.

Прикладом служитиме ситуація, коли будівельною компанією на умовах лізингу залучено бурильно-кранову машину «Амкодор». Згідно з додатково залученими фінансовими ресурсами у розмірі вартості машини відповідний виробничий підрозділ компанії матиме певну більшу технічну надійність. Якщо за рахунок подальшого фінансування збільшити технічне забезпечення виробничого підрозділу, наприклад, у 1,5 рази, то його загальна технічна надійність також зросте.

Із подальшим зростанням фінансування зазначеного підрозділу його надійність також зростатиме, проте, неадекватними (меншими) темпами порівняно до попередньої динаміки. Хоча зазначимо, що малий приріст надійності елемента на високонадійному рівні суттєво більше впливає на загальну функціональну надійність всього підприємства. Тобто одна й та ж величина приросту має різний вплив на загальну функціональну надійність, що безпосередньо пов'язано з менеджментом проекту. Зазначене твердження унаочнене на рис. 2.11 [67, с. 43], де x – технічна надійність підрозділу, а C – обсяги інвестованого капіталу:

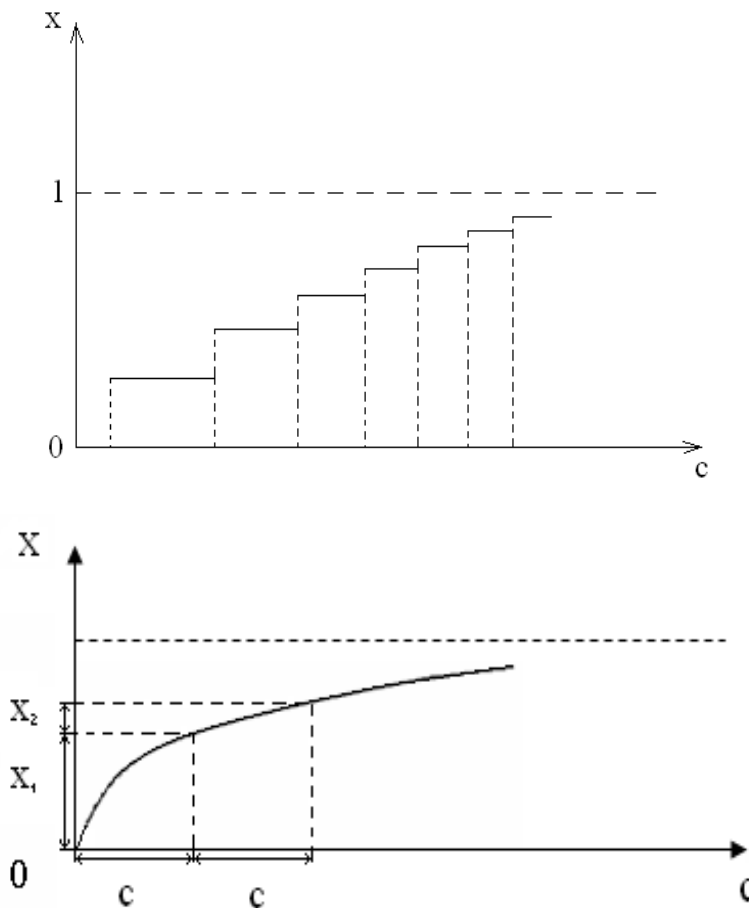


Рис. 2.11. Залежність технічної надійності функціонального підрозділу будівельної компанії від капіталовкладень у його забезпечення

Джерело: складено за [69, с. 43]

Наведений графік являє собою зростаючу східчасту функцію, стрибки якої по мірі наближення технічної надійності до одиниці постійно зменшуються. Таким чином, при зростаючому залученні машинотехніки у будівництво (у т. ч. лізингового обладнання) за незмінності інших умов зростає загальна технічна надійність як машинопарку зокрема, так й усього будівництва взагалі. Проте, аргумент зазначеної на графіку функції вартості не може досягти одиниці, оскільки практично неможливо усунути всі технічні ризики у виробництві. Функція вартості має наступні властивості:

- 1) $C(x) \geq 0$;
- 2) $C(x)$ – монотонно зростаюча функція, необмежена.

Водночас $C \in [0; +\infty)$, $x \in [0; 1)$. Таким чином, додатково залучений капітал у формі лізингового обладнання дозволяє будівельним компаніям під-

вищити зокрема технічну надійність відповідного виробничого підрозділу, так взагалі й усього будівництва, де задіяно даний підрозділ.

Економічна доцільність підвищення ефективності використання основних виробничих засобів характеризує збільшення обсягів будівельних робіт, виконаних цими основними засобами. Фінансовий лізинг як метод оновлення активної частини основних засобів та впровадження більш продуктивної техніки належить до основного переліку заходів, спрямованих на підвищення ефективності використання основних засобів у будівництві [79, с. 38].

Використання будівельного обладнання, залученого на умовах лізингу, збільшує технічну надійність усього виробничого циклу незалежно від виду будівельної організації. За видами будівельні організації поділяються на будівельно-монтажні управління (БМУ), пересувні механізовані колони (ПМК), будівельні управління (БУ), управління механізації будівельних робіт (УМБ), мостобудівні загони (МБЗ), пересувні будівельні поїзди (ПБП), дорожньо-будівельні управління (ДБУ), монтажні управління (МУ) та ін. [131, с. 143].

Основним видом підприємств індустріального будівництва виступають домобудівельні комбінати (ДБК). Як впливає з дослідження Рогожина П.С. [131, с. 149], домобудівельний комбінат являє собою промислово-будівельне підприємство, яке здійснює власними силами будівництво великопанельних житлових будинків та оздоблювальні роботи. Кінцевою продукцією ДБК є готові для заселення житлові будинки.

Покажемо, як зміниться загальна технічна надійність виробничого циклу ДБК внаслідок залучення лізингового обладнання.

Організаційна структура управління ДБК будівельного сектору (що відноситься до ПМК) має такий вигляд (рис. 2.12):



Рис. 2.12. Організаційна структура управління домобудівельного комбінату (ДБК)

Джерело: складено автором на основі [131, с.150]

Схема забезпечення виробничого циклу ДБК по двох об'єктах незавершеного будівництва базується на вищенаведеній структурі, проте, має значно відмінний вигляд, наведений на рис. 2.13.

Із зазначеної на рис. 2.13 схеми забезпечення операційного циклу випливає, що кожний виробничий процес має свій індекс технічної надійності p , тобто певну ймовірність безперебійного забезпечення необхідних робіт. Технічна надійність усіх ланок операційного циклу ДБК з реалізації двох проектів позначена у додатку Е. При цьому варто зауважити, що усі ланки виробничого циклу мають різні індекси надійності й не можуть дублюватися (наприклад, процес 22 не може повністю замінити процес 21 або процес 23).

Оскільки забезпеченням реалізації двох будівельних проектів компанії займаються одні й ті ж служби з наведеної на рис. 2.12 організаційної структури, тоді індекс загальної надійності кожної ланки є сукупністю їх надійностей по двох проектах, тобто

$$P_{21} = 1 - (1 - p_{21 \text{ проект } 1})(1 - p_{21 \text{ проект } 2}) = p_{21 \text{ проект } 1} + p_{21 \text{ проект } 2} - p_{21 \text{ проект } 1} * p_{21 \text{ проект } 2}$$

При цьому $P_{21} \neq 1$, оскільки завжди існує ймовірність збою в роботі підрозділів будь-якої компанії.

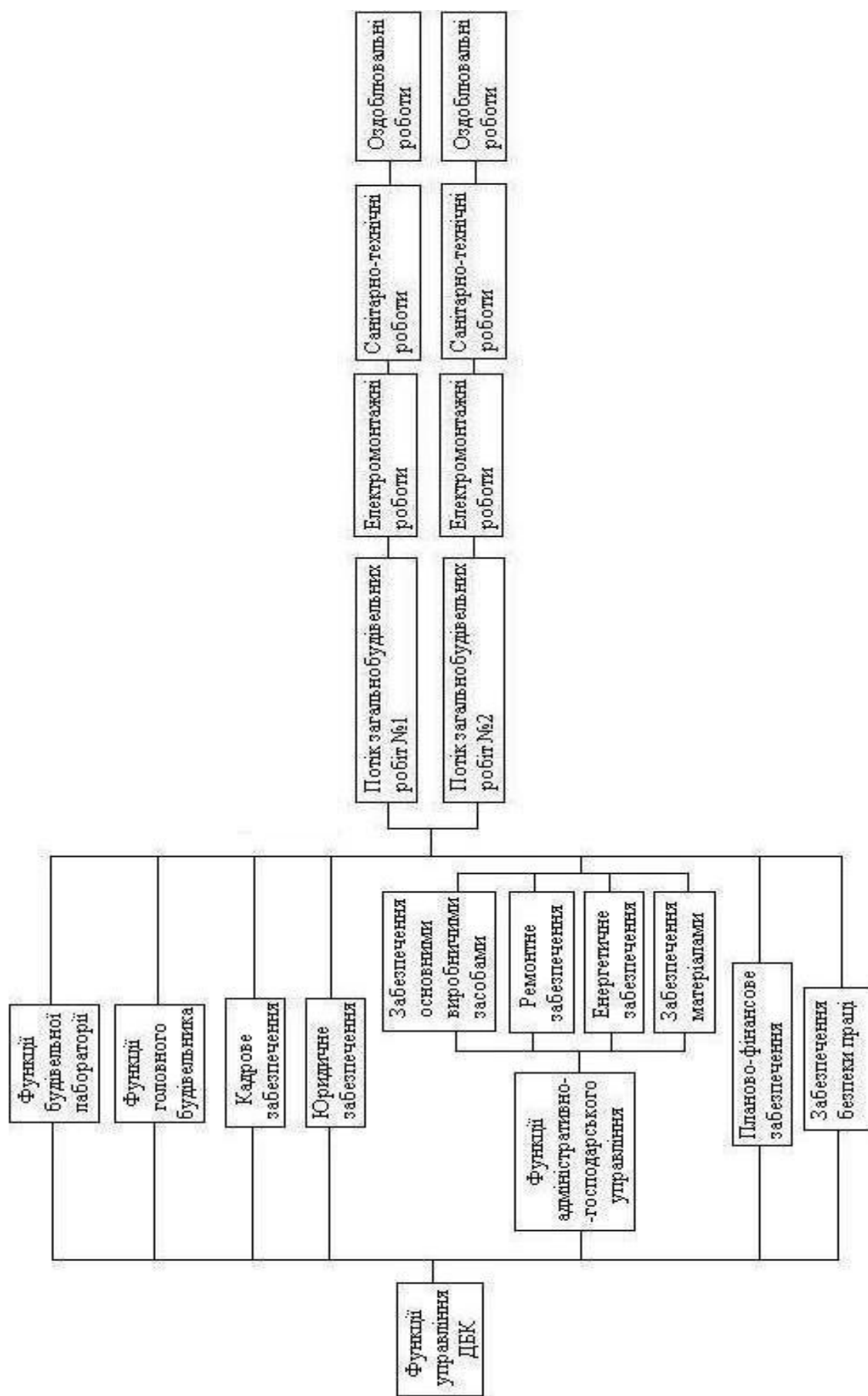


Рис. 2.13. Схема забезпечення виробничого циклу ДБК з реалізації двох проектів

Джерело: розроблено автором за даними [131, с.150]

Виходячи з вищенаведеного, в дод. Ж, рис. Ж.1, рис.Ж.2 наведемо технічні надійності кожного будівельного проекту. Математичний вираз зазначених в дод. Ж, рис. Ж.1, рис.Ж.2 технічних надійностей кожного проекту наступний:

$$p_{\text{проект 1}} = p_{1 \text{ проект 1}} * \text{Пр}_{2j \text{ проект 1}} * \text{Пр}_{25n \text{ проект 1}} * p_{i1};$$

$$p_{\text{проект 2}} = p_{1 \text{ проект 2}} * \text{Пр}_{2j \text{ проект 2}} * \text{Пр}_{25n \text{ проект 2}} * p_{i2};$$

$$\text{де } i \in [3;6], i \in Z; j \in [1;7], j \in Z; n \in [1;4], n \in Z.$$

Тоді загальна технічна надійність становитиме множення надійностей окремих проектів домобудівельного комбінату:

$$p_{\text{ДБК}} = [p_{1 \text{ проект 1}} * \text{Пр}_{2j \text{ проект 1}} * \text{Пр}_{25n \text{ проект 1}} * p_{i1}] * [p_{1 \text{ проект 2}} * \text{Пр}_{2j \text{ проект 2}} * \text{Пр}_{25n \text{ проект 2}} * p_{i2}].$$

Припустимо, підприємством на ділянку механізації на лізингових умовах залучено бурильно-кранову машину «Амкодор-25». Зазначене обладнання було використане для реалізації будівельного проекту 1. Таким чином, технічна надійність виробничого процесу «Забезпечення основними засобами» зросла і становила $p'_{251 \text{ проект 1}}$. Тоді технічна надійність процесу реалізації проекту 1 виражатиметься формулою:

$$p_{\text{проект 1}} = p_{1 \text{ проект 1}} * \text{Пр}_{2j \text{ проект 1}} * \text{Пр}'_{25n \text{ проект 1}} * p_{i1},$$

а загальна технічна надійність операційних процесів ДБК є множенням $p'_{\text{проект 1}}$ та $p_{\text{проект 2}}$, тобто:

$$p_{\text{ДБК}} = [p_{1 \text{ проект 1}} * \text{Пр}_{2j \text{ проект 1}} * \text{Пр}'_{25n \text{ проект 1}} * p_{i1}] * [p_{1 \text{ проект 2}} * \text{Пр}_{2j \text{ проект 2}} * \text{Пр}_{25n \text{ проект 2}} * p_{i2}].$$

Отже, додаткове фінансування процесу реалізації проекту 1 за рахунок залучення лізингового обладнання «Амкодор-25» обумовило зростання технічної надійності даного процесу. Як можна судити з вищенаведеної формули, зростання технічної надійності одного операційного процесу обумовлює відповідне підвищення індексу загальної технічної надійності будівельного підприємства.

Зростання загальної технічної надійності будівельного підприємства обумовлює підвищення рівня його економічної безпеки. Економічна безпека

підприємства, за функціонально-ресурсним підходом, характеризує стан найбільш ефективного використання корпоративних ресурсів для усунення будь-яких ризиків й забезпечення стабільного функціонування підприємства в поточному й у майбутньому [67, с. 138]. Одним із напрямків зазначеного підходу виступає техніко-технологічна функціональна складова. У цьому аспекті основним об'єктом досліджень й виступає технічна надійність виробничого процесу.

Звичайно, з лізингом як видом небанківського кредиту пов'язані й негативні фактори, що призводять до певного зниження рівня економічної безпеки підприємства. Так, наприклад, зниження загальної рентабельності ДБК відбувається за рахунок «ефекту фінансового важеля» й необхідності погашення вартості залученого кредиту. Незважаючи на це, кредитування по суті є найпоширенішим методом підвищення рівня економічної безпеки будь-яких, у т. ч. будівельних, підприємств.

Висновки до розділу 2

У розділі 2 «Оцінка залученого капіталу в фінансуванні житлового будівництва» проведено аналіз кредитоспроможності вітчизняних загальнобудівельних організацій; досліджено умови мобілізації капіталу в житлове будівництво на фондовому ринку; оцінено управління позиковими фінансовими ресурсами у житловому будівництві.

В результаті дослідження було виявлено невелику частку компаній – 12,5 відсотка із загального обсягу у 2007 р. і 2,5 відсотка – у 2008 р., які є кредитоспроможними згідно до вимог Постанови НБУ №279 від 6.07.2000 зі змінами і доповненнями [115] та вітчизняного досвіду діагностики фінансового стану підприємств. Тобто це ті потенційні позичальники, що мають змогу узяти кредит під заставу оборотних активів. Проте, дійсність доводить, що банківські установи у лічених випадках позичають кошти під заставу низько-

ліквідних оборотних активів загальнобудівельних організацій. Навіть механізми мікрокредитування чи лізингу можуть бути проблемними з причини специфічності обладнання, яке водночас виступає заставою, і відповідних труднощів з його реалізацією у випадку неплатоспроможності позичальника.

У процесі дослідження ліквідності позичальників було виявлено підприємства із задовільною платоспроможністю (P_1 , P_2 , P_3 і P_4) та співставлено із результатами аналізу ліквідності підприємств згідно до вимог Постанови [115]. Результати виявили неспівпадіння у 15 відсотках висновків щодо ліквідності підприємств за двома найбільш поширеними методами аналізу.

Динаміка усередненого показника залишкової вартості основних засобів загальнобудівельних організацій (у 2008 р. для підприємств середнього і крупного бізнесу - близько 50 відсотків, для малих підприємств – 33) свідчить про гостру нестачу основних засобів в забезпеченні житлового будівництва та, як результат, низьку технічну надійність виробництва і високі господарські ризики. Крім того, загальнобудівельні організації, зважаючи на високу капіталомісткість виробництва, мають гостру потребу в залученні зовнішніх, в першу чергу, довгострокових інвестицій.

Вивчення прибутковості компаній виявило мізерний рівень рентабельності продаж. Стабільність цього рівня протягом 2001-2008 рр. свідчить про наявність гострих фінансово-господарських проблем у галузі. Однією з самих гострих є засилля оптимізаційних схем, що лише посилює непрозорість галузі в цілому й кожного підприємства-позичальника зокрема. В роботі перелічуються найбільш поширені методи зниження платниками податкової бази.

Аналіз фінансових звітностей підприємств із позитивним значенням оборотності матеріальних активів показав, що нормальним умовам розвитку загальнобудівельних організацій в сучасних умовах відповідає значення оборотності матеріальних активів на рівні 20-25 відсотків.

При побудові графіків показників прибутковості підприємств малого, середнього й крупного бізнесу було визначено найбільш поширені межі значень цих фінансових індикаторів. Часті випадки їх негативних значень харак-

теризують низьку кредитоспроможність більшості загальнобудівельних організацій протягом 2001-2008 років. Проте, стійка тенденція до поступового зростання показників прибутковості та фінансової стійкості позичальників є позитивним сигналом для потенційних кредиторів.

Також у практичній частині дослідження розглядаються прикладні аспекти мобілізації фінансових ресурсів на фондовому ринку, управління позиковими ресурсами в житловому будівництві та основні проблеми, з цим пов'язані.

Аналіз торгів на найбільшому фондовому майданчику – ПФТС – засвідчив мізерні обсяги угод з купівлі/продажу цінних паперів емітентів-будівельних підприємств. Жодне з них не представлене у 1 лістингу серед найбільших емітентів біржі. З метою виявлення причин цього негативного явища було досліджено структуру акціонерів 40 емітентів з більшості регіонів України. За результатами дослідження зроблено висновок про зосередженість повного контролю над понад 95 відсотками підприємств у руках обмеженого кола акціонерів по кожному з емітентів. Отже, мізерність торгів акціями диктується небажанням крупних акціонерів утратити контроль над суттєво недооціненими будівельними компаніями зі значним майбутнім потенціалом росту. Це доводить і рейтинговий аналіз компаній, з якого випливає майже 50-тивідсоткова недооціненість їх капіталу.

Оскільки залучений акціонерний капітал, за Бланком І.О. та Кірейцевим Г.Г., порівняно із позиковими коштами є дорожчим ресурсом та має інші недоліки, тоді автором також розглядаються проблеми управління позиковими ресурсами й можливі шляхи їх залучення в житлове будівництво.

Позиковий капітал, на відміну від інвестиційного, часто залучається лише під реалізацію певного будівельного об'єкта. Це досягається шляхом розміщення іпотечних облігацій або відкриття банком кредитної лінії. В інших випадках, для розширення виробничої бази використовують лізинг або мікрокредитування.

У подальшому дослідженні охарактеризовано основні етапи реалізації програми будівництва. Їх розуміння надає змогу вивчити послідовність та основні прийоми планування вітчизняними компаніями необхідних грошових потоків, у т. ч. боргового походження. До таких методів планування належать складання ЗКМБПП і діаграми загальної потреби в інвестиціях. Необхідність залучення додаткового фінансування може визначатися на основі техніко-економічного аналізу (ТЕА) ефективності використання оборотних активів у будівництві. Проте, аналіз має певні недоліки, пов'язані з нехтуванням у розрахунках часовою складовою, адже ЗКМБПП являє деталізований розпис у часі фінансування з різних джерел усіх стадій будівельного проекту. Проте, ТЕА може використовуватися в процесі складання ЗКМБПП.

Аналіз грошових потоків при мікрокредитуванні й аналогічному кредитуванні на основі лізингу довів переваги останнього на користь позичальника. Проте, це не є загальною тенденцією. Складність становить нерозвиненість вітчизняного лізингового ринку і відсутність вторинного лізингового ринку.

В ході дослідження було складено схему основних стадій будівельного процесу. На її основі узагальнено стохастичну модель технічної надійності будівництва. Ґрунтуючись на моделі, автором показано зростання загальної технічної надійності процесу при підсиленні будь-якої його ланки за рахунок залучених активів.

Результати розділу опубліковані в працях автора [39; 44; 47; 49; 53].

РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ МОБІЛІЗАЦІЇ ЗАЛУЧЕНОГО КАПІТАЛУ В ЖИТЛОВЕ БУДІВНИЦТВО

3.1. Раціоналізація структури капіталу будівельного підприємства

Раціоналізація структури джерел формування активів будь-якого (у т.ч. будівельного) підприємства є однією з основних цілей фінансового менеджменту. Упорядкування структури капіталу компанії забезпечує збільшення прибутку і відповідно – вартості чистих активів. Як наслідок, це позитивно відображається на ринкових котируваннях цінних паперів компанії. Зростання ринкової капіталізації емітента забезпечує подальше зростання обсягів його діяльності та може забезпечити подальше зниження вартості кредитних ресурсів. Проте, як показали наші дослідження, у близько 95 відсотків вітчизняних будівельних компаній блокуючий пакет акцій зосереджено в руках «вузького» кола акціонерів [1; 53, с.22]. Збереження цілковитого контролю над емітентом є основним мотивом таких власників для недопущення виходу підприємств на відкриті торги. Це доводять інші дослідження: на кінець 2006 р. на відкритих торгах в ПФТС котирувалися акції лише 13 будівельних компаній (у т.ч. загальнобудівельних організацій) [104]. На поч. 2008 р. число загальнобудівельних організацій на ПФТС становило 7 емітентів. Отже, механізм раціоналізації джерел фінансування оборотного капіталу будівельних підприємств в умовах обмеженості доступу до фінансового ринку становить певний інтерес.

Як відомо, власні й залучені ресурси для підприємства мають певну вартість. Ціна всіх фінансових ресурсів підприємства в цілому виражається показником середньозваженої вартості капіталу (WACC) [12, с.491]:

$$WACC = \sum_i k_j d_j,$$

де k_j – ціна i -ого джерела фінансування,

d_j – питома вага i -ого джерела фінансування у загальній структурі коштів підприємства.

Завданням цього показника виступає визначення найменш прийнятної норми доходності будівельного проекту з метою забезпечення беззбитковості компанії-девелопера.

Як приклад, у табл. 3.1 наведено структуру фінансових ресурсів ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» (яке розглядалося в аналітичній частині дисертації) на поч. 2008 року.

Таблиця 3.1

Структура фінансових ресурсів ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» на поч. 2008 р. та їх вартість

Джерела фінансових ресурсів	Сума, тис.грн.	Питома вага, %	Вартість, % річних	Вартість джерел, %
Статутний капітал	150000	26,06	0,00	0,00
Нерозподілений прибуток	7137,5	1,24	0,31	0,00
Довгострокові кредити банку	100000	17,38	17,00	2,95
Короткострокові кредити банків	318381,6	55,32	17,00	9,40
Всього	575519,1	100,00	-	12,36

Джерело: складено за даними [1]

Як свідчить табл. 3.1, мінімально прийнятною ціною для забезпечення виробництва є ставка 12,36 відсотка. Це означає, що підприємство може приймати рішення щодо доцільності реалізації будівельного проекту за умови планової внутрішньої норми доходності, не нижчої за 12,36 відсотка (тобто $IRR \geq 12,36\%$). Звичайно, за поточних тенденцій високої прибутковості житлового будівництва в обласних центрах залучення позикового капіталу у формі кредиту є дорогим порівняно до облігаційних схем залучення ресурсів, проте, також виправдовує себе. Єдиною необхідною умовою кредитування загальнобудівельних організацій є його виключно довгостроковий характер і погашення більшої частини боргу в кінці строку. Це продиктовано довготривалістю реалізації проектів та поступовим залученням коштів інвесторів (споживачів) у незавершене будівництво.

Коливання внутрішньої норми доходності для ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» протягом 2003-2008 рр. відображені на рис.3.1.

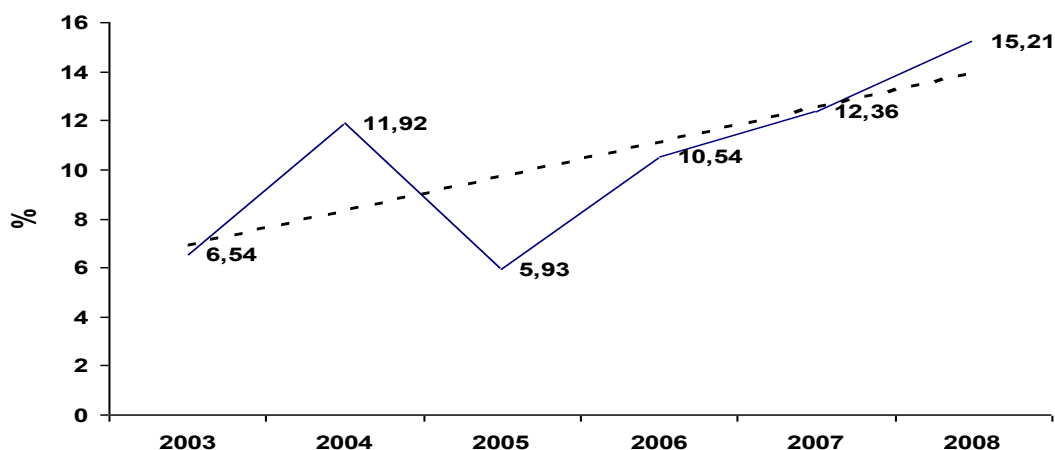


Рис. 3.1. Зміна внутрішньої норми доходності для ВАТ Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього», у %

Джерело: складено за розрахунками автора

Рис. 3.1 свідчить про майже подвійне зростання вартості фінансових ресурсів для ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» у п'ятирічній ретроспективі, що є негативним фактором фінансово-господарської діяльності підприємства, а зокрема, кінцевої прибутковості бізнесу.

Проте, вищенаведений приклад позитивної результативності діяльності будівельної компанії (нерозподіленого прибутку) у разі залучення кредитних ресурсів (див. табл. 3.1) є одиночним. У переважній більшості випадків структура капіталу компанії має такий вигляд:

Таблиця 3.2

**Структура фінансових ресурсів ВАТ «Київміськбуд-6» у 2007 р.
та їх вартість**

Джерела фінансових ресурсів	Сума, тис.грн.	Питома вага, %	Вартість, % річних	Вартість джерел, %
Статутний капітал	1939,7	3	0	0
Нерозподілений прибуток	-55,3	-0,09	0	0
Довгострокові кредити банку	0	0	0	0
Короткострокові кредити банку	6437,9	9,91	18	1,78
Інші короткострокові зобов'язання	37452,9	57,65	0	0
Всього	52213,1	70,47	-	1,78

Джерело: складено за розрахунками автора [43, с.31] згідно даних [1]

У цьому разі метод визначення середньозваженої ціни капіталу є недосконалим. Це пояснюється суттєвою ускладненістю визначення вартості окремих складових структури капіталу, а також тим, що негативний фінансо-

вий результат не відображається у вартості джерел фінансування. Крім того, за такої недосконалої, кризової структури капіталу будівельної компанії (корткострокова заборгованість близько 67,5 відсотків) середньозважена вартість її фінансових ресурсів має бути високою (ніяк не знаходиться на рівні 1,8 відсотка) [43, с.31].

У закордонній практиці для нормального функціонування несезонних виробництв пріоритетним є саме залучення довгострокових фінансових ресурсів. При цьому позикові ресурси знижують загальний фінансовий результат підприємства, оскільки потребують витрат із обслуговування позики. Такий ефект характеризується фінансовим лівериджем підприємства. Фінансовий ліверидж (важель) характеризує використання залучених коштів із фіксованим процентом для зростання прибутку власників звичайних акцій) [20, с.449] і визначається формулою:

$$\text{ЕФЛ} = (\text{Рент.ІК} - \text{ЦінаПК})(1 - \text{ПП}) * \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}},$$

де ЕФЛ – ефект фінансового лівериджу;

Рент.ІК – рентабельність інвестованого капіталу;

Ціна ПК – ціна позиченого капіталу;

ПП – ставка податку на прибуток;

ВК – власний капітал.

Співвідношення ПК/ВК має назву «плече важеля». При цьому, за Ананьєвим О.М. [4, с.43], допускається його значення в межах [0,8; 1,5]. Таким чином, фінансовий левєридж має прямий вплив на прибуток і рентабельність власних ресурсів підприємства через зміну обсягів і структури залучених активів.

Залежність між рентабельністю власних ресурсів підприємства та ефектом фінансового важеля відображається рівнянням [4, с.43]:

$$\text{РВР} = (1 - \text{ПП}) * \text{ЕР} + \text{ЕФЛ},$$

де РВР – рентабельність власних ресурсів підприємства;

ЕР – економічна рентабельність.

Економічна рентабельність підприємства визначається таким виразом [36, с.43]:

$$EP = \frac{\text{Валовий _прибуток}}{\text{Підсумок _активу} - \text{Кредиторська _заборгованість}}.$$

На відміну від Ананьєва О.М. [4, с. 44], у чисельнику зазначеної формули автором до валового прибутку не додаються відсотки по кредиту, оскільки при подальшому визначенні РВК від ЕР коригується на суму податку на прибуток. Згідно до чинного Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» сплата відсотків по кредиту не належить до бази оподаткування.

Виходячи з методики Ананьєва О.М. [4, с. 44] і вищенаведених формул проведемо оцінку стратегії управління структурою капіталу (у т.ч. залученого) та її впливу на річну прибутковість ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» (компанії, що детально досліджувалася в практичній частині дисертаційного дослідження). Для цього складемо таблицю показників структури капіталу підприємства протягом 2003-2008 рр.:

Таблиця 3.3

Структура капіталу ВАТ Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього»
протягом 2003-2008 рр., тис.грн.

Фінансові показники	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Підсумок активу балансу	179006	240061,7	429088	846571,8	1049296	1389298
Власний капітал	55793,7	58965,8	114364,6	191775,7	197231,9	201873
Валовий прибуток	8369,8	3818,5	16134,8	16987,3	908,6	24607
Кредиторська заборгованість	21633,6	27120,6	28835,8	10903,8	26674,1	54624
Довгострокові та короткострокові кредитні ресурси	9212,5	23032,8	49930,2	250165,2	418381,6	511250
Вартість кредитних ресурсів (% річних)	20,0%	20,0%	18,0%	17,0%	17,0%	19,5%

Джерело: складено за даними Агенції з розвитку інфраструктури фондового ринку [1]

Оскільки ставка податку на прибуток у 2003 р. становила 30 відсотків, а протягом 2004-2008 рр. знизилася до 25 відсотків, тоді стан використання ресурсів ВАТ Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» з різних джерел у динаміці виражається наступним чином:

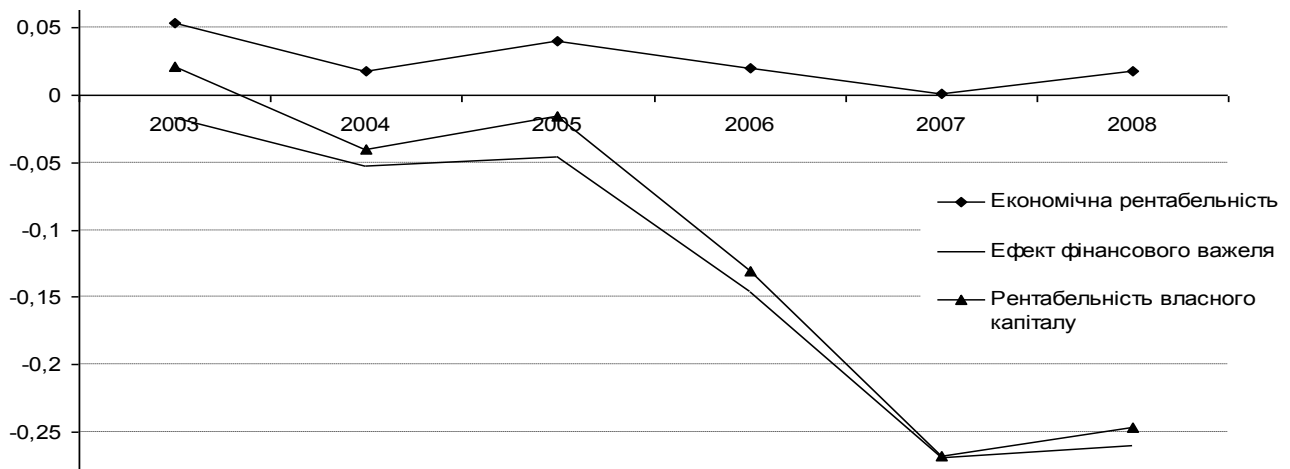
2003 р.:

$$EP = \frac{8369,8}{179006 - 21633,6} = 0,0053,$$

$$E\Phi B = (1 - 0,3)(0,065 - 0,2) * \frac{9212,5}{55793,7} = -0,016,$$

$$PBK = (1 - 0,3) * 0,053 - 0,016 = 0,021.$$

Фінансові коефіцієнти за 2003-2008 рр. викладені на рис. 3.2:



Фінансові показники	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Економічна рентабельність	0,053	0,018	0,040	0,020	0,001	0,018
Ефект фінансового важеля	-0,017	-0,053	-0,046	-0,146	-0,269	-0,26
Рентабельність власного капіталу	0,021	-0,040	-0,016	-0,131	-0,268	-0,247

Рис. 3.2. Аналіз впливу структури капіталу на прибутковість ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» за період 2003-2008 рр.

Джерело: складено за розрахунками автора згідно даних [1]

Як можна бачити, у довгостроковій ретроспективі намітилася тенденція до зниження рівня економічної рентабельності підприємства до межі беззбитковості. Проте, рентабельність капіталу компанії починаючи з 2004 р. набуває негативних значень і характеризується прискорено спадаючим трендом. Водночас, різкі щорічні коливання рентабельності є характерними для будівельного сектора з причин його тривалості і значної капіталоємності. Тому періодичний негативний вплив залучення кредитних ресурсів на значення рентабельності капіталу компанії є явищем, цілком природним. Отже, за умови раціонального фінансового менеджменту в компанії, по завершенні більшості будівельних проектів можна очікувати підвищення рентабельності капіталу до позитивного рівня.

Стрімке падіння значень ефекту фінансового важеля і, як результат, рентабельності капіталу ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П. Загороднього» за 2006-2008 рр. (див. рис. 3.2) пояснюється адекватним нарощуван-

ням питомої ваги банківських кредитів у загальному майні компанії (див. динаміку на рис. 3.3).

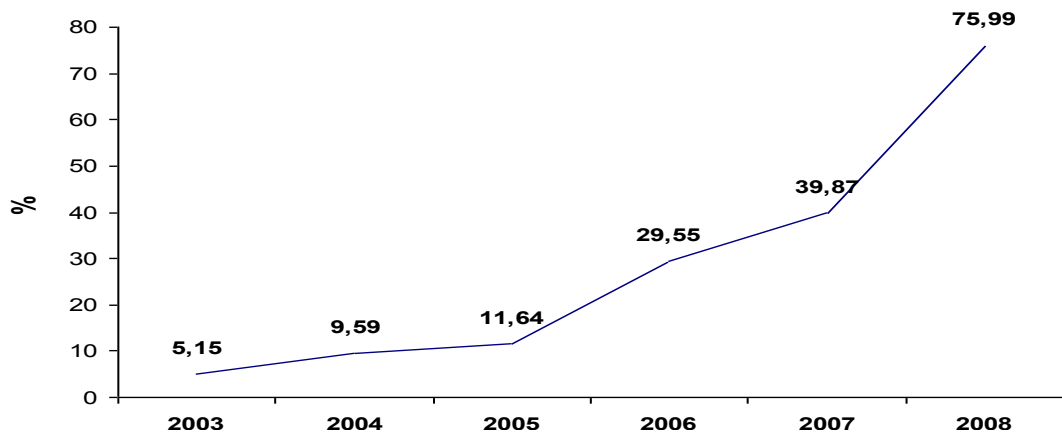


Рис. 3.3. Нарощування питомої ваги банківських кредитів у загальному майні ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього», %

Джерело: складено за розрахунками автора згідно даних [1]

Кількаразове щорічне нарощування обсягів кредитів (згідно табл. 3.3, протягом 2003-2008 рр. їх обсяги зросли у 55,5 рази) пояснюється відповідним зростанням виробничих потужностей підприємства (згідно табл. 3.3, протягом п'яти років загальні активи зросли у 5,9 рази). Такі дії менеджменту підприємства були продиктовані тривалим зростанням цін на житлову нерухомість при стабільному попиті, тобто сприятливою ринковою кон'юктурою.

Використання Z-моделі Альтмана до показників діяльності підприємства у 2006-2008 рр. дало висновок щодо стабільно дуже високої імовірності його банкрутства [10, с.583; 151, с.469]:

$$Z_{2006} = 1,2A + 1,4B + 3,3C + 0,6D + 1,0E = 1,2*(-0,122) + 1,4*0,0013 + 3,3*0,177 + 0,6*0,296 + 0,277 = -0,894; 0,894 < 1,8;$$

$$Z_{2007} = 1,2A + 1,4B + 3,3C + 0,6D + 1,0E = 1,2*(-0,204) + 1,4*0,0038 + 3,3*0,178 + 0,6*0,232 + 0,287 = -0,774; 0,774 < 1,8;$$

$$Z_{2008} = 1,2A + 1,4B + 3,3C + 0,6D + 1,0E = 1,2*0,309 + 1,4*0,0042 + 3,3*0,174 + 0,6*0,2234 + 0,309 = 1,394; 1,394 < 1,8.$$

Водночас, на нашу думку, подібні кризові показники фінансового стану є тимчасовими. Це пояснюється кількарічною тривалістю виробництва і, як наслідок, незначною оборотністю капіталу компанії.

Виходячи з вищенаведених фактичних даних за методикою Ананьєва О.М. [4, с.44], визначимо рекомендовані розміри залученого капіталу в

п'ятирічній ретроспективі та їх вплив на рентабельність капіталу компанії. При цьому, оскільки рентабельність капіталу компанії має стабільно негативні значення, тоді для визначення рекомендованих обсягів кредитних ресурсів підприємства приймається нижня допустима межа «плеча фінансового важеля» - 0,8.

2003 р.:

Кредитні ресурси $_{\text{рекоменд.}} = 55793,7 * 0,8 = 44634,96$ тис.грн.,

$$EP = \frac{8369,8}{55793,7 + 83690,55} = 0,083 \text{ або } 8,3\%$$

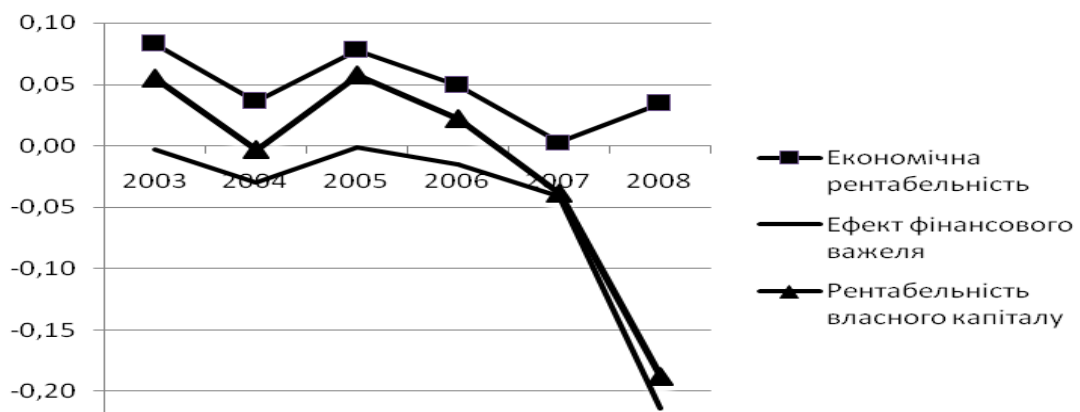
(знаменник зазначеної формули, на відміну від попереднього варіанта визначення EP, не коригується на суму кредиторської заборгованості підприємства, оскільки застосовується непрямий метод визначення власних і запозичених ресурсів),

$$EFB = (1 - 0,3) * \frac{8369,8 - 83690,55 * 0,2}{55793,7} * \frac{83690,55}{83690,55 + 55793,7} = -0,063 \text{ або } -6,3\%,$$

$$PBK = (1 - 0,3) * 0,083 - 0,063 = 0,055 \text{ або } 5,5\%;$$

5,5% опт. > 2% факт.

Рекомендовані фінансові показники інших років викладені на рис. 3.4:



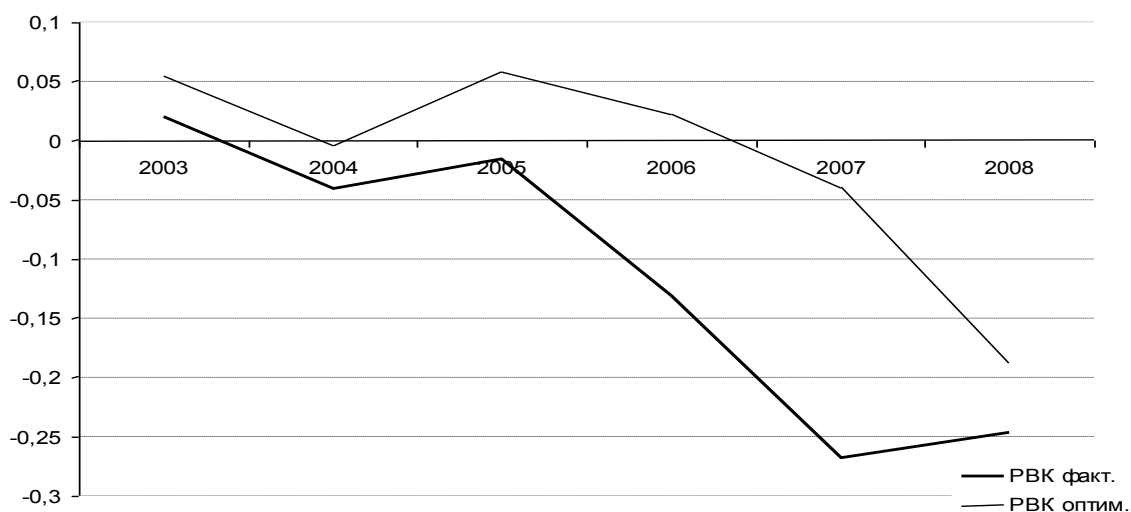
Фінансові показники	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Рекомендовані кредитні ресурси	44634,96	47172,64	91491,68	153420,6	157785,52	161498,4
Економічна рентабельність	0,083	0,036	0,078	0,049	0,003	0,0345
Ефект фінансового важеля	-0,003	-0,030	-0,001	-0,015	-0,041	-0,2136
Рентабельність власного капіталу	0,055	-0,003	0,058	0,022	-0,039	-0,1877

Рис. 3.4. Динаміка впливу рекомендованих показників структури капіталу на прибутковість ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П. Загороднього»

Джерело: складено за розрахунками автора згідно даних [1]

Як можна бачити, криві графіків ефекту фінансового важеля та рентабельності власного капіталу з рис. 3.4 порівняно із графіками з рис. 3.2 мають схожі, проте, більш різкі щорічні коливання. Проте, за рекомендованих обсягів залучення кредитів показники прибутковості мають суттєво вищі значення. За виключенням 2007-го і кризового 2008 рр., рентабельність капіталу ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» мала позитивні значення.

Порівняємо на рис. 3.5 рекомендовані показники із фактичними даними:



Фінансові показники	2003		2004		2005		2006	
	факт.	реко-менд.	факт.	реко-менд.	факт.	реко-менд.	факт.	реко-менд.
ЕР, %	0,053	0,083	0,018	0,036	0,04	0,078	0,02	0,049
ЕФВ, %	-0,017	-0,003	-0,053	-0,03	-0,046	-0,001	-0,146	-0,015
РВК, %	0,02	0,055	-0,04	-0,003	-0,016	0,058	-0,131	0,022
Кредитні ресурси, тис.грн.	9212,5	44634,9	23032,8	47172,6	49930,2	91491,7	250165,2	153420,5

Фінансові показники	2007		2008	
	факт.	рекоменд.	факт.	рекоменд.
ЕР, %	0,001	0,003	0,018	0,034
ЕФВ, %	-0,269	-0,041	-0,26	-0,214
РВК, %	-0,268	-0,039	-0,247	-0,188
Кредитні ресурси, тис.грн.	418381,6	157785,5	511250	161498,4

Рис. 3.5. Співставлення фактичної ефективності використання фінансових ресурсів ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» із рекомендованими показниками протягом 2003-2008 рр.

Джерело: складено за розрахунками автора згідно даних [1]

Спадаючі тренди фактичного і оптимального показників рентабельності власного капіталу свідчать про поступове зменшення джерел фінансування чистих активів підприємства і, як результат, його фінансового стану. Фактичні значення рентабельності є значно нижчими за оптимальні показники й породжують значно вищі фінансово-господарські ризики. Зокрема, суттєво нижчий показник рентабельності 2007 р. обумовлений перевищенням фактичних кредитних запозичень над рекомендованими на рівні $418381 - 295848,6 = 122532,4$ тис.грн. Найнижче значення рентабельності у 2008 р. обумовлене колапсом ринку вітчизняної нерухомості внаслідок фінансової кризи. Окрім того, поступове зниження прибутковості бізнесу обумовлене регулярним залученням додаткових ресурсів через додаткове розміщення акцій ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» (зокрема у 2003 р. на суму 14 млн. грн., у 2005 р. - 85 млн.грн., та у 2006 р. – 50 млн.грн. [1]) та їх інвестуванням у виробництво. Отже, якщо додаткові ресурси були інвестовані у 2005 р., тоді реалізація житлових об'єктів, під зведення яких ці кошти було залучено, відбудеться найближче в 2009 р. Проте, як зазначалося раніше, за умови раціонального управління капіталом та зменшення запозичень, по завершенні більшості будівельних проектів можна очікувати підвищення рентабельності капіталу до позитивного рівня і відповідно – покращання фінансового стану компанії.

Окрім того, за рекомендованих обсягів кредитних ресурсів у 2006, 2007 і 2008 рр. імовірність банкрутства підприємства в моделі Альтмана становитиме 2,31, 2,08 і 5,57 відповідно. Ця імовірність порівняно з раніше отриманими результатами імовірності банкрутства за фактичними показниками - 0,894, 0,774 і 1,394 (що відповідають дуже високій імовірності) – характеризує низьку можливість банкрутства компанії. Отже, за рекомендованих обсягів кредитних ресурсів імовірність банкрутства ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» буде значно нижчою.

Рис. 3.5 свідчить, що в 2007 р. будівельній компанії необхідно якнайбільше залучити 157785,5 тис.грн. (фактичний показник більший за рекомендований на 260,6 млн.грн.), щоб досягти максимально можливого рівня рентабельності капіталу (-3,9%) за найменш допустимого значення «плеча фі-

нансового важеля» 0,8. Відповідно у 2008 р. обсяги фактичних кредитних ресурсів значно перевищують рекомендовані.

Будівельний сектор економіки має специфіку, що характеризується довготривалістю, певною сезонністю і, як наслідок, високою ризиковістю виробництва. Крім того, підприємства рідко мають змогу надати ліквідну заставу по кредитах. Оскільки у 2005 р. ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» залучило кредитів на суму, меншу за рекомендовані, тоді за фінансовими даними підприємства щодо цього року розглянемо варіанти залучення ним додаткових запозичень. Отже, в 2005 р. для ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього», на нашу думку, могли бути такі два шляхи залучення довгострокових ресурсів у сумі 91491,7 тис.грн.:

1) емісія облігацій, що дозволить залучити 3-5-річні фінансові ресурси під ставку, нижчу за кредитний капітал. Підприємство має попередню позитивну історію розміщення цільових іпотечних облігацій, що є сприятливим фактором здійснення подальших розміщень;

2) довгостроковий кредит у розмірі, необхідному для досягнення поточного значення $PVK=0$. Загальний розмір додатково залученого позикового капіталу можна визначити так:

$$ЗК = 114364,6 * X \text{ тис.грн.},$$

$$EP = \frac{16134,8}{114364,6 + 114364,6X},$$

$$E\Phi L = (1 - 0,25) * \frac{16134,8 - 114364,6X * 0,18}{114364,6} * \frac{114364,6X}{114364,6 + 114364,6X} = \\ = \frac{-15439,221X^2 + 12101,1X}{114364,6(1 + X)},$$

$$PVK = 0 \Rightarrow (1 - 0,25) \frac{16134,8}{114364,6(1 + X)} + \frac{-15439,221X^2 + 12101,1X}{114364,6(1 + X)} = 0,$$

$$X = 1,36,$$

$$ЗК = 114364,6 * 1,36 = 155535,85 \text{ тис.грн.}$$

Оскільки у 2005 р. підприємство вже залучило 49930,2 тис.грн. кредиту, то додатково необхідно мобілізувати $155535,85 - 49930,2 = 105605,65$ тис.грн. Показник у 155,54 млн. грн. є суттєво вищим за рекомендований, оскільки обумовить зниження рентабельності капіталу з оптимального 5,8-

відсоткового рівня до 0. Таким чином підприємство зможе максимально розвинути виробничі потужності за збереження беззбитковості.

Довгострокова стратегія розвитку компанії залежить від подальшої ринкової кон'юнктури і цінової динаміки.

Крім вищенаведених, існують й інші економічні теорії раціоналізації структури капіталу компанії, як наприклад, теорія Міллера-Модільяні. Прибічники цієї теорії вважають, що вартість додатково залученого капіталу залежить від поточної структури капіталу компанії [105, с. 95]. Наприклад, зі скороченням питомої ваги власного капіталу в загальному майні компанії пропорційно дорожчатимуть позикові ресурси, що додатково залучаються на фінансовому ринку.

В табл. 3.4 проілюстровано певну гіпотетичну ситуацію застосування даної теорії для ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього».

Таблиця 3.4

Визначення вартості капіталу для ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» за різними варіантами його структури

Показники	Варіанти структури капіталу				
	1	2	3	4	5
Частка власного капіталу	40	50	60	70	80
Вартість власного капіталу, % річних	28	23	19,5	16,1	16,1
Частка залученого капіталу	60	50	40	30	20
Вартість залученого капіталу, % річних	24	19	16	13,5	13
WACC	25,6	21	18,1	15,32	15,48

Джерело: складено за розрахунками автора

Таблиця свідчить, що найдешевшим варіантом для підприємства виступає WACC=15,32%. Проте, за сучасного нерозвиненого кредитного ринку України зазначена теорія виявляється неефективною. Це пояснюється нееластичністю пропозиції на ринку банківських кредитів. Водночас, на нашу думку, теорію Міллера-Модільяні можна застосувати з певними обмеженнями у випадку залучення додаткового капіталу шляхом емісії облігацій і розміщення їх на фондовому ринку. Додатковою зручністю цього методу є можливість зниження бази оподаткування емітента на суму зобов'язань за позикою в кінці терміну.

Таким чином, у процесі розвитку фінансового ринку з'являтимуться нові методи оптимізації капіталу за джерелами його походження. Але визначальним критерієм при цьому все одно залишатиметься вартість фінансових ресурсів. У процесі лібералізації інвестиційних механізмів поступово знімаються інформаційні обмеження для усіх існуючих моделей раціоналізації структури капіталу компанії.

3.2. Удосконалення кредитування житлового будівництва

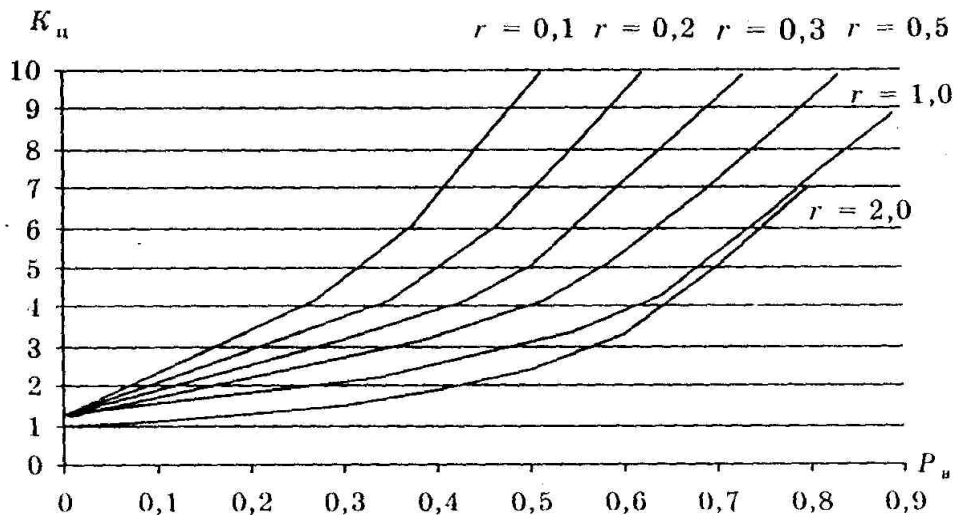
У контексті економічного зростання особливої ваги набуває стимулююча роль іпотечного кредиту. Внаслідок включення в ринкові відносини основного виробничого ресурсу – землі й нерухомого майна – виникають нові фінансово-кредитні стимули. При цьому виникає новий вид «довгих» (іпотечних) фінансових ресурсів, які здатні ефективно залучати інвестиції та стимулювати розвиток вітчизняного будівництва.

Іпотечне кредитування, тобто кредитування господарюючих суб'єктів під заставу нерухомості, являє собою надзвичайно складну й розгалужену фінансово-кредитну систему. Це підтверджується існуванням багатьох іпотечних механізмів у будь-якій країні, при цьому такі механізми різняться (розгалужуються) за категоріями методів погашення, відсоткової ставки, забезпечення позики, валюти кредитування, часовою складовою, можливості компенсації третіми особами (або державою) тощо. Основна функція іпотеки – залучення зовнішніх інвестиційних ресурсів із метою вкладення у виробництво [81, с. 107].

Стрімка еволюція іпотечного кредитування в банківському секторі останнім часом надала енергійного поштовху розвитку вітчизняного будівництва. При цьому стимулююче значення для будівництва повинен мати, в першу чергу, первинний ринок іпотеки. Основні сучасні механізми кредитування зазначені в першій частині дисертаційного дослідження.

Окрім раніше описаних кредитних моделей, на нашу думку, подальшому розвитку банківського кредитування незавершеного будівництва сприятиме також запровадження наступної послуги [44, с.42].

Згідно з дослідженнями В.В.Вітлінського [24, с. 234] залежність кредитної ставки від ризику втрати позикових коштів має наступний вигляд (див. рис. 3.6).



де $K_{ц}$ — кредитна ставка, $P_{в}$ — ризик.

Рис. 3.6. Криві, що характеризують збільшення ставки кредитного відсотка при зростанні ризику втрати позичених коштів

Джерело: складено за даними [24, с. 234]

Як свідчить рис. 3.6, зі збільшенням ступеня ризику незавершення проекту (P) відповідно знижується й кредитна відсоткова ставка ($K_{ц}$). Модель також характеризує поступове зниження кредитних ризиків кредитора із поступовою реалізацією об'єкта кредитування. Виходячи зі вказаної залежності, можна навести рекомендацію щодо подальшої лібералізації кредитних продуктів банківського сектору. Її суть складається у поступовому зниженні відсоткової ставки банку залежно від ступеня завершеності будівельного проекту. Це сприятиме зростанню стимуляції будівельників зі вчасного (або навіть із випередженням планових строків) закінчення проекту.

Наприклад, з метою реалізації проекту капітального будівництва підприємством в банку одержано \$10 млн. (оскільки ставки за валютними кредитами нижчі за вартість позики в національній валюті) під 18% річних. Плановий термін реалізації проекту — 19 міс. В кінці першого року будівництво

об'єкта було здійснено на 50%, через 15 місяців – на 75%, а через 19 міс. проєкт було закінчено. При цьому кредитним договором передбачено зниження відсоткової ставки на 1% відповідно до реалізації проєкту на кожні 25% після виконання половини робіт. Погашення «тіла кредиту» єдиноразове – в кінці строку будівництва (умови регулярного погашення «тіла кредиту» рівними частинами для будівельних підприємств є обтяжливими, оскільки з причини довготривалості операційного циклу не забезпечуються поступові грошові надходження від реалізації готової продукції.).

Відсоткові платежі за кредитом становитимуть:

$$\frac{12}{\quad} \quad \frac{3}{\quad} \quad \frac{4}{\quad}$$

Загальний відсоток за кредитом = $12 * 0,18 + 12 * 0,17 + 12 * 0,16 = 0,275$ або 27,5%.

Таким чином, загальна плата за користування кредитом становитиме:

$$\Sigma = \$10 \text{ млн.} * 0,275 = \$2,75 \text{ млн.}$$

При цьому загальна економія коштів для будівельної компанії при передбаченій у договорі змінній кредитній ставці дорівнюватиме:

$$\frac{19}{\quad}$$

$$\Sigma \text{економія} = \$10 \text{ млн.} * 0,18 * 12 - \$2,75 \text{ млн.} = \$100000.$$

У випадку, коли «тіло кредиту» має регулярно погашатися рівними частинами, також досягається економія коштів позичальником, проте, лише у розмірі 16,67 тис.дол. США (але такі умови є найменш прийнятним для компаній, оскільки регулярні витрати з обслуговування кредиту вимагають адекватних поступових грошових надходжень.). У дод. Ф, табл. Ф.1, табл. Ф.2, зіставляються платежі по стандартному кредиту та кредиту з поступовим зменшенням відсоткової ставки.

Крім того, економія коштів досягається й у випадку дострокового закінчення реалізації житлового будівництва і, відповідно, погашення кредиту. У дод. Ф, табл. Ф.3, табл. Ф.4, зіставляються платежі по стандартному кредиту та кредиту з поступовим зменшенням відсоткової ставки при умові, що виданий на 30 місяців кредит погашено позичальником достроково через 19 місяців. У такому випадку загальна сума економії складає 44,17 тис.дол. США.

Прискорення реалізації житлового будівництва дозволяє знизити позикову ставку в зв'язку із достроковим завершенням порогових значень готов-

ності (у нашому прикладі - 50 і 75 відсотків). Завдяки цьому досягається економія коштів. Крім того, дострокова реалізація житлового будівництва за будь-яких умов кредитування дозволить знизити суму платежів позичальника із обслуговування позики.

На сьогодні склалося багато перепон для нормального розвитку будівельної галузі. Так, нині, як і декілька років тому, менеджменту будівельного підприємства дуже важко отримати кредит на реалізацію проекту з незавершеного будівництва, за відсутності під нього ліквідної застави. Ситуацію ускладнює й той факт, що сучасні підприємства галузі використовують у виробничих процесах значну частку застарілої техніки ще радянського виробництва, як-то будівельні крани, з давно вичерпаним терміном експлуатації. Зрозуміло, що для банківської чи будь-якої іншої фінансової установи вона не може служити заставою навіть під заздалегідь завищену пропорцію забезпеченості кредиту (тобто коли сукупна вартість заставлених основних засобів у кілька разів перевищує суму кредиту). Окрім того, такі навіть нові основні засоби не є прийнятною заставою для кредитора, оскільки у разі неплатоспроможності позичальника таке специфічне будівельне обладнання (як наприклад, бурильно-кранові машини, автобетонозмішувачі, автобетононасоси, бордюроукладальники, віброплити тощо) дуже важко реалізувати на ринку з огляду на вузький попит.

Здійснене нами в ході наукового дослідження порівняння банківського кредитування та лізингу як шляхів залучення додаткового обладнання у виробництво свідчить про певні переваги першого. За потреби оптимізації виробництва, будівельні компанії мають змогу на короткостроковий, кількомісячний, термін залучати необхідне устаткування на умовах прокату, чого не передбачає жоден кредит. У разі ж тимчасового простою лізингового устаткування будівельне підприємство може за певну винагороду надати його в експлуатацію іншому виробнику на умовах сублізингу. Крім того, банківське лізингове кредитування є дуже зручним для лізингових компаній, оскільки в разі виникнення тимчасової неплатоспроможності або будь-яких фінансових ускладнень, компанії мають змогу просто перенаправити платежі лізингоодержувача безпосередньо до банку на умовах факторингу (передачі прав бене-

фіціара за операцією). Звісно, таких переваг та зручностей лізингу існує доволі багато, але чи не найголовнішою з них виступає наявність у лізингових компаній лише однієї прибуткової статті – маржі на відміну від будь-якої банківської установи, кредитні договори якої передбачають відсоткову ставку за кредитом, комісію за видачу кредиту, плату за обслуговування платежів за ним тощо [47, с. 98].

Визначення перспектив фінансового лізингу в Україні (у т.ч. в будівельному секторі) потребує аналізу його нинішнього розвитку. За дослідженнями Ляхової О.О. [87, с. 82] та на думку автора на початок 2008 р. в Україні мала місце така класифікація учасників лізингового ринку:

1. Напівкомерційні лізингові компанії. Створені за участю держави чи муніципальних органів влади та фінансуються за рахунок бюджетних коштів. Такими підприємствами виступають ВАТ «Украгромашінвест» та ВАТ «Укртранслізинг», що були започатковані відповідними рішеннями уряду.

2. Дочірні лізингові компанії крупних банків (напр., «Українська лізингова компанія», що належить до потужної харківської фінансово-промислової групи «УкрСиб»).

3. Лізингові компанії, створені за галузевою ознакою (напр., «Лізинг-техніка»).

4. Лізингові компанії, що започатковані торгівельними фірмами (ТОВ «Серго-Гамма-Лізинг», «Ханса Лізинг Україна»).

5. Міжнародні лізингові компанії. Так, сьогодні на вітчизняному ринку розвивається співробітництво лізингових компаній з закордонними виробниками щодо поставки в Україну на лізингових умовах будівельної техніки «Zeppelin», «Tatra», «Condor» тощо. Типовими представниками зазначеної групи виступають «Sogelease Leasing Genssellschaft» (Австрія), «Otto Int. Leasing» (Німеччина), «CA Leasing» (Австрія) та ін.

6. Комерційні банки, а саме – їх підрозділи, такі як «Аваль-лізинг», «Укрексімлізинг» та лізинговий відділ банку «Надра».

7. Промислові підприємства-виробники об'єктів лізингу.

Станом на кінець 2008 р. наведена типологія учасників ринку не змінилася. Усі вищенаведені учасники належать до первинного лізингового ринку

(ринку обладнання з нульовим терміном використання). Для цього ринку характерна висока вартість предметів лізингу, оскільки орендарям доводиться відшкодовувати амортизацію на повну вартість нового обладнання. Водночас лізингове обладнання, що раніше знаходилося у використанні, може бути привабливішим для господарюючих суб'єктів (і для будівельних компаній зокрема) з причини його відносної дешевизни.

Відсутність вторинного лізингового ринку в Україні виступає негативним чинником, що знижує ліквідність будь-якого лізингового обладнання. Це пояснюється тим, що у разі банкрутства орендаря лізингодавцеві важко реалізувати обладнання, що вже знаходилося у використанні.

Вирішенню цієї проблеми сприяло б утворення галузевої лізингової компанії [157, с.100]. На нашу думку, основна інновація в усьому має полягати в заснуванні такої компанії банківськими установами, причому предметами лізингу (товарами цієї компанії) виступало б специфічне будівельне обладнання, що сформувалося як застава по раніше виданих безнадійних кредитах банків-засновників. Наприклад, до числа засновників такої компанії могли б також на рівних умовах з іншими увійти державні «Укресімбанк» та «Ощадбанк», які на початку листопада 2005 р. утворили консорціум з метою кредитування саме будівельної галузі [26, с. 11]. Пріоритет участі саме банків у заснуванні зазначеної компанії пояснюється тим, що найбільш потужна група лізингових компаній в Україні представлена саме структурами, що започатковані та фінансуються банківськими установами [87, с. 86]. Окрім того, існує широке коло варіантів співпраці зазначеної компанії з банками-засновниками. Так, банки, що мають у власності специфічні будівельні основні засоби (наприклад, раніше зазначеної типології), що раніше виступали заставою по неповернених проблемних кредитах, можуть взяти на себе функцію кредиторів лізингової компанії (напр., на умовах надання пільгової кредитної ставки). Таким чином, зазначене низьколіквідне обладнання надходитиме до споживача - будівельного підприємства, задовольняючи попит, а банк отримає прибуток від реалізації зазначеної кредитної операції.

Якщо матимуть місце не лізингові, а орендні відносини (коли не йдеться про викуп обладнання в кінці терміну угоди), тоді платежі також можуть

надходити до банків напряму на умовах факторингу, тобто переуступки лізинговою компанією (за комісійну винагороду) права бенефіціара за операцією. При цьому досягається економія на кредитних виплатах з боку лізингової компанії банківській установі. Окрім усіх вищеприведених умов не виключається й можливість співпраці галузевої лізингової компанії з іншими учасниками ринкової інфраструктури, такими як вітчизняні та зарубіжні підприємства-виробники будівельного обладнання (об'єкту лізингу), напівкомерційними лізинговими компаніями (на умовах сублізингу) та ін.

На нашу думку, суттєвими перевагами такої лізингової компанії виступатимуть наступні [47, с. 99]:

1. Різноманітність асортименту специфічного будівельного обладнання за рахунок декількох (а не одного, як зазвичай) крупних засновників з найбільшою ймовірністю зможе задовольнити попит будівельників та обумовить розширення обсягів діяльності лізингової компанії.
2. Основна перевага, що є притаманною лізинговому ринку вторинного обладнання (ще не існуючому в Україні) – наявність доступного за вартістю для будівельних компаній специфічного обладнання з не вичерпаним граничним терміном експлуатації. Це є особливо актуальним, оскільки, як зазначалося раніше, вітчизняними будівельними компаніями часто використовується техніка із вичерпаним терміном експлуатації.
3. Пільгові умови кредитування лізингової компанії з боку її крупних засновників служитимуть фактором здешевшання вартості обладнання для кінцевого споживача та нададуть лізинговій компанії можливість отримати відчутний прибуток від кожної операції, спричинить зростання обсягів її діяльності через порівняно низьку вартість кожної кредитної угоди з засновниками. Кредитори також можуть зменшити для лізингової компанії планку обов'язкового вартісного забезпечення заставним майном предмета лізингу. Так, середній розмір зазначеного забезпечення зазвичай коливається у діапазоні 30%-50%, що суттєво вивільняє обіговий капітал лізингової компанії з операційного процесу [18, с. 34].
4. Банки-засновники галузевої компанії активізують кредитування будівельних підприємств під заставу їх основних засобів, оскільки матимуть гара-

нтію ліквідності такого кредитного забезпечення. У разі неповернення кредиту банки матимуть змогу реалізувати забезпечення, що надходить у їх власність від позичальників, галузевій лізинговій компанії. Отже, у широкому розумінні, з'явиться можливість кредитування будівельних підприємств під заставу власного обладнання.

5. Короткостроковий фінансовий лізинг (у початковому варіанті Закону України «Про фінансовий лізинг» [126] це характеризувалося термінами «прокат» та «оперативний лізинг») дозволить будівельним компаніям використовувати необхідне специфічне обладнання протягом короткого, кількомісячного, строку. Це дозволить позичальникам таким чином оптимізувати виробничі процеси та приносить лізинговій компанії і її засновникам операційний дохід.
6. Банки матимуть змогу розвивати власні кредитні відносини з лізинговою компанією на умовах, незалежних від інших засновників. Крім того, засновники на кредитних, факторингових або лізингових умовах отримуватимуть прибуток від співпраці з дочірньою лізинговою компанією. При цьому буде досягнуто справедливості та індивідуальності умов співпраці кожного банку з компанією, незалежних від інших засновників.

Крім зазначеного механізму залучення дешевих капіталів існують й інші перспективні методи залучення інвесторів у галузь. Так, на жаль, у чинному законі «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечними сертифікатами» не прописано схеми іпотечного кредитування під купівлю квартири у об'єкті, що знаходиться у стадії зведення. Це пояснюється лише наявністю майнових прав (а не чіткої власності) клієнта на об'єкт [48, с. 90]. Тому, на думку експертів, має бути розроблено механізм, який би уможлиблював розгляд об'єкта незавершеного будівництва як об'єкта іпотеки. Так, продавець за цим механізмом мав би змогу виступити поручителем за клієнта перед банком. При цьому, якщо клієнт не зможе виконати власні зобов'язання, будівельна компанія поверне кошти у банк та отримає назад квартиру, яку згодом реалізує іншому покупцеві [15]. При цьому, на наш погляд, може виникнути така ускладненість, як необхідність забудовнику в будь-який час мобілізувати необхідну суму коштів, щоб вико-

нати власні поручительські зобов'язання перед банком. Розв'язанням цієї проблеми може послужити спеціально іммобілізована для цього невелика (у порівнянні із загальним оборотним капіталом) частка коштів у резервному капіталі будівельних компаній [48, с.90].

Як зазначалося в розділі 1.3, на сьогодні активними темпами розвивається банківське кредитування незавершеного будівництва під заставу емітованих іпотечних облігацій. Проте, на відміну від західноєвропейських країн із розвиненою фінансовою системою, в Україні на регіональному рівні гальмується застосування облігаційних схем. Це пов'язано з диспропорцією територіального розташування інститутів спільного інвестування (ІСІ). За даними Асоціації інвестиційного бізнесу України, на кінець 2007 р. географічний розподіл ІСІ був представлений так [147, с. 35]: 217 із них або 66% - Київ, 29 (9%) – Харківська обл., 27 (8%) – Дніпропетровська обл., 17 (5%) – Львівська обл., 39 (12%) – інші області (у 2008 р., після настання фінансової кризи, ця мережа скоротилася в 2-3 рази). До цього переліку входять і фонди фінансування будівництва (ФФБ), що створюються банками або іншими компаніями з управління активами (КУА). У першому випадку ФФБ часто зосереджені лише на одній-двох будівельних компаніях.

Наприклад, інвестиційний портфель ВАТ «Альянс-Інвестфонд» представлений облігаціями таких афілійованих в корпорації «Альянс» емітентів, як «Альянс-Житлобуд», «Альянс-Висотбуд» та «Альянс-Елітбуд» в містах Києві та Одесі [2]. Крім того, ліцензованим торговцем виключно цінними паперами фонду виступає ТОВ «Альянс-Трейд». Основними банками-партнерами компанії з управління активами «Альянс-Інвестфонд» виступають АКБ «ТАС-Комерцбанк», «ОТР банк», АКІБ «УкрСиббанк», ЗАТ «Альфа-банк», ТОВ «Банк «Фінанси та кредит», ЗАТ «Альфа-банк», АКБ «Укрсоцбанк», ЗАТ «Міжнародний іпотечний банк», ТОВ «Укрпромбанк», ТОВ «Райффайзен банк Аваль», ТОВ «УніКредит банк», КБ «VAB банк» та ВАТ «Erste Bank». Проте, зазначена співпраця поширюється лише на кредитування позичальника під заставу облігацій будівельних компаній. З огляду на стійку міграцію населення до обласних центрів нами пропонується активіза-

ція подібної співпраці на рівні районних (а не тільки обласних) центрів, а також реалізація банками цінних паперів ФФБ та спеціалізованих ІСІ на агентських повноваженнях. Це допоможе подолати географічну диспропорцію ІСІ, залучати капітал у галузь через розподіл іпотечних облігацій та інвестиційних сертифікатів (сучасним європейським аналогом виступають схеми з використанням закладних листів універсальними комерційними банками Чехії та Словенії, де ця система поширюється навіть на високоризикову аграрну іпотеку [81, с. 110]).

На нашу думку, наявність переважно низьколіквідних активів у майні будівельних компаній та неможливість її представлення як застави по банківських кредитах може бути вирішена наступним чином. Банківська установа надає кредит під заставу незавершеного будівництва як об'єкта іпотеки. При цьому така застава має необхідну ліквідність, якщо земельна ділянка розташована в обласному центрі. Платою за користування кредитом виступають новозведені площі. Таким чином, буде вирішено проблему постійного браку грошових коштів та неможливості їх регулярного вивільнення з будівельного процесу задля постійного забезпечення кредитних зобов'язань. Крім того, усі сторони договору зацікавлені в дотриманні планових термінів реалізації проєкту, оскільки кредитний договір передбачатиме помірність ризиків і штрафні санкції (як гарантії такої помірності). Проблему реалізації новозведених площ як плати по кредитах банк-кредитор може вирішувати самостійно, що є додатковою зручністю для позичальника.

Описаний кредитний продукт найбільш прийнятний банкам, що належать до промислово-фінансових груп (ФПГ) і мають афілійовані в цій структурі інші будівельні компанії. Яскравими прикладами таких зв'язків виступають «УкрСиббуд» та «УкрСибінвест», розвиткові яких сприяє АКІБ «УкрСиббанк»; подібні структури належать й АКБ «Укрсоцбанк» [48, с. 40]. Тоді в разі неплатоспроможності позичальника права на заставлений об'єкт незавершеного будівництва переходять до кредитора, і цільовий проєкт може реалізовуватися за рахунок афілійованого в ФПГ підрядника.

Окрім вищеописаних кредитних схем, останнього часу все більшої актуальності набуває інвестиційне кредитування реального сектору економіки (у т.ч. будівельної сфери). Автори Редькін О.С. й Гришина О.С. в межах вивчення перспектив лібералізації інвестиційних процесів в Україні зазначають відсутність адекватних механізмів кредитування промисловості [130, с. 116]. Зокрема, розроблювані раніше механізми інвестиційного кредитування передбачали по суті вибіркову державну допомогу окремих суб'єктів на умовах її поворотності.

Постановою НБУ №283 [116] було регламентовано принцип прямого інвестиційного кредитування вітчизняних підприємств реального сектора економіки. За цим принципом банк кредитує позичальника за рахунок коштів, отриманих у кредит від НБУ під ставку, на рівні облікової. За наведеною схемою рефінансування банків позичальники мали досягати суттєвої економії коштів на вартості кредиту, адже при середньоринкових ставках на рівні 17-21% вартість інвестиційних кредитів становила не більше 11-12 відсотків. Проте, цей кредитний механізм виявився неефективним, адже передбачав корупційний принцип вибіркової, й у 2003 р. був скасований Постановою НБУ №51.

Ще одна невдала спроба пов'язана із Указом Президента №540/99 від 20.05.1999 «Про створення кредитно-гарантійної установи з підтримки малого й середнього підприємництва». ЗАТ «Кредитно-гарантійна установа» (далі – КГУ) мала державний капітал у розмірі 50 млн. грн. і мала виконувати функції з безпосереднього кредитування та надання гарантій банкам щодо кредитоспроможності позичальників. Звичайно, такий розмір статутного капіталу виявився мізерним для кредитування підприємств зі значним оборотним капіталом, таких як будівельні. З цієї та інших причин КГУ не отримала розвитку і 2.12.2002 була ліквідована відповідним указом Президента.

За дослідженнями Попової Н.В. [108, с.122], на сьогодні питання розвитку механізмів масштабного кредитування національного виробництва (і

будівництва зокрема) є актуальним, при цьому такі механізми мають бути представлені у вигляді дворівневої системи, позначеної на рис. 3.7.



Рис. 3.7. Дворівнева система масштабного кредитування

Джерело: [108, с. 122]

На першому рівні наведеної схеми банки кредитують будівельні підприємства. При цьому, на другому рівні, кредитні активи комерційних (або державних) банків поповнюються через рефінансування НБУ.

З метою складання списку справедливих вимог до підприємств першого рівня Попова Н.В. підкреслює необхідність заснування Державної групи управління інвестиційними проектами (далі - ДГУІП). У такому випадку мова йдеться про розвиток сфер вітчизняного машинобудування, будівництва, інших базових галузей промисловості, кредитування яких забезпечило би приріст реального ВВП. До функцій ДГУІП мали б належати консультаційні послуги з визначення доцільності кредитування, аналізу перспектив реалізації цільових бізнес-проектів кожного позичальника та допомога щодо їх втілення.

З огляду на участь в роботі ДГУП адміністративних структур галузевих і регіональних органів управління, фахівців НБУ, Мінфіну й Мінекономіки, Попова робить висновок про ймовірну неоперативність та недостатню ефективність функціонування даної установи.

Поряд із вищезазначеною, у світі застосовується й інша схема, за якою компанія-гарант приймає безпосередню участь у майні підприємства-позичальника. Дана схема розрахована саме на позичальника, який не має застави з достатньою ліквідністю або вартістю. Крім того, будівельна компанія-позичальник при поданні заяви до банку часто не має попередньої кредитної історії, що підвищує кредитні ризики банку.

Отже, якщо стороння компанія-гарант зацікавлена в реалізації будівельного проекту, то після подання позичальником докладного бізнес-плану гарант надає банкові власне поручительство. В обмін на це реалізатор проекту передає гарантові власний пакет акцій або будь-яке інше право щодо вимоги частини власності та доходу від реалізації цільового проекту. Звичайно, усі учасники проекту будуть зацікавлені в його своєчасній реалізації, що значно знизить фінансово-господарські ризики.

Закордонна практика передбачає участь саме гарантійних фондів в реалізації таких підприємницьких проектів. Організаційна схема інвестиційного кредитування із розподілом ризиків, власності та доходу від реалізації проекту між його учасниками представлена на рис. 3.8.

На даний момент у світі нараховується близько 2,5 тис. різноманітних гарантійних установ, з яких лише одна представлена в Україні. Так, у рамках проекту Tasis «Програма інтеграції та розвитку в Криму. Створення мережі центрів з надання консультацій і тренінгів МСП» було засновано фінансову організацію «Євро-капітал» (м. Сімферополь) [108, с. 143]. Згідно з фінансовою схемою, «Євро-капітал» розмістив у банку-партнері власний статутний фонд у сумі 2,8 млн. грн. Засновником «Євро-капіталу» виступила голландська неприбуткова організація «Фонд підтримки підприємницьких ініціатив». Проте, спираючись на досвід роботи даної гарантійної установи й світових аналогів (таких як комерційні естонський “Credit and Export Guarantee Fund”

та “Romanian Loan Guarantee Fund”), можна стверджувати про комерційну перспективність такого бізнесу.

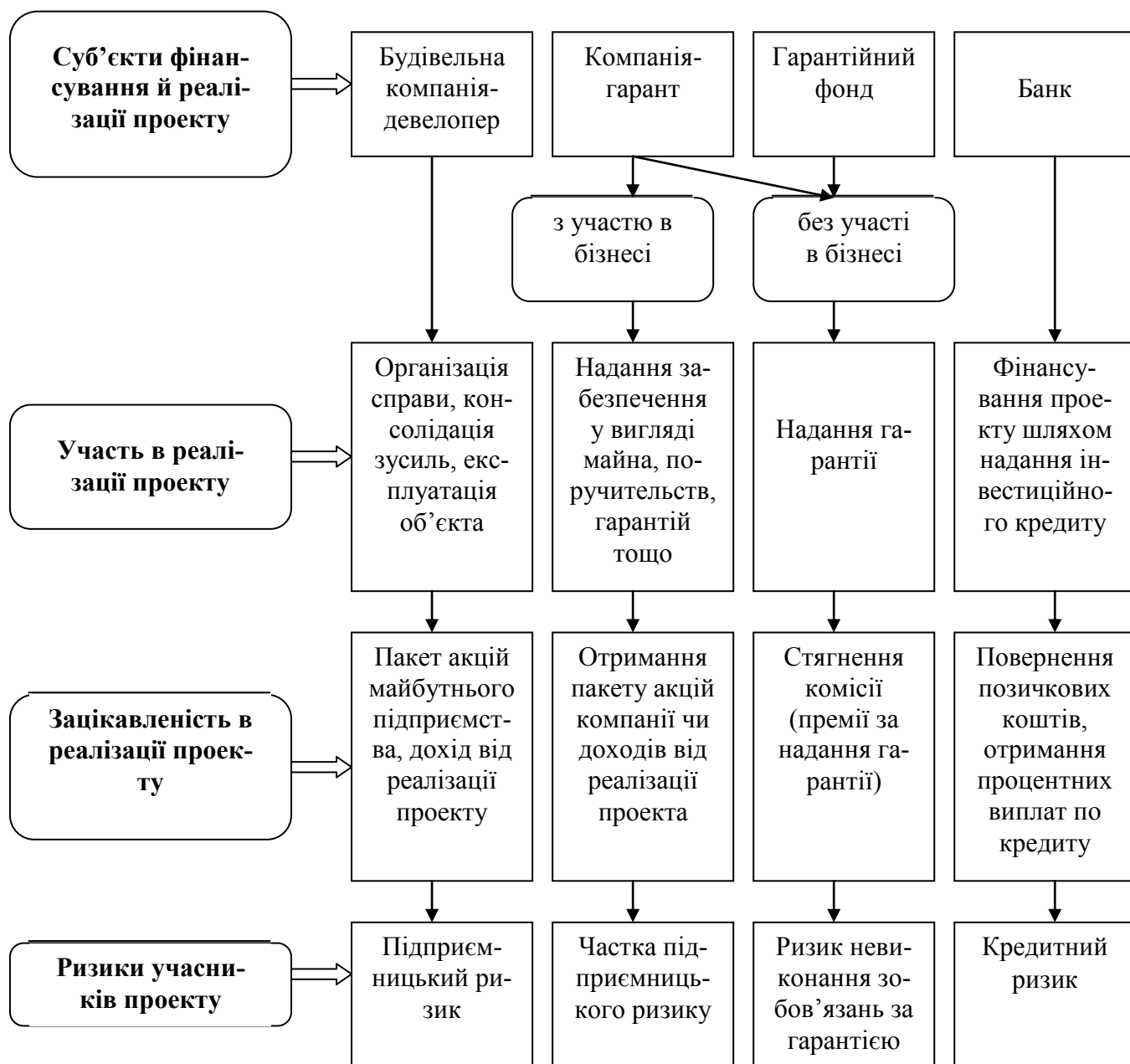


Рис. 3.8. Розподіл ризиків та доходів у випадку інвестиційного кредитування будівельного проекту

Джерело: складено за даними [108, с.137]

За використання гарантійної схеми банк як кредитор будівельного підприємства суттєво знижує кредитні ризики [42]. У випадку неповернення кредиту банк спочатку стягує заставлене майно позичальника. Після продажу майна банк, у першу чергу, погашає відсотки за кредитом (не більш ніж за 2 місяці), на залишок – «тіло кредиту». Якщо виручки від реалізованої застави

для цього не вистачає (що відбувається у більшості подібних випадків), тоді банк звертається з претензією до гарантійного фонду. Останній несе зобов'язання за сумою боргу в межах наданої гарантії.

Якщо заставлене майно недобросовісного позичальника не реалізовується банком протягом двох років, гарант виплачує банку повну суму гарантії й при цьому одержує усі права з розпорядження заставленим майном.

Основними кредитними вимогами виступають відповідність позичальника класам А-В кредитного рейтингу (згідно методики НБУ №279 [115]) і наявність фінансової звітності не менше, ніж на 3 місяці. Згідно Постанови №279, клас В відповідає «задовільній фінансовій діяльності, яка потребує більш детального контролю. Надходження коштів і платоспроможність позичальника свідчать про ймовірність несвоєчасного погашення кредитної заборгованості в повній сумі та в строки, передбачені договором, якщо недоліки не будуть усунені». Остання умова є найбільш прийнятною для надання гарантій будівельним підприємствам.

Прибутковість фонду характеризується комісійними на рівні 3-7% від суми наданих гарантій. Однак, на нашу думку, головною проблемою розвитку гарантійного фонду «Євро-капітал» виступає порівняно мізерний обсяг статутного фонду, тому подібна співпраця з будівельними компаніями відбувалася лише в сфері проведення реставраційних робіт.

Інші, успішні приклади інвестиційного кредитування будівництва являють закордонні аналоги – естонський «Кредитно-експортний гарантійний фонд» («Credit and Export Guarantee Fund») та «Румунський кредитно-гарантійний фонд» («Romanian Loan Guarantee Fund»).

Варто зазначити, що обидва зазначені фонди було ініційовано за участю урядів країн, приватних національних та міжнародних фінансових організацій. Зважаючи на розмір статутних фондів та гарантійних схем, фонди мають історії кредитних відносин з підприємствами будівельного сектору. В табл. 3.5 наведено порівняльні характеристики гарантійних фондів.

Порівняльна характеристика гарантійних умов “Credit and Export Guarantee Fund” та “Romanian Loan Guarantee Fund”

Критерії	“Credit and Export Guarantee Fund”	“Romanian Loan Guarantee Fund”
1	2	3
Величина власного капіталу	270,5 млн. естонських крон (близько 18 млн. USD)	62,5 млрд. румунських лей (близько 2 млн. USD)
Сума покриття	- до 70% суми кредиту; - до 40% вартості лізингового майна.	до 70% суми кредиту
Максимальний розмір гарантії на одного позичальника	450 тис. EUR	50 тис. USD
Термін надання гарантії	- за експортними кредитами – не більше 1 року; - за іншими кредитами – до 10 років (що дуже зручно підприємствам будівельного сектору).	до 8 років
Вимоги до позичальника	1. Обсяги бізнесу: менше ніж 250 працівників, річний оборот менше 40 млн. EUR. 2. Як мінімум, часткове самофінансування. 3. Відсутня заборгованість перед бюджетом. 4. Часткове забезпечення кредиту майном.	1. Як мінімум, часткове самофінансування. 2. Часткове забезпечення кредиту майном.
Оплата послуг до надання гарантії	- комісійна плата за договір (0,5% від суми гарантії); - гарантійна премія (1,5-3% від суми гарантії в рік).	- плата за розгляд заяви - 3125 тис. румунських лей (або 100 USD); - плата за укладання контракту (1% від суми гарантії, але не менше ніж 3125 тис. румунських лей); - премія за використання гарантії (3-5% річних від суми гарантії).
Забезпечення гарантії	строкові депозити гарантійного фонду, як правило, в банку-кредиторі	строкові депозити гарантійного фонду в банку-кредиторі
Максимальний розмір гарантійного портфеля	співвідношення гарантійного капіталу фонду до ризику 1:8	співвідношення гарантійного капіталу фонду до ризику 1:5

Джерело: складено за даними [108, с. 140]

Наведена таблиця містить перелік вимог гарантійних фондів до позичальника. З огляду на специфіку будівельної галузі, зазначені вимоги є прийнятними для кредитування незавершеного будівництва. З іншого боку, інформація щодо обсягів капіталу та умов діяльності гарантійних установ свідчать про перспективність розвитку даного виду фінансових послуг.

Таким чином, закордонний досвід успішного функціонування гарантійних фондів, основним завданням яких виступає мінімізація кредиторських ризиків при наданні позик, довів актуальність цієї проблеми в аспекті кредитування підприємств будівельного сектору і, незважаючи на гіркий вітчизняний досвід їх запровадження раніше, обґрунтовується необхідність розвитку таких фінансових установ в Україні.

Запропонована автором кредитна послуга із поступовим зниженням позикової ставки також дозволяє поліпшити залучення позикових ресурсів у житлове будівництво. Модель характеризує поступове зниження кредиторських ризиків по мірі реалізації житлового будівництва. Поступове зниження кредитних ризиків обумовлює адекватне зниження вартості позикового капіталу для позичальника. Окрім того, девелопер-позичальник за подібних умов зацікавлений в достроковій реалізації будівельного проекту. Переваги зазначеної кредитної моделі перед банківським кредитом зі стабільною ставкою підтверджують відповідні розрахунки.

Наступним напрямом розвитку кредитування житлового будівництва виступає розбудова вторинного ринку лізингового обладнання. Переваги залучення спеціалізованих основних засобів у будівництво на умовах лізингу перед банківським кредитом підтверджені відповідними розрахунками й іншим аналізом. Тому заснування галузевої лізингової компанії на базі банківських установ послужило б каталізатором подальшого розвитку кредитування житлового будівництва. Основна інновація такої лізингової компанії полягає в формуванні її товарів через передачу банками основних засобів на умовах продажу, внеску до статутного капіталу або лізингу. При цьому банки-засновники мають розвивати кредитування будівельних підприємств під заставу їх основних засобів. Тоді у разі неповернення кредиту ці основні засоби переходять у власність кредитора, а згодом реалізуються вищезазначеній лізинговій компанії. Все це сприятиме розвитку банківського кредитування будівельних компаній під заставу їх основних засобів (оскільки гарантуватиме кредитору їх ліквідність) та активізує вторинний ринок порівняно дешевого специфічного лізингового обладнання.

Крім вищенаведених, автором запропоновано ще такі умови фінансування будівельних компаній за рахунок позикових ресурсів:

- через розвиток регіональних фондів фінансування будівництва, що доведено аналізом поточного територіального розвитку інститутів спільного інвестування;
- через погашення залучених кредитів за рахунок безпосередньої передачі кредиторів зведених житлових площ;
- через залучення кредитів під заставу самих об'єктів незавершеного будівництва.

Усе це сприятиме поліпшенню залучення будівельними компаніями позикових ресурсів на фінансовому ринку. Закордонний досвід фінансування незавершеного будівництва із залученням довгострокових фінансових ресурсів зазвичай передбачає таку структуру інвестицій:

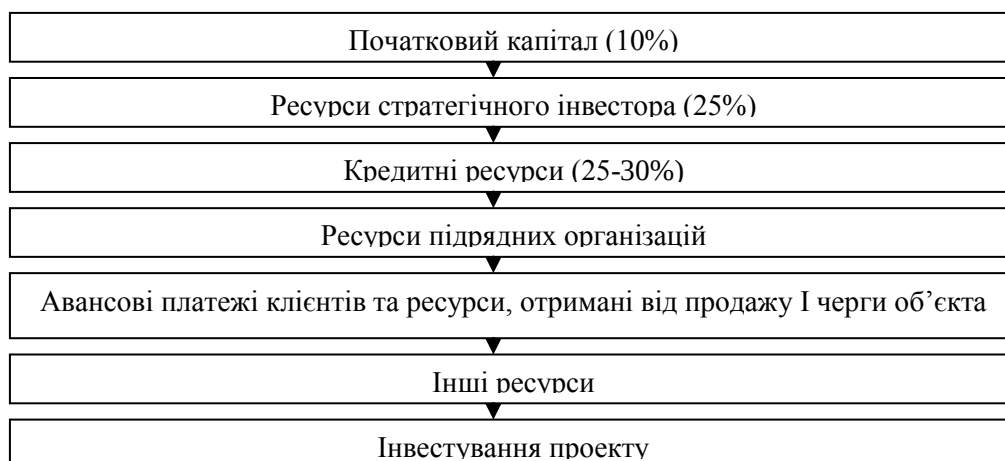


Рис. 3.9. Схема фінансування проекту розвитку об'єкта нерухомості із залученням стратегічного капіталу

Джерело: складено за даними [6, с. 254]

Вітчизняний досвід доводить ефективність такої диверсифікації джерел фінансування житлового будівництва. Як можна бачити зі схеми, для забезпечення помірних фінансових ризиків компанії необхідно залучати з кредитних джерел не більше 30 відсотків активів (оскільки прийнятне значення коефіцієнта покриття більше 70 відсотків [107, с.356]). Отже, капіталоємність і висока ризиковість житлового будівництва потребують диверсифікації його

фінансових джерел, причому близько 30 відсотків їх обсягу має формуватися з авансових платежів покупців через продаж I черги житла, що зводиться.

Перспективні методи залучення капіталу з інших джерел розглядаються в заключній главі дисертаційного дослідження.

3.3. Напрями поліпшення мобілізації капіталу на фондовому ринку в житлове будівництво

Складні реалії української політико-економічної дійсності уповільнюють розвиток вітчизняного фінансового ринку. Водночас на основі закордонного досвіду відбувається розвиток ринкових механізмів із залучення додаткового капіталу в діяльність господарюючих суб'єктів, у т.ч. житлове будівництво. Зазвичай закордоном використовуються такі типові схеми фінансування будівництва через залучення капіталу на фондовому ринку [6, с.244]:

1. Реалізація проекту житлового будівництва із залученням стратегічного інвестора (див. рис. 3.9).
2. Створення фінансового пулу, реалізація й фінансування проекту через венчурний фонд, що створюється інвесторами (див. рис. 3.10).
3. Поєднання зазначених схем.

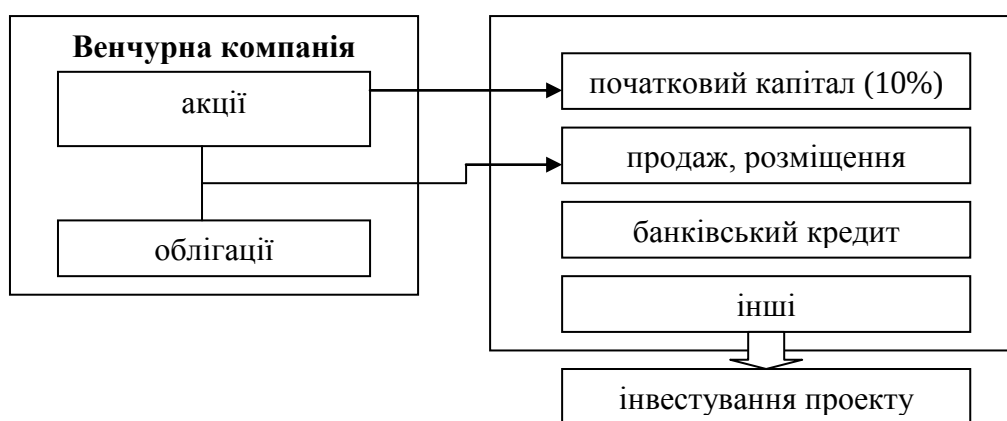


Рис. 3.10. Схема фінансування проекту житлового будівництва через венчурний фонд

Джерело: складено за даними [6, с.244]

Зазначені схеми згідно Закону України «Про інвестиційну діяльність» [118] також застосовуються у фінансуванні вітчизняного житлового будівництва. В основному це відбувається через залучення інвесторів – фізичних та юридичних осіб, випуск і розміщення цільових іпотечних облігацій та створення фондів фінансування будівництва. Більшість цих шляхів залучення капіталу відбувається через застосування фондових інструментів.

Останнім часом в Україні набуває поширення фінансування будівництва за посередництвом венчурних інститутів спільного інвестування (ІСІ). Зазначені інвестиційні фонди через спекулятивне або стратегічне інвестування в цінні папери будівельних компаній забезпечують залучення на фондовому ринку додаткового капіталу в житлове будівництво (див. рис. 3.6). Так, із середини 2005 року в Україні почали з'являтися нові для вітчизняного фінансового ринку учасники – пайові інвестиційні фонди нерухомості (ПІФН). Найбільш відомими з них були «Парекс фонд Української нерухомості», «Преміум-фонд нерухомості», «Синергія Real Estate» [90, с. 37] та «Перший інвестиційний фонд нерухомості». До початку 2008 р. чисельність цих фондів наблизилася до 100. На нашу думку, ці учасники фондового ринку можуть забезпечити залучення дешевих фінансових ресурсів у будівництво наступним чином [44, с.41].

Згідно Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» [123] оподатковуваний прибуток учасників зазначених ІСІ виникає лише при продажу належних ним акцій (паїв) або завершення діяльності фонду. У такому разі нами пропонується схема із залучення будівельними компаніями капіталу через продаж ними на фондовому ринку частки власних акцій інститутам спільного інвестування - пайовим інвестиційним фондам нерухомості, ПІФН, або ФФБ - на опціонних умовах (типу PUT) щодо реверсного викупу по закінченні певного терміну за обумовленою максимум на чверть (25% зєкономленого податку на прибуток) нижчою ставкою дивідендів.

Таким чином, враховуючи зазначені особливості оподаткування прибутку акціонерів ІСІ, з'являється можливість домовленості сторін про низьку

дивідендну ставку, що обумовить економію витрат на залучення зовнішніх капіталів. Зазначена схема є схожою до банківського кредитування підприємств під заставу цінних паперів позичальника, проте, позбавляє його зайвих витрат часу на проходження усіх кредитних процедур (скорочує термін мобілізації додаткового капіталу), позбавляє необхідності регулярного вивільнення коштів для погашення кредитних зобов'язань, а також дозволяє зекономити на вартості залучених ресурсів. Порівняно до іншого шляху залучення капіталу – розміщення облігацій – пропонується автором схема позбавляє підприємство зайвих витрат часу й необхідності здійснення видатків на емісію облігацій та винагороди андеррайтерам з їх розміщення на фінансовому ринку. Проте, здійснювати емісію цінних паперів спеціально з метою реалізації даних операцій вважається недоцільним, оскільки у такому разі буде необхідно сплатити податок на прибуток з емісії акцій та сформувати резервний фонд (що призведе до іммобілізації оборотних активів). В додаток до цього варто зазначити можливість заснування пайових інвестиційних фондів нерухомості (ПІФНів) будь-якими суб'єктами фінансового ринку, як то страхова компанія, або недержавний пенсійний фонд, або інша компанія з управління активами. Отже, коло потенційних будівельних інвесторів є доволі широким.

При вищезазначених умовах інвестування може досягатися реалізація декількох будівельних проектів (припустимо, перший акціонери будують власним коштом, а інший – на вищезазначених умовах залучення зовнішніх активів) та збільшується доходність будівельної компанії, оскільки акції повертаються до первісних власників після продажу цільового об'єкта, а також у них залишається частка доходів від його реалізації та зекономлена відсоткова маржа.

Інноваційні схеми фінансування незавершеного будівництва мають місце у співпраці ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» та АКБ «Аркада» [74, с.13]. Одна з них передбачає накопичення квадратних метрів інвестором протягом декількох років без закріплення за ним конкретної квартири і конкретного будинку. Тобто вона передбачає залежний лише від

інвестора режим інвестування в майбутню квартиру. Коли інвестор придбав достатньо квадратних метрів, він обирає відповідну за площею квартиру в новобудові за вибраною адресою. Режим виплат за цією схемою також довірливий (раз на тиждень, на місяць, рік тощо).

Якщо в період накопичення квадратних метрів в інвестора змінилися фінансові цілі, він має право вільно реалізувати власні квадратні метри банкові за поточною вартістю 1 кв. м. житлової нерухомості, котирування якої регулярно оновлює банк-покупець (в цьому випадку – АКБ «Аркада»). Зазначена форма інвестиційного контракту прийшла на зміну схемі житлового будівництва за рахунок емісії цільових житлових облігацій.

Зі свого боку зазначимо, що за цією схемою банк ніяк не фінансує незавершене будівництво. Усі його функції зводяться до обліку накопичених інвестицій (квадратних метрів) на рахунку інвестора, оновлення даних щодо вартості об'єкта інвестування та брокерської функції з підтримки його ліквідності (оперативної купівлі/продажу). Оскільки банк не виступає інвестором та не несе безпосередньої відповідальності за своєчасне будівництво, а об'єкт інвестування є високоліквідним активом, тоді ризики АКБ «Аркада» є мізерними. Водночас система інвестиційних контрактів дозволила АКБ «Аркада» підвищити ліквідність активів [74, с.14].

За умови поступового зростання вартості нерухомості метою інвестора може бути не накопичення коштів для отримання квартири, а примноження власних заощаджень, тобто зазначена схема сприяє також залученню спекулятивного капіталу.

Наостанок варто зауважити, що наведена схема фінансування може заводитися лише за умов тісної співпраці банку й будівельної компанії, причому необхідною вимогою виступає наявність стабільних кредитних рейтингів обох суб'єктів господарювання (банку - за системою CAMELS і згідно Постанови НБУ №279 [115]).

З усього різноманіття шляхів залучення капіталу необхідно розглянути поширені закордоном корпоративні злиття та поглинання (Merger &

Acquisition). Під злиттям розуміється будь-яке об'єднання компаній, у результаті якого формується єдина господарська одиниця із двох або більше у минулому функціонуючих структур [19, с.403; 142, с.495]. Злиття може відбуватись шляхом поглинання однією компанією іншої.

Передумовою для злиття та поглинань в Україні виступив прихід на ринок нерухомості іноземних девелоперів та інвесторів. Це вимусило вітчизняні загальнобудівельні організації розпочати реструктуризацію власного бізнесу з метою злиття із потужними закордонними структурами. Стратегія вітчизняних компаній обумовлена зростанням конкуренції на ринку нерухомості, тому стратегії підвищення прибутку поступаються орієнтації з нарощування вартості.

В закордонній практиці виділяються наступні шляхи залучення капіталу через корпоративне злиття [142, с.21]:

- злиття компаній, що функціонально прив'язані по лінії виробництва або збуту продукції (product extension merger);
- злиття, в результаті якого виникає нова юридична особа (statutory merger);
- повне (full acquisition) або часткове поглинання (partial acquisition);
- пряме злиття (outright merger);
- злиття компаній, що супроводжується обміном акцій між учасниками (stock-swap merger);
- поглинання компанії з приєднанням активів за повною вартістю (purchase acquisition).
- поглинання із використанням позикових ресурсів (leveraged buyout).

Методи злиття та поглинань зазначені на рис. 3.11.

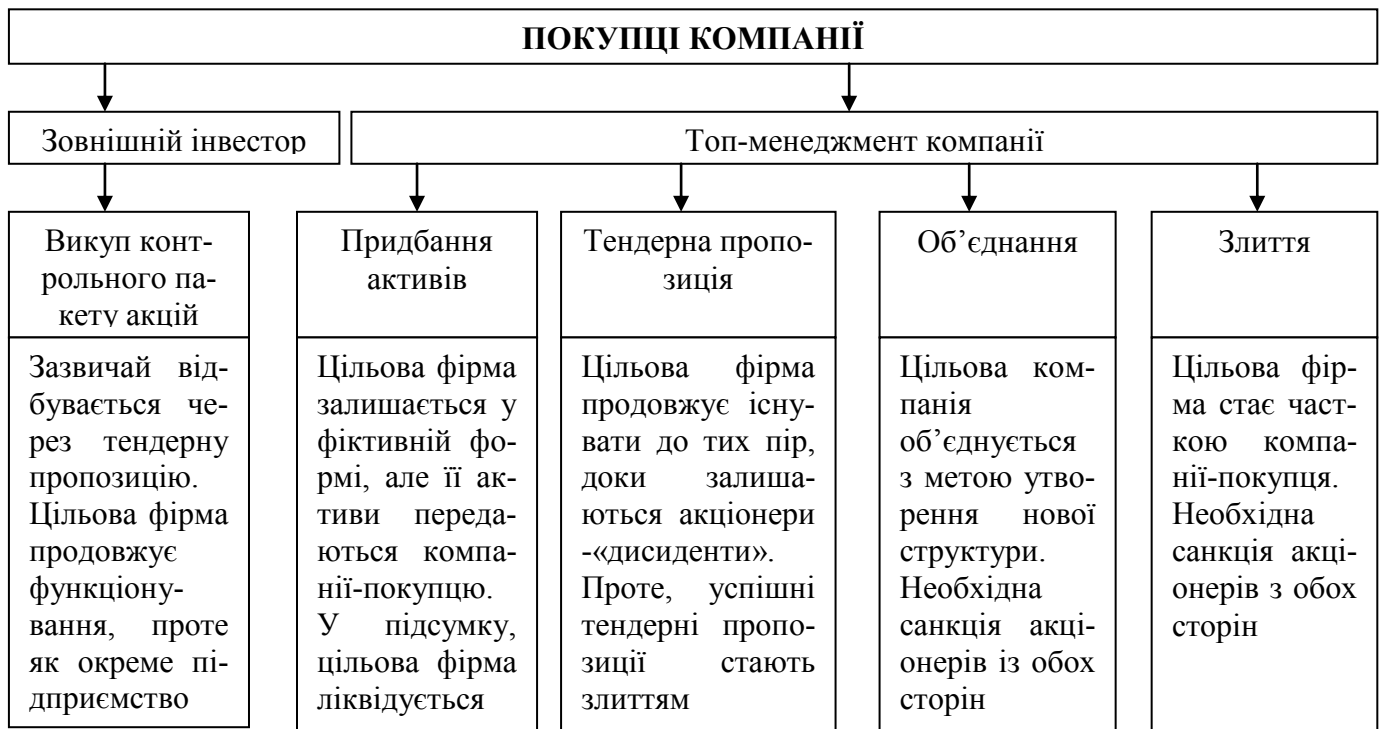


Рис. 3.11. Методи корпоративного злиття і поглинання

Джерело: складено за даними [142, с. 21]

Використання будь-якого з наведених в рис. 3.11 методів злиття визначається стратегією компанії та ресурсами в її розпорядженні. Цільова компанія часто має такі ресурси, як перспективні земельні ділянки або об'єкти нерухомості в обласних центрах. Ці ресурси найбільш цікаві закордонним девелоперам, оскільки нерезидентам в умовах земельного мораторію неможливо піти на значні інвестиційні ризики, долаючи численні бюрократичні перепони.

Як свідчать фінансові експерти, Україна сьогодні є однією з найперспективніших країн на усьому пострадянському просторі для експансії іноземного інвестиційного капіталу. При цьому іноземні девелопери, що входять на український ринок, вже на етапі проектування будівництва піддаються високим ризикам внаслідок непевності й непрогнозованості майбутнього, бюрократії, корупції, складності введення об'єкта в експлуатацію, а іноді – й неможливості знайти надійного партнера серед місцевих учасників. Найбільш безпечним виявляється саме придбання контрольного пакету акцій загальнобудівельної організації і подальша спільна реалізація проектів. Тому потужні інвестори націлені на консолідацію активів із компаніями-резидентами.

З 2006 р. подібні наміри проголошували польський девелопер “Apsys”, група латвійських девелоперів “MG Baltic”, “EIKA” й “Progresyvios Investicijos”, а також турецька компанія “ENKA” [45, с.11; 49, с.179; 142, с. 21]. Вже у 2007 р. на ринку працювали такі крупні девелопери, як “Alacor”, “Build&Live Development”, “Castle Development”, група компаній “FIM”, “HCM Group”, “King Cross Group”, “Renaissance Development”, “Seven Hills” (дочірня структура міжнародного гіганта “Scorpio BSG”), “GDF Real Estate”, австрійська компанія “CEE Immobilien Development”, “VOK Development”, “NAI Packard”, “Pafilia Property Developers”, “Globe Trade Centre SA” (Польща), “Интеко” (Росія), тощо [82, с.38]. У 2009 р. мало відбутися придбання 80% акцій потужного столичного забудовника ВАТ «Трест “Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього” російською корпорацією “MIRAX” [94, с.8], проте, угода зірвалася з причини складного фінансового стану останньої. Тому надалі подібні процеси, ймовірно, набиратимуть ще більших оборотів.

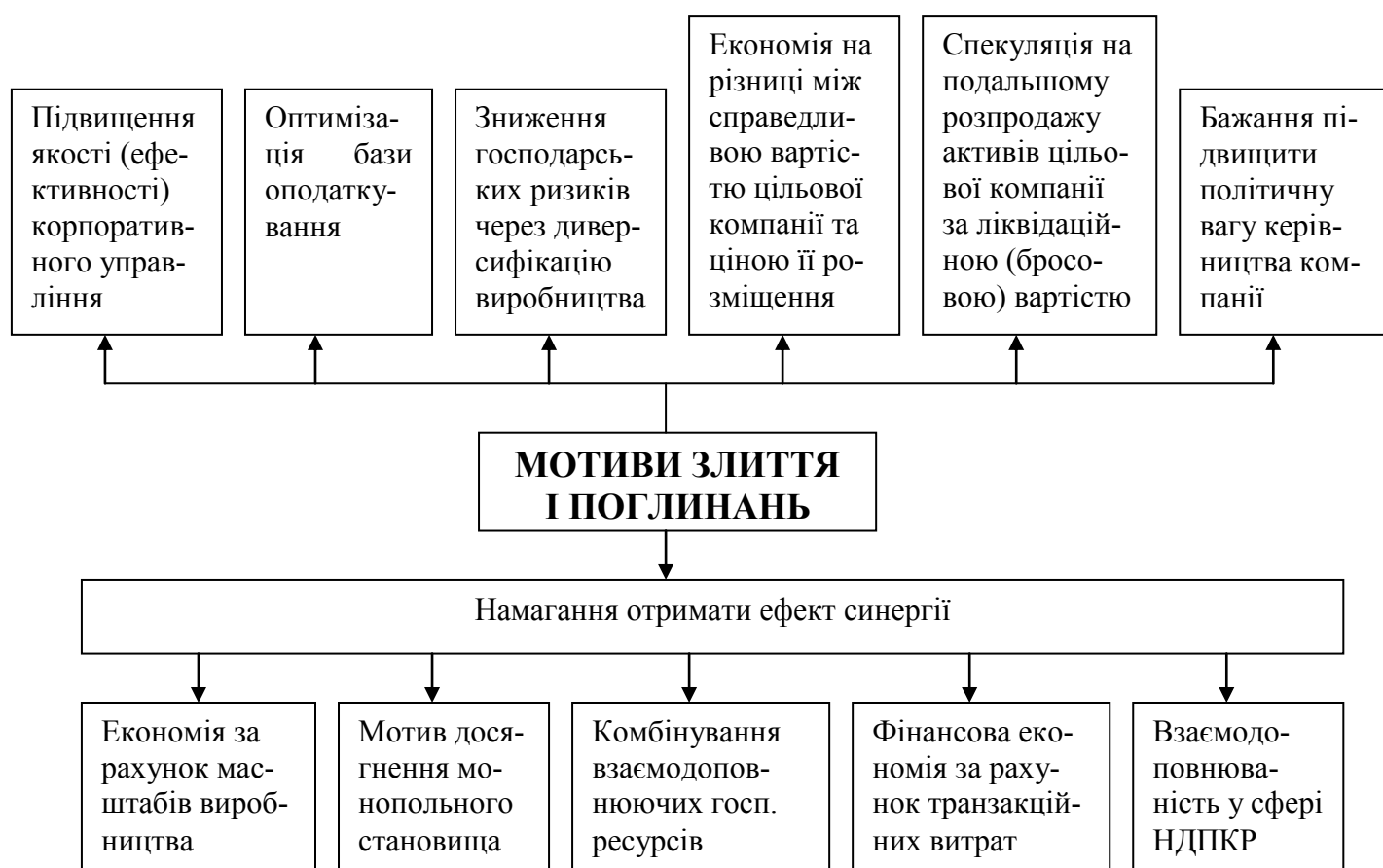


Рис. 3.12. Основні мотиви корпоративного злиття і поглинань

Джерело: складено за даними [19, с.404-406; 142, с.22]

На рис. 3.12 наведено основні мотиви залучення капіталу через корпоративні злиття і поглинання. Проаналізуємо перелічені цілі й переваги:

1. Ринковий досвід свідчить, що основним мотивом консолідації активів будівельних компаній виступає досягнення ефекту синергії, тобто взаємодоповнюючого функціонування активів підприємств, результат якого ефективніший за варіант самостійної діяльності цих підприємств. Ефект синергії може виникнути завдяки 1) операційній економії, що виникає внаслідок зростаючої віддачі від масштабів управління, маркетингу, виробництва або розподілу; 2) фінансовій економії, що реалізується при нижчих трансакційних витратах і кращій підготовці угод; 3) диференційованій ефективності, тобто за умови порівняного підвищення ефективності використання активів компаній після злиття; 4) зростанню ринкової позиції через зниження конкуренції [19, с.404]. Зокрема, злиття з іноземними девелоперами розширює доступ українських компаній до будівельних матеріалів закордонного виробництва. Оскільки більшість вітчизняних компаній використовує саме закордонні матеріали, тоді можна говорити про суттєве здешевшання виробничих витрат консолідованої структури.
2. При злитті вітчизняної компанії з закордонним девелопером вагомим мотивом виступає підвищення рівня корпоративного управління. Це також може в перспективі відкрити доступ компанії до ринку IPO, що мультиплікативно збільшить її оборотний капітал.
3. Податкові мотиви стимулюють високоприбуткові компанії поглинати господарюючих суб'єктів, що мають податкові пільги (напр., придбання компанії зі збитками, що часто має місце у вітчизняній практиці). Тоді подібні пільги знижують податкове навантаження новоутвореної структури [19, с.404].
4. Суттєве зниження господарських ризиків досягається через диверсифікацію виробництва й розширення продуктової лінійки (наприклад, реалізація проектно-монтажних робіт об'єктів промислової, комерційної й житлової нерухомості) [19, с.405; 142, с.22].

5. Економія на різниці між ринковою вартістю компанії та ціною її розміщення передбачає те, що іноді інвестору простіше придбати діючу компанію, аніж організувати нову. Це доводять численні поглинання вітчизняних середніх і крупних банків закордонними інвесторами (на нашу думку, подібний приклад у сфері фінансових послуг цілком співставний із реальним сектором економіки, як зокрема, будівництвом). Зазначена економія є виправданою, коли оціночна вартість цільового майнового комплексу суттєво менша за сукупні витрати із заміни цих, в першу чергу, основних засобів [45, с.12].
6. Іноді компанія розглядається як кандидат на можливе придбання через те, що вартість заміни її активів значно вище за їх ринкову оцінку (це притаманне переважній більшості недооцінених вітчизняних емітентів) [19, с.405]. У цьому випадку покупець в подальшому може реалізувати майно поглиненої компанії та отримати спекулятивний прибуток. Неефективні виробництва компанії можуть бути закриті; подібні господарські підрозділи можуть об'єднатися, а система збуту буде інтегрованою.

Додатковою метою можна було б також виділити орієнтацію на перспективне підвищення ринкової вартості цінних паперів консолідованої структури порівняно з котируваннями паперів підприємств до злиття. Проте, світовий досвід 1962-1992 рр. свідчить, що поглинання не створюють додаткову вартість поглинаючої фірми [164, с. 292-309]. Навпаки, «не пов'язані» злиття й поглинання часто демонструють кращі фінансові результати, на відміну від «пов'язаних».

Як можна судити з вищенаведеного переліку, мотиви 1, 2 і 5 є визначальними для будівельних компаній щодо консолідації власних активів з іншими суб'єктами. Проте, інші зазначені цілі лише підсилюють наміри компаній до M&A.

Корпоративні злиття бувають 4 типів [19, с.408]:

- 1) горизонтальні злиття (horizontal merger) – найбільш поширені у будівництві, коли одна компанія об'єднується з іншою, зайнятою тією ж діяльністю, напр., холдинг «Альянс» - об'єднання будівельних ком-

паній «Альянс-Висотбуд», «Альянс-Житлобуд» і «Альянс-Елітбуд» [2];

- 2) вертикальні злиття (vertical merger) характеризують придбання компанією-виробником фірми-постачальника матеріалів для власного виробництва або обслуговуючих компаній (напр., агенції нерухомості, юридичні або консалтингові компанії). Зазначені злиття у вітчизняному будівництві характеризують фінансові групи, як напр., корпорація «Альянс», що включає агенцію нерухомості «Альянс-Нерухомість», фінансового брокера «Альянс-Трейд», депозитарій «Альянс-Гарант», кредитну спілку «Альянс-Інвест», охоронну агенцію «Альянс-Сек'юріті», юридичну фірму «Альянс-Юридична спілка» [2];
- 3) родові злиття (congeneric merger) охоплюють пов'язані структури, які не є виробниками однакової продукції. Зазначені злиття мають на меті диверсифікацію господарських ризиків і не становлять інтересу даного дисертаційного дослідження;
- 4) конгломератні злиття (conglomerate merger) відбуваються тоді, коли об'єднуються не пов'язані компанії. Мета цього типу корпоративного злиття і дисертаційний інтерес аналогічні до попереднього.

Наведені на рис. 3.11 мотиви М&А в будівельному секторі можуть бути реалізовані за наступними методами [19, с.410; 142, с. 23;]:

- 1) компанія купує активи цільової компанії з оплатою в грошовій формі. Таке придбання може відбуватися також за рахунок позикових ресурсів (Leveraged Buyout, LBO) [19, с.403];
- 2) компанія-покупець погашає вартість активів цільової компанії власними акціями (облігаціями);
- 3) компанія купує контрольний (або блокуючий) пакет акцій цільової компанії. Компанія-покупець стає холдингом цільової компанії, яка, в свою чергу, продовжує функціонувати як самостійний господарюючий суб'єкт;
- 4) злиття обох компаній через взаємний обмін власними акціями (найчастіша практика – трест);

- 5) злиття обох компаній в нову структуру. При цьому акціонери обох компаній обмінюють власні акції на цінні папери спільної структури в узгоджених майнових пропорціях.

З-поміж усіх вищеперелічених методів підвищений науковий інтерес становить корпоративне злиття/поглинання через LBO. Зокрема, наприкінці 2008 р., в умовах наростаючої економічної кризи вітчизняне будівництво відчувало суттєву нестачу в фінансових ресурсах. При цьому склалися всі зручні передумови до залучення малими та середніми будівельними компаніями (що найбільше припадають до категорії ризику) додаткового фінансування через корпоративне злиття/поглинання (M&A) із іншими, більш стійкими, компаніями. Особливо актуальною ця проблема стає у випадку, коли на балансі таких кризових компаній знаходяться будівельні об'єкти, що знаходяться в стадії завершення, адже залучене через M&A фінансування дозволить реалізувати ці об'єкти й суттєво поліпшити фінансовий стан забудовника.

Нажаль, у вітчизняних наукових джерелах, як і на практиці, незалежно від виду економічної діяльності, проблема корпоративного M&A із використанням позикових ресурсів не затронута. Тому наше подальше дослідження базується на роботах таких закордонних вчених, як Дж.Хельяр та Б.Буро (США) [161], Дж.Бейкер та Дж.Сміт (Велика Британія) [159], Рос (США) [172] та Д.Ольсен, С.Гальяно, Ф.Вайнрайт й К.Блейдон (Дартмутська бізнес-школа, США) [168]. В усіх джерелах акцентуються численні переваги поглинання в борг (Leveraged Buyout, LBO), проте, зазначається підвищена ризикованість таких M&A.

LBO по суті характеризує поглинання компанією іншого учасника ринку або його корпоративного підрозділу за допомогою використання частки боргових ресурсів. При цьому забезпеченням боргових (у першу чергу, кредитних) ресурсів виступає майно компанії, що купується [51; 161, с.140-141; 168, с.1].

З точки зору фінансового менеджменту, LBO може мати наступні переваги:

- 1) переваги в оподаткуванні, пов'язані з борговим фінансуванням (витрати на сплату відсотків по кредиту зменшують базу оподаткування підприємства);
- 2) можливість засновникам поглиненої компанії (корпоративного підрозділу) після LBO отримати переваги у ліквідності без уступки ринкового сегменту конкурентам;
- 3) зручна можливість для фінансових менеджерів стати власниками значної частки майна компанії (хоча б і через використання позикових ресурсів);
- 4) можливість позитивного впливу ефекту фінансового важеля (effect of financial leverage) внаслідок раціонального упорядкування структури капіталу через LBO;
- 5) інші переваги M&A, як-то: досягнення ефекту синергії (а саме: економія за рахунок масштабів виробництва, досягнення монопольного становища на ринку, комбінування взаємодоповнюючих ресурсів, фінансова економія за рахунок транзакційних витрат, взаємодоповнюваність у сфері НДДКР), підвищення ефективності корпоративного управління, оптимізація оподаткування (мається на увазі поглинання високоприбутковими компаніями господарюючих суб'єктів, що мають податкові пільги), зниження господарських ризиків через диверсифікацію виробництва, економія на різниці між справедливою вартістю цільової компанії та ціною її розміщення тощо [19, с. 12].

Зазвичай інвестиційною стратегією поглинаючої структури виступають: 1) подальший продаж придбаної через LBO компанії іншій структурі, 2) виведення її на публічне розміщення або 3) подальша рекапіталізація (реінвестування) прибутку придбаної компанії у власне виробництво (крім того, може розглядатися варіант включення майна придбаної через LBO компанії до балансу компанії-покупця. При цьому подальша господарська діяльність придбаної структури буде забезпечуватись додатково залученими позиковими ресурсами. На нашу думку, цей варіант є високоризиковим для поглиненої структури, оскільки може негативно вплинути на її показники фінансово-

го стану, як-то: рентабельності, платоспроможності, коефіцієнт автономії, показник ймовірності банкрутства, як результат, знизити кредитний рейтинг компанії).

Спеціальні критерії інвестора для ефективного проведення LBO зведено в табл. 3.6:

Таблиця 3.6

Спеціальні критерії інвестора для проведення LBO

№	Інвестиційні критерії
1	Стабільні та прогнозовані грошові потоки
2	Прозора фінансова звітність
3	Домінуюча частка власних джерел формування ресурсів підприємства з невеликою питомою вагою заборгованості
4	Стійка позиція компанії на ринку, наявність достатнього запасу фінансової міцності
5	Обмежена потреба компанії в робочому капіталі (власних оборотних коштах)
6	мінімальні перспективні потреби компанії в капіталі
7	питання щодо формування виробничої бази (необоротних активів) за допомогою позикових ресурсів є другорядним
8	Активи компанії можуть бути розділені
9	Ефективна управлінська команда
10	Життєздатна кінцева інвестиційна стратегія
11	Можливість досягнення ефекту синергії
12	Потенціал до зниження виробничих витрат (і, як наслідок, собівартості продукції)

Джерело: складено за [168, с. 4]

Зазвичай в процесі LBO для забезпечення достатності капіталу може комбінуватися декілька джерел позикових ресурсів. Структуру капіталу звичайного LBO узагальнено в табл. 3.7:

Таблиця 3.7

Типова структура капіталу підчас реалізації LBO

Питома вага	Відсоток від суми угоди	Вартість капіталу (у США)	Параметри кредиту	Переважні кредитори
Основний борг	50-60%	7-10%	5-7-річний строк, - обсяг у розмірі 2-3 x EBITDA, - подвійний розмір ставки відсотка	- комерційні банки, - страхові компанії
Додаткове фінансування	20-30%	10-20%	7-10-річний термін, - обсяг у розмірі 1-2 x EBITDA	- фондовий ринок, - страхові компанії, - LBO/ інвестиційні (у т.ч. гарантійні) фонди

Майнові цінні папери	20-30%	25-40% (у 2000 р. в США вартість позикових ресурсів для придбання акцій для LBO становила 38%, а пізніше зросла до 40% [168, с.2])	■ строк інвестиційної стратегії 4-6 років	■ топ-менеджмент компанії, ■ LBO фонди, ■ джерела субординованого боргу, ■ інвестиційні банки.
----------------------	--------	--	---	---

Джерело: складено за [168, с. 5]

Вимірювання вартості новоствореної структури після поглинання за допомогою LBO-ресурсів може відбуватися двома методами:

- 1) порівняння із ринком характеризує вимірювання показників валового доходу, чистого прибутку та чистого доходу (EBITDA) із аналогічними показниками однорідних публічних або приватних підприємств. Зазвичай для приватних компаній у разі недостатньої ліквідності їх акцій (приналежність до 2 і більше ешелону емітентів фондового ринку) застосовується знижка в діапазоні 10-40 відсотків;
- 2) аналіз дисконтованого грошового потоку (discounted cash flow, DCF). Таке визначення виходить з твердження, що вартість компанії ґрунтується на її майбутніх грошових потоках. Відповідна ставка дисконту використовується для обчислення чистої поточної вартості, NPV, прогнозованих грошових потоків (оскільки валовий прибуток зменшується на суму податку, тоді удосконалений DCF-аналіз урахуватиме ставку податку на прибуток та вартість грошових потоків. Сума цих двох ставок складає підсумкову ціну підприємства. Ця методологія іменується регульованою поточною вартістю - Adjusted Present Value, APV - і відображає точну вартість, сформовану борговим капіталом [172, с. 455-459]).

Представимо спрощений випадок, ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» придбало на поч. 2008 р. під власне використання будівлі загальною площею 3500 кв.м. і балансовою вартістю \$3,5 млн. (собівартість 1 кв.м. нерухомості - \$1000), причому власним коштом витратило 10%, або \$350 тис. Залишкові \$3,15 млн. профінансовано розміщенням трирічних облігацій вартістю 16% річних. Щорічна економія на орендних платежах становить \$1200 тис. (за умови щомісячної вартості оренди \$40/ кв.м., або 2500

кв.м.*\$40*12 міс. = \$1200 тис.), річні витрати з експлуатації будівлі – \$50 тис. та податок на нерухомість – \$375 тис. (за умови ставки податку 5%, тобто \$7,5 млн.*0,05 = \$375 тис.). З метою спрощення в цьому прикладі вартість орендованої нерухомості залишається фіксованою.

Зведемо в табл. 3.8 трирічні грошові потоки:

Таблиця 3.8

Трирічні грошові потоки підприємства

Показник	2008	2009	2010
Економія на оренді, або отримання додаткового прибутку через здачу придбаних площ в оренду іншим господарюючим суб'єктам.	\$1680 тис.	\$1680 тис.	\$1680 тис.
Експлуатаційні витрати	\$150 тис.	\$150 тис.	\$150 тис.
Податок на нерухомість	\$175 тис.	\$175 тис.	\$175 тис.
Сплата відсотків	\$504 тис.	\$504 тис.	\$504 тис.
Free Cash Flow (вільний грошовий потік), що використовується для погашення боргу	\$851 тис.	\$851 тис.	\$851 тис.

Джерело: таблицю складено автором

Ураховуючи те, що щорічно зекономлені \$851 тис. будуть спрямовані на погашення основної суми боргу лише по закінченні 3-го року, підприємство до того терміну може накопичувати їх на корпоративному банківському депозиті під ставку 16% річних. Таким чином, в кінці 2010 р. сума депозиту постнумерандо становитиме (у розрахунках використовується третій фінансовий мультиплікатор, FM₃) [10, с.270]:

$$\text{Deposit}_{\text{post}} = S * \frac{(1+r)^n - 1}{r} = \$851000 * \frac{(1+0,16)^3 - 1}{0,16} = \$2\,983\,265.$$

Таким чином, по закінченні строку розміщення облігацій різниця між загальними сумами необхідних для погашення «тіла боргу» по облігаціях і зекономлених коштів становитиме:

$$\text{Сума, необхідна додатково до погашення,} = \$3,15 \text{ млн.} - \$2,983 \text{ млн.} = \$167 \text{ тис.}$$

У випадку незатребуваності частини приміщень для виробничих потреб підприємство може отримувати прибуток через реалізацію їх в оренду іншим суб'єктам господарювання. При необхідності здійснення додаткових платежів, пов'язаних з утриманням й обслуговуванням будівель, або інших додаткових витрат, ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П. Загороднього» може вдатися до подовження строку розміщення облігацій на 2 роки через їх

конвертацію на п'ятирічні або іншими методами за узгодженням із кредиторами. Таким чином, LBO виступає ефективним інструментом залучення додаткового капіталу у виробництво, проте, нажаль, у вітчизняному реальному секторі економіки на даний час залишається незатребуваним. Водночас, в розвинених економіках, а також у Російській Федерації LBO отримало широкого застосування [165].

Закордонний досвід доводить ефективність реалізації LBO як методу залучення додаткового капіталу. При цьому успішність таких угод в основному залежить від позитивного впливу ефекту фінансового важеля. У разі зміни виробничої політики підприємства, або загальної ринкової ситуації придбане через LBO майно може бути реалізовано іншому стратегічному інвестору.

Консолідація активів будівельних компаній-резидентів через M&A (або їх об'єднання в трест) регулюється національним антимонопольним законодавством. У разі злиття із закордонним девелопером відповідна угода має знаходитись у міжнародному правовому полі.

Сценарій залучення капіталу інвесторів через M&A має бути ретельно вивірений топ-менеджментом компанії. Для цього має бути розроблений докладний бізнес-план й опрацьовані найімовірніші шляхи подальшого розвитку компанії. Необхідність цього обумовлена загальною негативною статистикою M&A в світі. Так, за аналітичними даними, 61% усіх M&A не окупає здійснених капіталовкладень [167]. Це підтверджує схоже дослідження PriceWaterhouseCoopers, згідно якого 57% з досліджуваних 300 консолідованих компаній протягом 1987-1997 рр. показували відставання за економічними показниками порівняно зі своїми конкурентами [169]. Як наслідок, вони вимушені були реструктуризовувати власний бізнес шляхом дрібнення на самостійні корпоративні одиниці [142, с. 23]. Крім того, 53% найбільших M&A призводили до зниження ринкової капіталізації компанії, у 30% - на неї не впливали, та найменша частка - 17% - її збільшували. Останній показник підтвердили й інші експертні дослідження 50-ти інтеграційних процесів протягом 1982-1997 рр., за якими менше 20% консолідованих компаній досягає встановлених фінансових або стратегічних цілей.

Спільна думка фінансових аналітиків полягає в тому, що об'єднання компаній потенційно приносить певну користь, проте, дуже часто структурно-адміністративні проблеми, пов'язані з цим інтеграційним процесом, нівелюють весь позитивний результат [45, с.13; 166, с. 221].

Як засвідчило дослідження з розд. 2.2, сьогодні в переважній більшості вітчизняних будівельних компаній господарський контроль зосереджений в руках обмеженої кількості акціонерів. Як наслідок, закритість цих компаній для публічного фондового ринку. Цілковитий контроль над підприємством і відсутність справедливої, визначеної ринком, ціни компанії дасть змогу крупним акціонерам в майбутньому самотійно диктувати умови продажу зарубіжним інвесторам. При подальшому поглибленні конкурентного середовища, за тотально незадовільної платоспроможності й поганої ліквідності активів більшість компаній зацікавлена в повному поглинанні потужними інвесторами.

Також на вітчизняному ринку поширений метод тимчасової консолідації через залучення стороннього девелопера до участі в капіталі певного будівельного проекту з метою його доведення. Девелоперські компанії зазвичай або фінансують проект самі, або приймають у ньому пайову участь. Оскільки результативність незавершеного будівництва залежить від девелопера, тому безпосередня зацікавленість стимулює його найбільш оптимально розвивати проект.

Таким чином, злиття й поглинання – це природний метод залучення капіталу, позитивний для будівельних компаній, націлених на подальший розвиток.

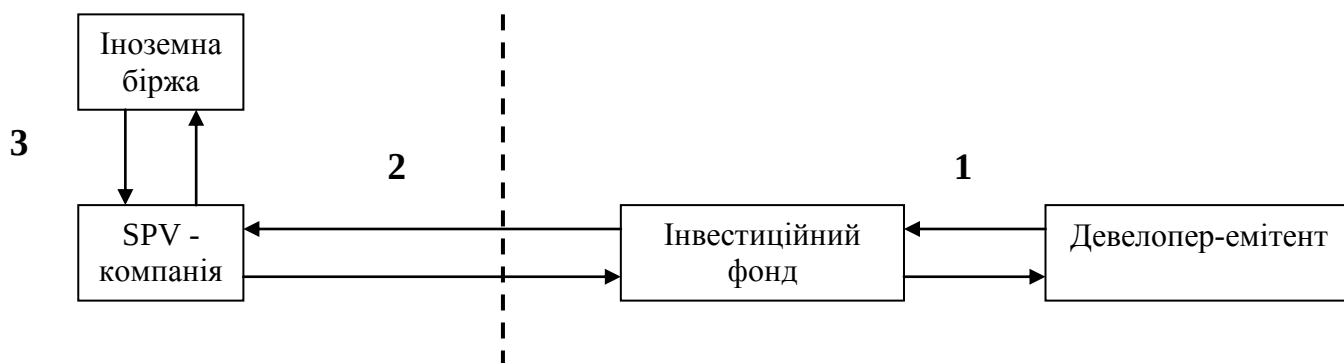
Найперспективнішим з усіх методів залучення капіталу для вітчизняного будівництва залишається первинне розміщення капіталу (IPO), оскільки, виходячи з вітчизняного досвіду, за результатами такого розміщення генерується найбільша вартість компанії. Сьогодні на ринку склалися усі передумови для потенційної успішності такого розміщення як на зовнішньому, так і внутрішньому фінансовому ринку (див. розд. 2.2). Головним чином це довели вітчизняні девелопери, що мультиплікативно збільшили власну капіталізацію через IPO – столичні забудовники ВАТ «XXI століття» і ВАТ «ТММ». Це та-

кож обумовило значне зростання котирувань акцій цих компаній на ПФТС у 2006-2007 роках, до початку фінансової кризи.

Проте, не лише кінцевий вихід на IPO може збільшити капіталізацію емітента. Зокрема, у кінці 2006 р. в Україні розпочав роботу Пре-IPO фонд ємністю \$132,4 млн. інвестиційної групи «Ренесанс Капітал», націлений на участь в проектах вітчизняних девелоперів.

Фонд здійснює інвестиції у формі акціонерного або боргового капіталу на правах міноритарних акціонерів компанії-девелопера [142, с. 10]. Необхідною умовою такої співпраці виступала перспективна (1-3-річна) стратегія девелоперів щодо виходу на закордонне IPO. Крім того, в будівельного підприємства мають бути консолідована юридична структура й управлінська звітність.

Подібна інвестиційна співпраця мала створити позитивну фінансову історію для потенційного кандидата на IPO перед іноземними інвесторами, фінансово підсилити компанію, а також максимально точно визначити вартість бізнесу власників компанії.



- 1 – фонд інвестує кошти в будівельну компанію;
- 2- SPV-компанія засновує інвестиційний фонд в Україні або викупав інвестиційні сертифікати (акції) вже створеного фонду (агента з розміщення паперів девелопера-емітента);
- 3 – SPV-компанія реалізує цінні папери на біржі.

Рис. 3.13. Схема організації первинного розміщення акцій

Джерело: складено за даними [135, с. 114]

Для вітчизняного девелопера з точки зору оподаткування найбільш зручним шляхом IPO на іноземних біржах виступає створення холдингу (це так звані SPV – компанії, special purpose vehicle – компанія спеціального при-

значення) в офшорній зоні¹. Зокрема, крупний девелопер ЗАТ «XXI сторіччя» заснував SPV-компанію “XXI Century Investments Public Limited” (о.Кіпр), девелопер «ТММ» - також однойменну SPV-компанію в офшорній зоні. Водночас до організації залучаються вітчизняні фінансові установи – комерційний банк або інвестиційний фонд. Загальна схема організації IPO відображена на рис. 3.13.

Утворення SPV-компанії обумовлене податковими пільгами, притаманними офшорним зонам, що є основною умовою поліпшення залучення інвестиційного капіталу. Вітчизняний інвестиційний фонд (або банківська установа), що виступає агентом девелопера з IPO, реалізує SPV-компанії цінні папери емітента, дохід від цієї операції через офшор надходить до інвестиційного фонду (або напряду - до емітента). Зокрема, агентом з IPO девелопера «ТММ» виступала вітчизняна інвестиційна компанія «Concorde Capital». При посередництві SPV-компанії “ТММ Real Estate Developments plc Ltd” (о.Кіпр) девелопер-емітент розмістив 13,11% акцій на Open Market Франкфуртської фондової біржі [170].

Продаж акцій відбувався в формі глобальних депозитарних розписок. З причини високого попиту ціна покупки акцій (Bid) на момент розміщення на третину перевищувала ринкові котирування і становила 15,45 дол.США. Протягом п'яти місяців з моменту розміщення ринкові котирування зросли на 35,05% (див. динаміку на рис. 3.14).

Весь обсяг розміщення був викуплений 50 іноземними інвестиційними фондами. У результаті було залучено 105 млн.дол. США (порівняно з показниками 2005 р. вона зросла в 4,23 рази), що слугує прямим підтвердженням IPO як ефективного методу підвищення обсягів капіталу вітчизняних девелоперів. Крім того, компанією «ТММ» до 2012 р. планувалося залучити капітал через збільшення статутного капіталу й синдиційованих кредитів на загальну суму 300-500 млн. дол. США¹. Подібне ефективне використання усіх механізмів залучення капіталу обумовлене сприятливою кон'юктурою закордоном: за прогнозами, акції вітчизняних девелоперів у середньостроковій перс-

¹ Наприклад, європейські офшори: Данія, Голандія, Ліхтенштейн, о. Кіпр або о. Гернсі.

пективі (3-5 років) матимуть високий попит, адже цьому сприяє бурхливий розвиток вітчизняного житлового й комерційного будівництва.

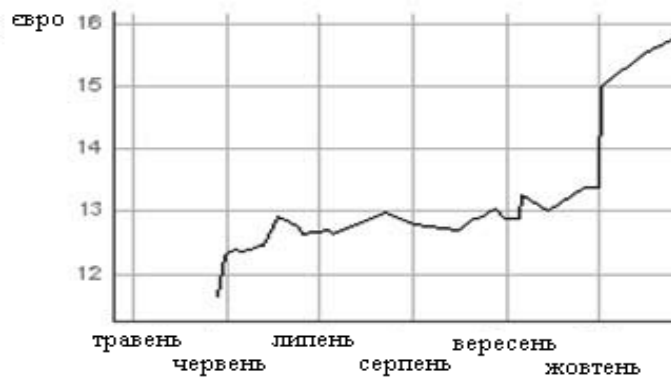


Рис. 3.14. Котирування депозитарних розписок девелоперської компанії «ТММ» на Франкфуртській фондовій біржі з моменту розміщення на кінець 2007 року (до початку світової фінансової кризи)

Джерело: складено за даними [153]

Підтвердженням успішності IPO виступає аналогічний досвід іншого крупного девелопера – компанії «XXI сторіччя». За 2007 рік котирування акцій на Лондонській фондовій біржі зросли втричі - з 550 до 1750 британських пенсів за 1 акцію (див. рис. 3.15).

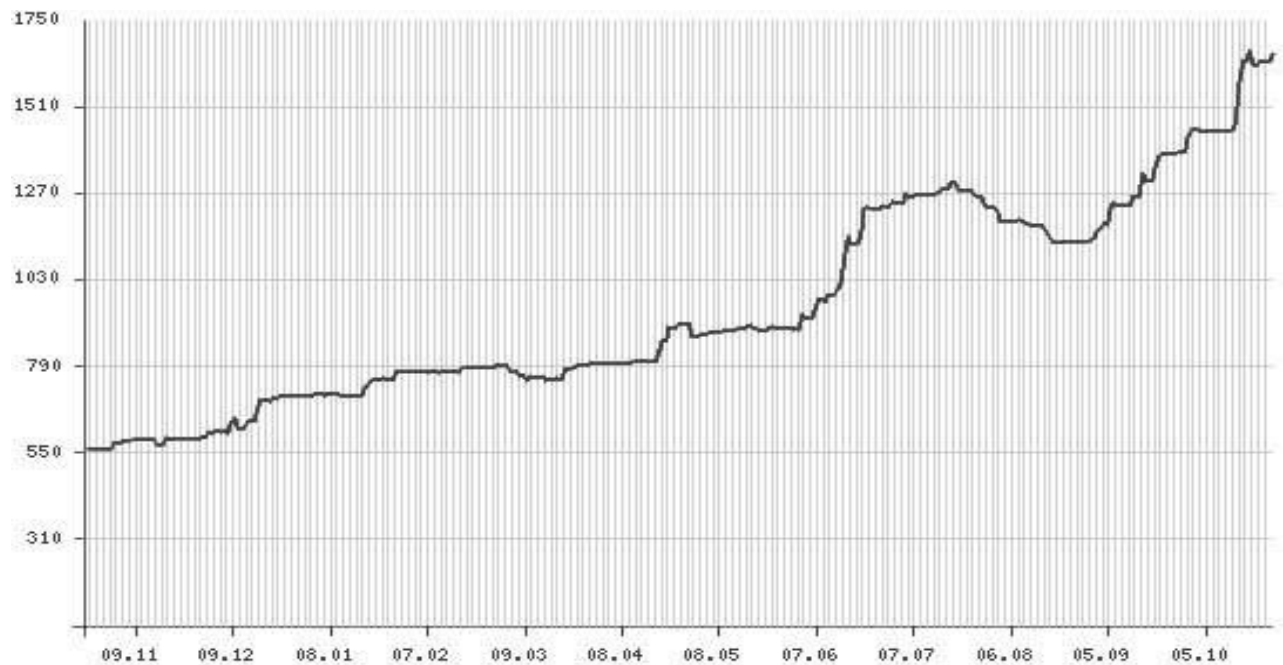


Рис. 3.15. Динаміка котирувань акцій компанії «XXI сторіччя» на Лондонській фондовій біржі (GBX) у 2007 році (до початку світової фінансової кризи)

Джерело: складено за даними [171]

Подібне нарощування ринкової капіталізації компаній призводить до адекватного зростання обсягів виробництва. Зокрема, довгострокова стратегія розвитку компанії «ТММ» 2006-2012 рр. передбачала збільшення обсягів будівництва в 5,85 разів, що зазначено на рис. 3.16:



Рис. 3.16. Планові обсяги будівництва компанії «ТММ»

Джерело: складено за даними [135, с. 115]

Водночас організація ІРО вітчизняному емітенту коштує в цілому 20-30% загального обсягу залучених інвестицій, порівняно зі світовою практикою 0,3-9,1% [25, с.41; 137, с. 78]. Це пояснюється необхідністю витрат, пов'язаних з емісією й розміщенням, проведенням переоцінки активів і трирічного аудиту міжнародними компаніями, тарифами на розміщення й аналітичну підтримку на біржах, здійсненням road-show закордоном, іншими PR-витратами і т.д. Зокрема, «XXI сторіччя» після первинного розміщення акцій у наступному, 2006 році, витратила на ІРО 6,8% річних активів [171, с.24].

Зокрема, оцінку активів «ТММ» проводила компанія «Colliers International», аудит – «KPMG»; «XXI сторіччя» - кіпрський аудитор «Baker Tilly Proios Limited». Необхідність використання оффшорних схем пояснюється подальшим збільшення ефективного податкового навантаження компаній після ІРО на 8-10 відсотків [135, с. 78].

В табл. 3.9 викладено тарифи щодо розміщення й обслуговування цінних паперів емітентів у лістингах міжнародних фондових бірж.

Таблиця 3.9

Тарифи міжнародних фондових бірж у 2007 році

Назва біржі	Перший внесок	Щорічний внесок
Нью-Йоркська фондова біржа	\$150-250 тис.	\$35-500 тис.
Amex	\$35-65 тис.	\$15-65 тис.
NASDAQ	\$25-50 тис.	\$15-16 тис.
Віденська фондова біржа	1% номінальної вартості розміщення.	0,05% обсягу договорів.
Варшавська фондова біржа	0,03% (не менше 8 тис. злотих, не більше 96 тис. злотих)	0,02%
Лондонська фондова біржа, Alternative Investment Market (AIM)	4180 фунтів стерлінгів	4180 фунтів стерлінгів
Московська міжбанківська валютна біржа	50 тис. руб. (I рівень лістингу) 30 тис. руб. (II рівень лістингу)	15 тис. руб. (I рівень лістингу) 10 тис. руб. (II рівень лістингу)

Джерело: складено за даними [25, с. 40]

Як можна бачити з табл. 3.9, вартість з IPO на розвинених світових ринках значно перевищує вартість послуг андерайтерів на ринках, що розвиваються.

Підготовка девелоперської компанії до IPO передбачає певну реструктуризацію бізнесу, відкриття фінансових звітностей та зміну світогляду топ-менеджменту. Така система підготовчих заходів відбувається в послідовності, зазначеній в табл. 3.10 [25, с. 41].

Оскільки вихід на IPO компанії «ТММ» відбувся у червні 2007 р., то кінцеві результати подібної транзакції після настання глобальної фінансової кризи 2008 року не можна вважати чистими (з причини непереборного впливу зовнішніх факторів). Розглянемо досвід і річні результати виходу на IPO іншого вітчизняного девелопера – компанії «XXI Century Investments public limited» [171].

У грудні 2005 р. на AIM Лондонської фондової біржі компанія «XXI Century Investments public limited» залучила \$139 млн. З них у 2006 р. кошти розподілялися за такими напрямками: найбільші інвестиції \$88,5 млн. або 51% - у резервування нових земельних ділянок для будівельних проектів у

Києві та регіонах; \$35,2 млн. або 20% - на розвиток поточного будівництва; \$11,7 млн. або 7% - на зосередження повного контролю над бізнесом компанії в Україні; \$23,4 млн. або 13% - на оплату праці робітників, адміністративного персоналу, покриття витрат з IPO; останні \$15 млн. або 9% зосередилися на готівкових рахунках компанії.

Таблиця 3.10

Етапи виходу компанії на первинне розміщення закордоном

Термін.	Зміст дій.
Етап I. До розміщення.	Мінімальний період від затвердження стратегії виходу на IPO до безпосереднього розміщення цінних паперів на біржі становить 3 роки.
3-4 роки.	Застосування по можливості кредитних запозичень, вексельних та облігаційних механізмів для формування позитивної кредитної історії підприємства. Вибір міжнародного аудитора.
1-2 роки.	Виділення PR-відділу в структурі задля забезпечення публічності компанії та доведення до інвесторів корпоративної стратегії.
1 рік.	Маркетингові дослідження й експертне оцінювання критеріїв вартості аналогічної компанії на обраному фондовому майданчику. Визначення обсягів розміщення та вартості цінних паперів, структури розміщення (за групами цінних паперів), структури акціонерів емітента й інших параметрів розміщення. Вибір банку-андеррайтера. Розробка бізнес-плану IPO-проекта. Формування проектної команди, вибір фінансового консультанта для створення інвестиційного ядра, юридичного радника для формування прозорості юридичної структури компанії, агенції executive search&board consultancy для пошуку незалежних директорів, аудитора для визначення рейтингу корпоративного управління. Підготовка аналітичних звітів щодо розвитку галузі, в якій представлена компанія, результатів її діяльності, стратегії розвитку та корпоративного менеджменту. Підготовка due-diligence (діагностики компанії) аудитором, юридичним та фінансовим консультантами, а також банком-андеррайтером.
0,5-1 рік.	Отримання кредитного рейтингу в міжнародних кредитних агенціях.
4-5 місяців.	Складання звіту за результатами due-diligence. Проведення road-show серед потенційних інвесторів.
3 місяці.	Визначення діапазону вартості розміщення цінних паперів.
0,5-1 місяць.	Випуск проспекту розміщення.
Етап II. Розміщення.	Розміщення акцій на фондовому майданчику.
Етап III. Після розміщення.	Звітування й регулярна робота з інвесторами після розміщення. Організація обігу акцій на біржі.

Джерело: складено за даними [25, с. 40]

У результаті зазначених інвестицій вже протягом наступного року вартість чистих активів компанії зросла з \$326 млн. до \$520 млн. або близько 60% (цьому також сприяло здорожчання з \$29,2 млн. до \$97,2 млн., або на

233,% вартості нерухомих об'єктів внаслідок правової зміни їх цільового призначення). В додаток ці інвестиції протягом року не лише прискорили розвиток поточних проектів, а й забезпечили диверсифікацію бізнесу компанії за видами нерухомості (житлова, комерційна, промислова нерухомість) та географічним розміщенням задля зниження виробничих ризиків і досягнення фінансової рівноваги компанії. Географічна диверсифікація бізнесу досягалася через розвиток проектів у Криму, Полтаві, Одесі та Львові (у містах з 500-тисячним населенням).

Обсяги резервного капіталу як джерела формування активів зросли у 2,25 рази, до \$516,213 тис. Довгострокові зобов'язання підприємства скоротилися до \$20,296 тис. (на 60,4%), а обсяги короткострокових пасивів потроїлися й становили \$20,488 тис. Хоча «золоте правило фінансування» на підприємстві виконується, на нашу думку, два останні явища гальмують потенційні темпи розширення бізнесу.

Запровадження із компанією “PriceWaterhouseCoopers” системи поточного бюджетування забезпечило ефективне використання фінансових ресурсів підприємства.

За стратегією IPO компанія «XXI Century Investments public limited» зосередила повний контроль над бізнесом, викупивши 26-відсотковий пакет акцій міноритарних акціонерів. Акції скуповувались готівкою або в обмін на зведену нерухомість.

Частиною агресивної стратегії розвитку компанії виступає збільшення власного бізнесу через вибірккові поглинання конкурентів або структури їх бізнес-портфелів з нерухомого майна. Зокрема, витрати на такі поглинання за 2 роки мали структуру, зазначену в табл. 3.11.

Таблиця 3.11

Структура інвестиційних витрат компанії “XXI Century Investments public limited”, тис. дол. США

№	Інвестиційні витрати.	2006	2005	Відхилення.
1	Придбання нерухомості, заводів й обладнання та нематеріальних активів.	872	7298	-6426
2	Придбання інвестиційної нерухомості	54179	3240	+50939
3	Купівля інвестицій в підконтрольні (дочірні) компанії	16381	16303	+78
4	Придбання частки міноритарних акціонерів	11778	0	+11778
5	Придбання об'єктів незавершеного будівництва	6590	0	+6590
6	Придбання фінансових активів для перепродажу	2061	0	+2061
7	Придбання інвестицій в асоційовані підприємства	0	2	-2
8	Всього	91861	26843	65018

Джерело: складено за даними [171]

Як впливає з табл. 3.11, інвестиційні витрати компанії протягом 2006 року стрімко зросли до \$91861 тис., тобто у 3,42 рази. В основному, це відбулося за операціями з придбання інвестиційної нерухомості (майже 60% загального обсягу інвестицій), об'єктів незавершеного будівництва (7% інвестицій) та викупу акцій міноритарних акціонерів (12,8% інвестицій). Отже, стратегія агресивного зростання, визначена ще в pre-IPO періоді, без жодних змін збереглася й у подальшому.

Як свідчить офіційна фінансова звітність [171], за 2006 р. загальні активи групи компанії «XXI Century Investments public limited» стрімко зросли з \$305069 тис. до \$571284 тис., або на 87,3%. Водночас необоротні активи компанії зросли у 3,12 рази до \$506349 тис., а поточні – знизилися в 2,2 рази до \$64935 тис. Отже, стрімке нарощування вартості активів компанії відбувалося за рахунок інвестування в необоротні активи. При цьому інвестиції в нерухоме майно зросли до \$453675 тис., або в 3,3 рази. Останнє лише підтверджує гостру потребу усіх вітчизняних компаній в резервуванні нових земельних ділянок.

Звіт про фінансові результати свідчить що, протягом 2006 року валові операційні доходи компанії зросли до \$11681 тис., майже у 4,8 рази. При цьому адміністративні витрати (у т.ч. витрати з IPO) зросли адекватно – у 4,9 рази, до \$9026 тис. Останнє вплинуло на п'ятиразове зростання загальних операційних витрат компанії.

Фінансові доходи девелопера за 2006 р. зросли в півтора рази і становили \$7832 тис., що є прямим результатом успішного IPO компанії в кінці 2005 року.

Отже, успішне первинне розміщення акцій девелопера на AIM Лондонської біржі забезпечило значні капіталовкладення в операційну діяльність, суттєво підвищило прибутковість фінансових операцій та диверсифікувало господарські ризики емітента. Як результат, чистий прибуток компанії за рік зріс на 92% і становив \$197410 тис. Прибуток на 1 акцію також подвоївся і становив \$5,16. Останній показник обумовив подвоєння котирувань акцій за перші 10 міс. 2007 р. (див. рис. 3.15) та підвищення загальної капіталізації компанії.

Показники фінансового стану підприємства свідчать про його стабільність та певний запас фінансової стійкості. Використання моделі Альтмана підтвердило низьку ймовірність банкрутства компанії.

Отже, завдяки успішному IPO, за обсягами й результатами господарської діяльності компанія досягла фінансової рівноваги і увійшла до лідерів вітчизняного будівельного ринку.

На нашу думку, компанія, що здійснила IPO, може розраховувати на подальше кредитування в закордонних банках на більш вигідних умовах і під менший відсоток. Ще однією позитивною якістю IPO виступає здатність іноземних власників ефективніше захищати власні активи від рейдерських нападів вітчизняних конкурентів, що в кінцевому підсумку підвищує стабільність емітента. Крім того, інвестори можуть залучати українських девелоперів як генпідрядників для реалізації будівельних проектів закордоном.

Отже, через IPO досягаються всі основні цілі власників будівельних компаній [10, с. 182]:

- збільшення оборотного капіталу, а отже, - максимізація прибутку;
- оптимізація ресурсопостачання і підвищення юридичного захисту підприємства – фактори досягнення фінансової рівноваги компанії;
- максимізація ринкової вартості підприємства.

Зазначені цілі реалізуються й за допомогою усіх раніше перелічених методів залучення капіталу на фондовому ринку.

Порівняно до закордонного досвіду, вітчизняна система фінансування незавершеного будівництва перебуває в процесі становлення. Його основною умовою виступає синергетична співпраця девелоперів із фінансовими установами. Подібний найбільш цікавий досвід належить ВАТ «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П.Загороднього» та АКБ «Аркада».

У розд. 1.2 дисертаційного дослідження перелічено основні перспективи розвитку вітчизняної будівельної діяльності. Це, в свою чергу, сприятиме подальшому розвитку нових шляхів фінансування та систем реалізації житлового будівництва.

Висновки до розділу 3

Дослідивши можливості удосконалення мобілізації залученого капіталу в житлове будівництво, можемо зробити наступні висновки:

1. Успішний досвід таких вітчизняних загальнобудівельних організацій, як корпорації «ТММ», «XXI сторіччя» та «Трест «Київміськбуд-1 імені М.П. Загороднього», довів доцільність первинного розміщення акцій на вітчизняному і закордонних фінансових ринках. Таке розміщення вимагає прозорості облікової політики компаній, тому значно підвищує довіру інвесторів і тим самим збільшує ринкову капіталізацію емітен-

тів. Останнє, в свою чергу, справляє прямий вплив на розмір позикових ресурсів, які потенційно може залучити підприємство.

2. Особливо цінним в контексті корпоративних злиттів/поглинань (M&A) виступає світовий досвід M&A із використанням позикових ресурсів, так званий LBO. Це дозволяє будівельним компаніям, навіть із дефіцитом власних коштів, нарощувати виробничі потужності через консолідацію активів. Досвід проведення LBO на розвинених фінансових ринках, а також в Росії характеризує прийнятність проведення таких угод і в умовах вітчизняної економіки. На основі аналітичних розрахунків, в даному розділі дослідження доведено ефективність застосування LBO у будівництві.
3. В нестабільних умовах вітчизняної економіки основною метою фінансового менеджменту будь-якої компанії виступає раціоналізація структури пасивів з точки зору їх фінансових характеристик. В даному розділі дослідження на основі здійснення оцінки середньозваженої вартості капіталу та оцінки впливу ефекту фінансового важеля на рентабельність капіталу винесено пропозиції щодо удосконалення структури капіталу будівельної компанії. Крім того, на основі аналітичних досліджень грошових потоків оцінено доцільність проведення LBO у будівництві.
4. Гостра нестача фінансових ресурсів у вітчизняному будівництві свідчить про необхідність нарощування банківського кредитування компаній. Таким чином, можна говорити про необхідність надання кредитів будівельним підприємствам під додаткове забезпечення нерухомим майном, на зведення якого кошти залучаються.

Крім того, на основі аналізу успішного досвіду розвинених фінансових ринків Румунії та Естонії розглядається можливість банківського кредитування будівельних підприємств за участю гарантійних фондів. Проведений аналіз говорить про ефективність таких угод щодо диверсифікації високих ризиків, притаманних будівельній діяльності.

Окрім того, в даному розділі дисертаційного дослідження обґрунтовано інші методи удосконалення кредитування житлового будівництва, зокрема стосовно поступового зниження відсоткової ставки одночасно зі зростанням ступеня завершеності будівельного об'єкта, а також стосовно розвитку вторинного лізингового ринку.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [42; 43; 44; 45; 46; 47; 48; 51; 52].

ВИСНОВКИ

У дисертації зроблено теоретичне узагальнення і вирішено наукові завдання з удосконалення теоретичних і практичних засад аналізу ефективності управління капіталом загальнобудівельних організацій.

Результати проведеного дослідження дають підстави зробити такі висновки та пропозиції:

5. Нині значної актуальності набуває визначення сутності поняття «залучений капітал», уточнення його функцій і роль у житловому будівництві. Подальшої розробки потребують шляхи вкладання фінансових ресурсів у розвиток будівельних підприємств. Автором систематизовано шляхи залучення капіталу в житлове будівництво: 1) кредитування; 2) випуск і розміщення боргових або деривативних цінних паперів; 3) емісія (у т.ч. додаткова) і розміщення акцій на фондовому ринку; 4) корпоративні злиття або поглинання; 5) кооперація будівельних потужностей різних підприємств на умовах субпідряду.

6. Чинні методики аналізу розвитку вітчизняного ринку нерухомості потребують вдосконалення. Важливим напрямом в цьому має стати методичний підхід, що враховував би інертність ринкового ціноутворення, співвідношення пропозиції та платоспроможного попиту, індивідуальні характеристики пропонованого житла, тощо. Це дозволить об'єктивно оцінити стан і перспективи розвитку ринку нерухомості та житлового будівництва.

7. В умовах нестійкої економіки та підчас фінансових криз 1998, 2004 і 2008-2009 років основною метою фінансового менеджменту будівельних підприємств виступає раціоналізація структури пасивів з точки зору їх вартості, періоду використання та впливу на фінансові результати.

8. Комплексне дослідження показало наявність значної частини зношених основних засобів на балансі будівельних підприємств (у середньому 50% у підприємств крупного і середнього, 33% - у малих). Крім того, вітчизняні будівельні компанії відчувають гостру нестачу специфічного будівель-

ного обладнання. Автором наголошується, що вирішенням цієї проблеми може послужити активізація корпоративних злиттів/поглинань. Це дозволить підприємствам наростити виробничу базу і підвищити ринкову конкурентоспроможність.

9. Сучасний стан кредитування будівельної діяльності вимагає розвитку інноваційних банківських послуг. З цією метою дисертантом обґрунтовано:

- а. необхідність надання кредитів будівельним підприємствам із додатковим забезпеченням нерухомим майном, під зведення якого залучаються кошти. Це дозволить підвищити кредитоспроможність позичальників, які функціонують на високоліквідних земельних площах регіональних центрів ділової активності;
- б. банківське кредитування будівельних підприємств за участю гарантійних фондів. Аналіз зарубіжного досвіду таких кредитних схем дозволив довести їх ефективність у диверсифікації високих ризиків, притаманних будівельній діяльності;
- с. доцільність запровадження кредитування підприємств із поступовим зниженням відсоткової ставки при зростанні завершеності будівництва. На основі розрахунків доведено економію коштів позичальника у разі дострокового завершення будівництва. Крім того, досягається мінімізація ризиків кредиторів.

В контексті корпоративних злиттів і поглинань як шляху залучення капіталу цінним виступає світовий досвід подібних угод з використанням позикових ресурсів, так званий LBO. Це дає змогу будівельним підприємствам, навіть при дефіциті власних коштів через консолідацію активів нарощувати виробничі потужності. Автором за допомогою розрахунків доведено ефективність застосування LBO у вітчизняному будівельному секторі.

10. Встановлено приналежність активів близько 95 відсотків досліджених підприємств вузькому колу акціонерів. Небажання мажоритарних акціонерів втратити корпоративний контроль обмежує можливості обігу акцій на

відкритих торгах. Як наслідок, підприємства не мають змоги підвищити власну капіталізацію завдяки зростанню курсової вартості акцій. Зростання капіталізації призводить до зростання позикових ресурсів, які потенційно могло б залучити підприємство.

11. На основі проведеного аналізу доведено доцільність первинного розміщення акцій будівельних підприємств на вітчизняному фінансовому ринку і за кордоном. Таке розміщення акцій вимагає прозорості облікової політики підприємств, а це сприятиме підвищенню довіри інвесторів та нарощуванню ринкової капіталізації емітентів.

12. Кредитоспроможність підприємств в значній мірі зумовлена низькою ліквідністю специфічної будівельної техніки. В свою чергу, необхідність розвитку кредитування житлового будівництва зумовлює гостру потребу в започаткуванні вторинного лізингового ринку. Це б підвищило ліквідність специфічних основних засобів і відповідно – самих підприємств. Крім того, в роботі запропоновано започаткувати банківськими установами лізингову компанію, майно якої складалося б зі специфічного будівельного обладнання, що раніше було відчужене у недобросовісних позичальників.

13. Автором доведено, що виділення першочергових потреб будівельного підприємства дозволяє на основі загальної календарної моделі зведення будівельного проекту розробити ефективну стратегію формування і використання фінансових (у т.ч. залучених) ресурсів.

Додаток А

Таблиця А.1

Територіальна динаміка зведення житла в Україні, тис.кв.м.

Регіон	2005	2006	2007	Рівень 2007р. до 2005р., %
АР Крим	282,8	370	522	184,58%
Вінницька обл.	349,7	379,4	395,7	113,15%
Волинська обл.	155,3	171,6	179,8	115,78%
Дніпропетровська обл.	375,1	401,8	422,4	112,61%
Донецька обл.	329,1	382,4	370,7	112,64%
Житомирська обл.	192,1	201,4	220,7	114,89%
Закарпатська обл.	232	293,5	351,4	151,47%
Запорізька обл.	158,9	139	220	138,45%
Івано-Франківська обл.	331,5	391,7	455,5	137,41%
Київська обл.	634,8	705	856,7	134,96%
Кіровоградська обл.	107,6	105,3	120,5	111,99%
Луганська обл.	252,8	228,2	259,1	102,49%
Львівська обл.	499,4	482,9	669,5	134,06%
Миколаївська обл.	123,2	139,5	153	124,19%
Одеська обл.	449,8	662,6	793,4	176,39%
Полтавська обл.	209,7	224	278,2	132,67%
Рівненська обл.	144,8	234,5	254,2	175,55%
Сумська обл.	143,4	143,5	185	129,01%
Тернопільська обл.	245,2	204,3	304,1	124,02%
Харківська обл.	366,8	421,7	537,6	146,56%
Херсонська обл.	162,9	161,5	187,5	115,10%
Хмельницька обл.	287,4	264,6	309,6	107,72%
Черкаська обл.	161,3	177,7	204,3	126,66%
Чернівецька обл.	201,4	225,5	304,7	151,29%
Чернігівська обл.	152,7	124,9	186,5	122,13%
м.Київ	1200,9	1301	1401,5	116,70%
у т.ч. від загальноукраїнського рівня, у %:	15,36%	15,08%	13,68%	-
м.Севастополь	65,3	90,9	100,1	153,29%
Україна	7815,9	8628,4	10243,7	131,06%

Джерело: складено за даними Державного комітету статистики України [33];

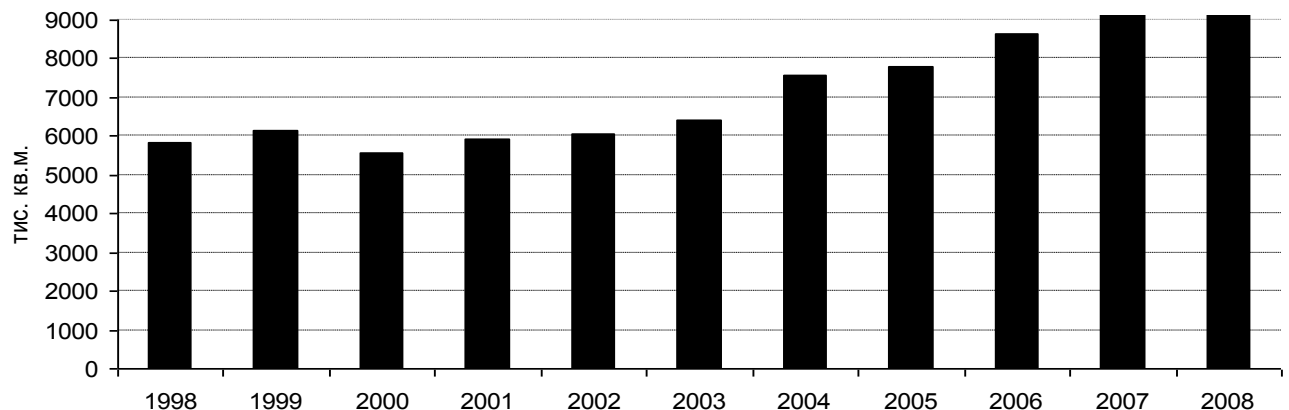
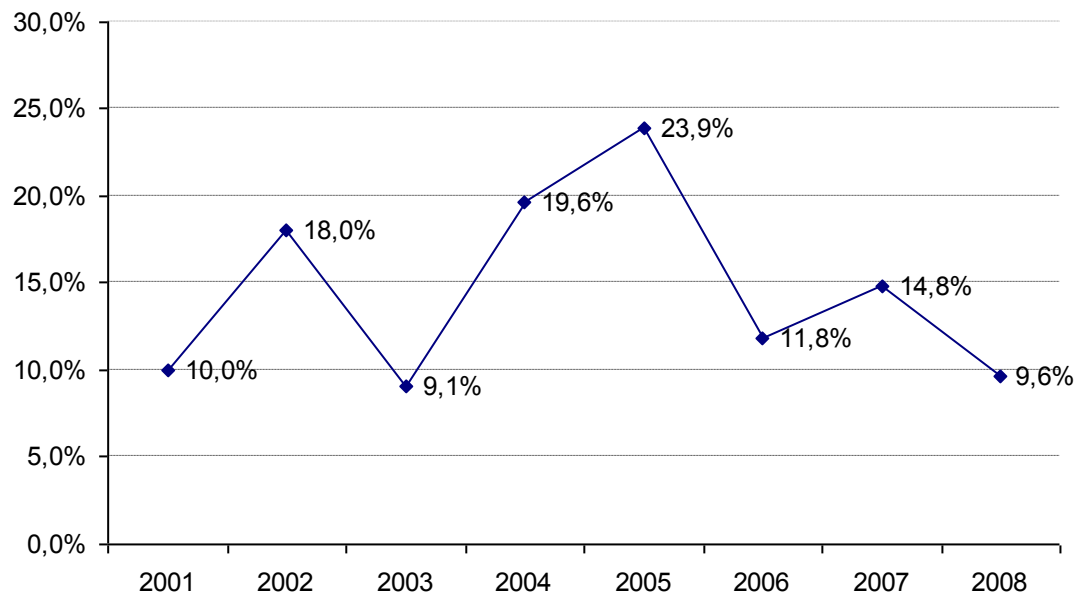


Рис. А.1. Динаміка зміни обсягів житлового будівництва в Україні

Джерело: складено за даними [33].

Додаток Б



Динаміка зміни реальних доходів населення України, %

Джерело: складено за даними [16, с. 17; 33].

Додаток В

Динаміка вартості житла в обласних центрах України протягом 2004-2007 рр.

№	Місто	Середня вартість 1 кв. м. житла (дол.США)				Зміна вартості за 2005 р.	Зміна вартості за 2006 р.	Зміна вар- тості за I-III кв. 2007 р.	Зміна варто- сті за 2005- III кв. 2007 р.
		кінець 2004р.	кінець 2005р.	кінець 2006р.	поч. IV кв. 2007р.				
1	Київ	940	1550	2600	2869	64,89%	67,70%	10,35%	205,21%
2	Одеса	830	1100	1820	1599	32,53%	65,50%	-12,14%	92,65%
3	Дніпропетровськ	650	880	1340	1519	35,38%	52,30%	13,36%	133,69%
4	Севастополь	590	940	1275	1586	59,32%	35,60%	24,39%	168,81%
5	Харків	690	900	1170	1269	30,43%	30,00%	8,46%	83,91%
6	Донецьк	570	720	1150	1526	26,32%	59,70%	32,70%	167,72%
7	Сімферополь	520	880	1120	1325	69,23%	27,30%	18,30%	154,81%
8	Львів	650	890	1100	1350	36,92%	23,60%	22,73%	107,69%
9	Миколаїв	380	740	1100	1170	94,74%	48,60%	6,36%	207,89%
10	Ужгород	н/д	860	1100	1070	н/д	27,90%	-2,73%	н/д
11	Чернівці	500	870	1100	1200	74,00%	26,40%	9,09%	140,00%
12	Хмельницький	400	700	1050	1163	75,00%	50,00%	10,76%	190,75%
13	Вінниця	450	660	1000	1123	46,67%	51,50%	12,30%	149,56%
14	Тернопіль	450	850	995	1087	88,89%	17,10%	9,25%	141,56%
15	Рівне	450	700	925	1251	55,56%	32,10%	35,24%	178,00%
16	Житомир	350	640	910	1246	82,86%	42,20%	36,92%	256,00%
17	Запоріжжя	360	650	900	1156	80,56%	38,50%	28,44%	221,11%
18	Івано-Франківськ	350	750	870	981	114,29%	16,00%	12,76%	180,29%
19	Луцьк	н/д	660	870	1090	н/д	31,80%	25,29%	н/д
20	Чернігів	350	580	840	900	65,71%	44,80%	7,14%	157,14%
21	Полтава	н/д	570	820	1017	н/д	43,90%	24,02%	н/д
22	Черкаси	330	625	820	1000	89,39%	31,20%	21,95%	203,03%
23	Луганськ	270	475	800	825	75,93%	68,40%	3,13%	205,56%
24	Суми	320	600	760	912	87,50%	26,70%	20,00%	185,00%
25	Херсон	н/д	490	750	1065	н/д	55,10%	42,00%	н/д
26	Кіровоград	н/д	520	645	810	н/д	24,00%	25,58%	н/д

*Джерело: складено за даними комітету з аналізу ринку нерухомості Асоціації спеціалістів з нерухомості (ріел-терів) України на IV кв. 2007 р. [7].

Додаток Д

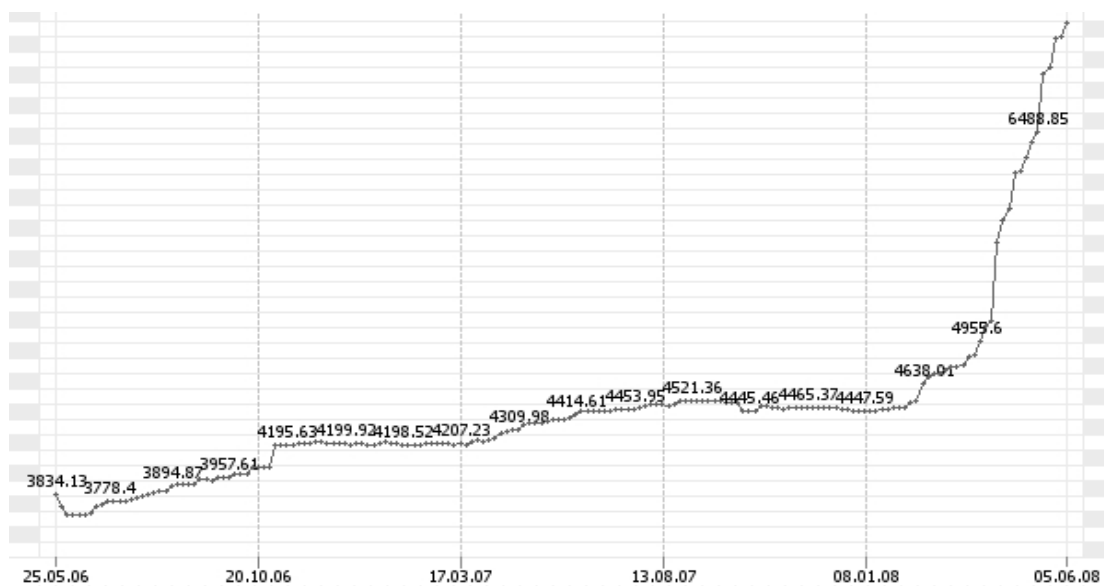


Рис. Д. 1. Динаміка вартості металевих листів в оптовій торгівлі Києва, Дніпропетровська та Харкова у 2006-2007 рр.

Джерело: складено за даними [175]

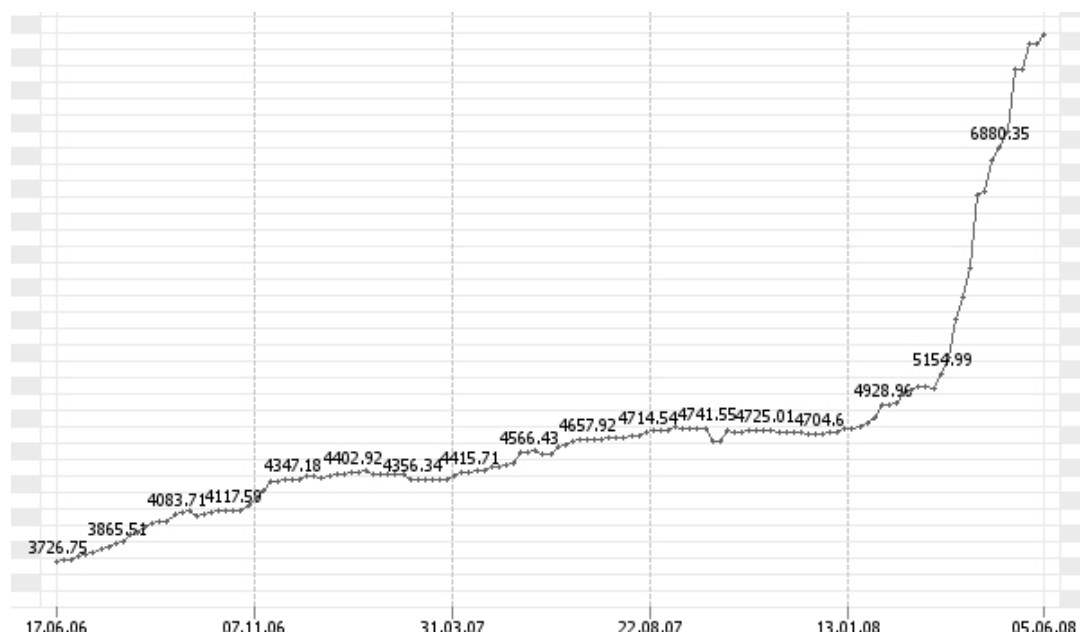


Рис. Д.2. Динаміка вартості металевих труб в оптовій торгівлі Києва, Дніпропетровська та Харкова у 2006-2007 рр.

Джерело: складено за даними [175]

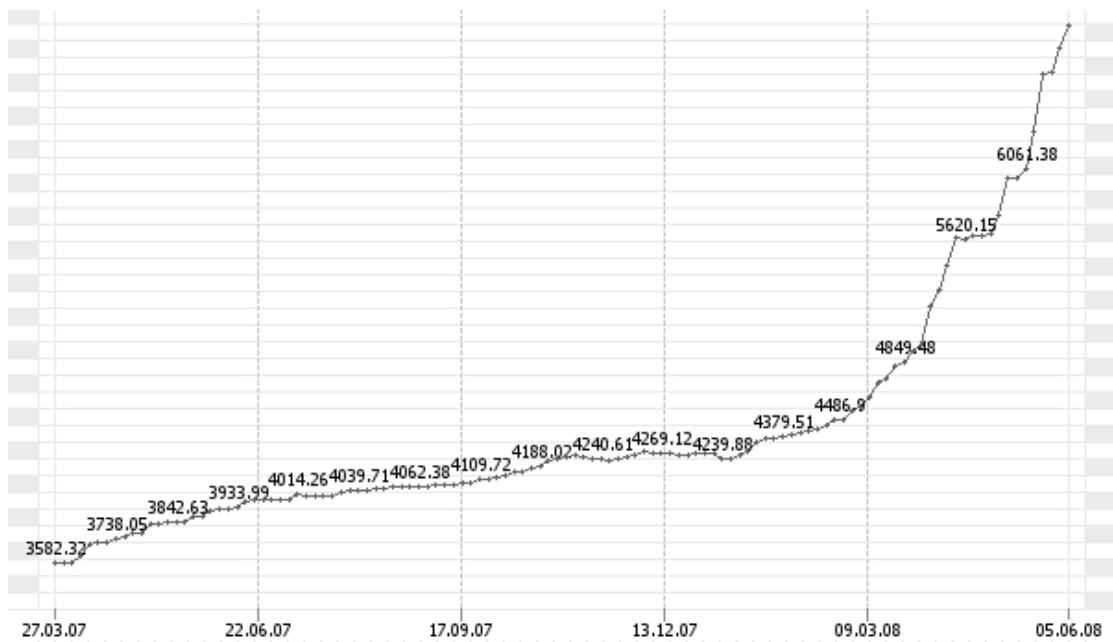


Рис. Д.3. Динаміка вартості чорного металопрокату в оптовій торгівлі Києва, Дніпропетровська та Харкова у 2006-2007 рр.

Джерело: складено за даними [175]

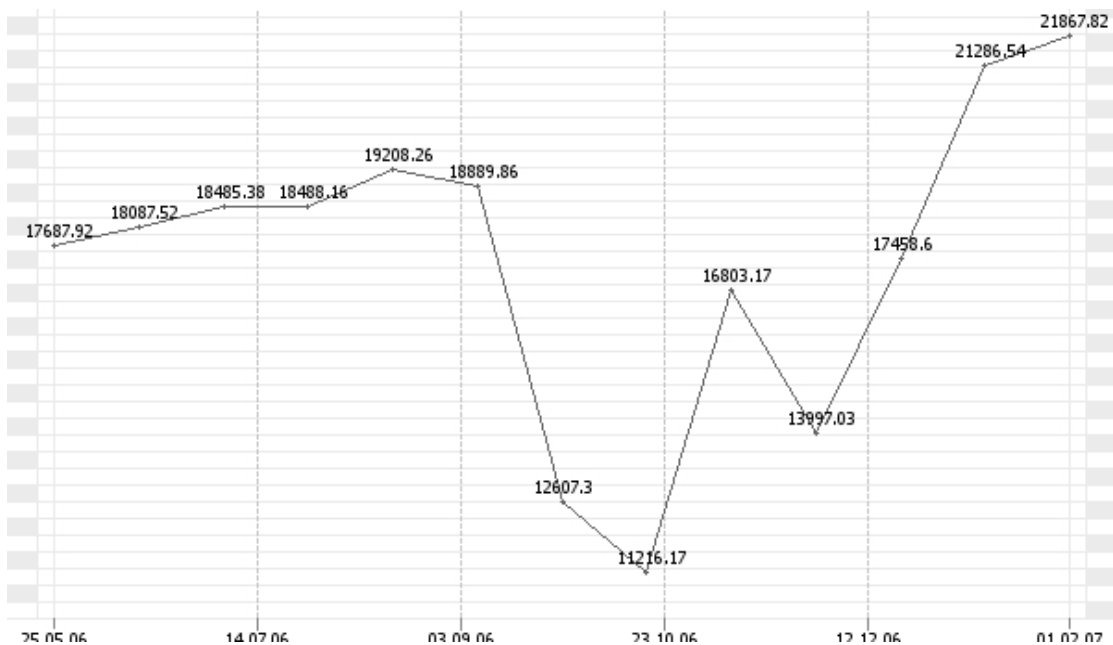
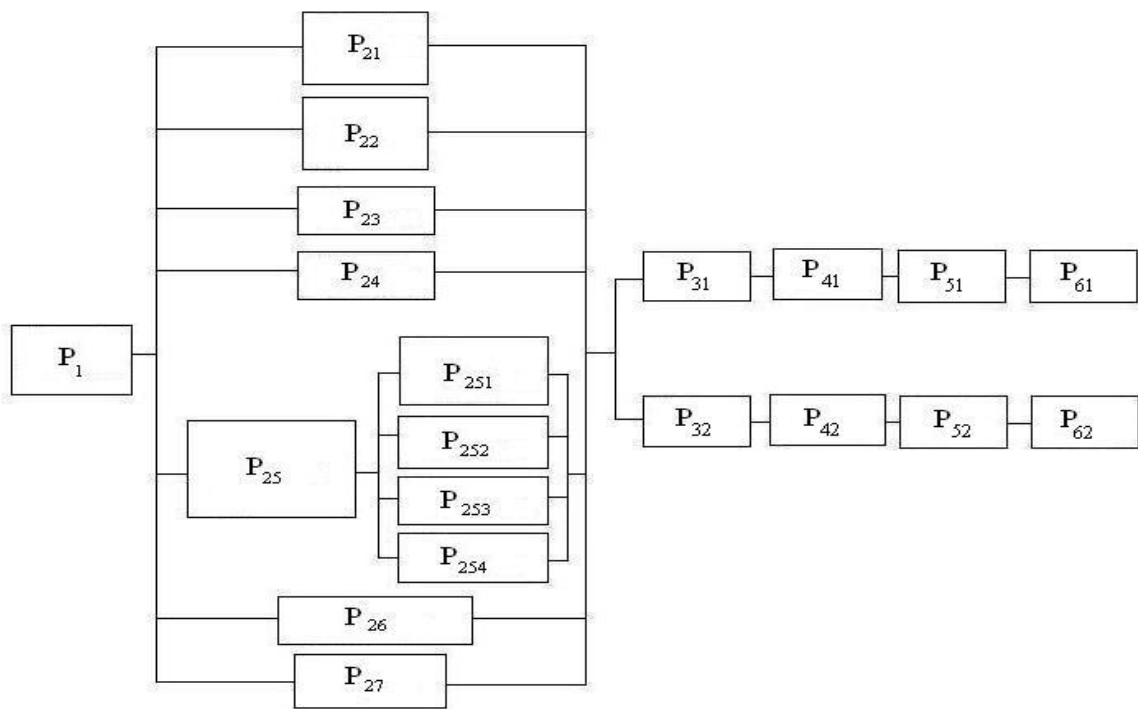


Рис. Д. 4. Динаміка вартості нержавіючого металопрокату в оптовій торгівлі Києва, Дніпропетровська та Харкова у 2006-2007 рр.

Джерело: складено за даними [175]

Додаток Е



Технічна надійність виробничого циклу ДБК з реалізації двох проектів

Джерело: розроблено автором

Додаток Ж

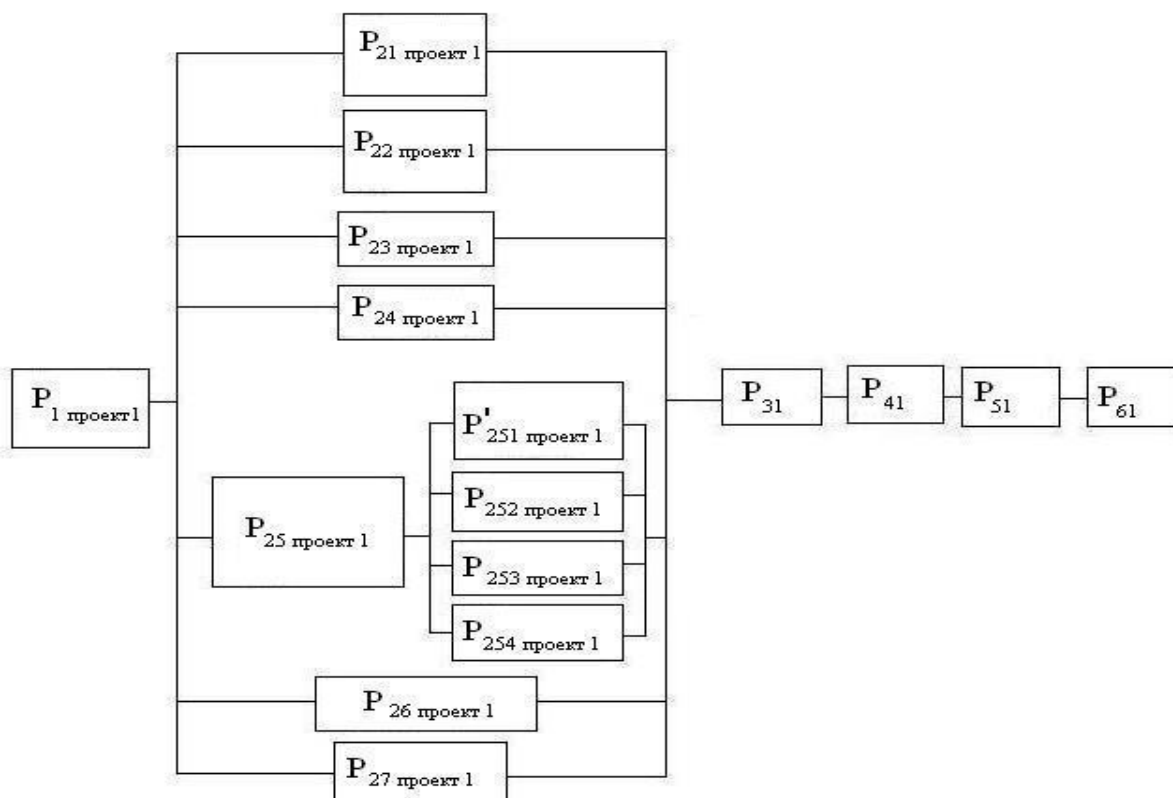


Рис. Ж.1. Технічна надійність виробничого циклу домобудівельного комбінату з реалізації проекту 1

Джерело: розроблено автором

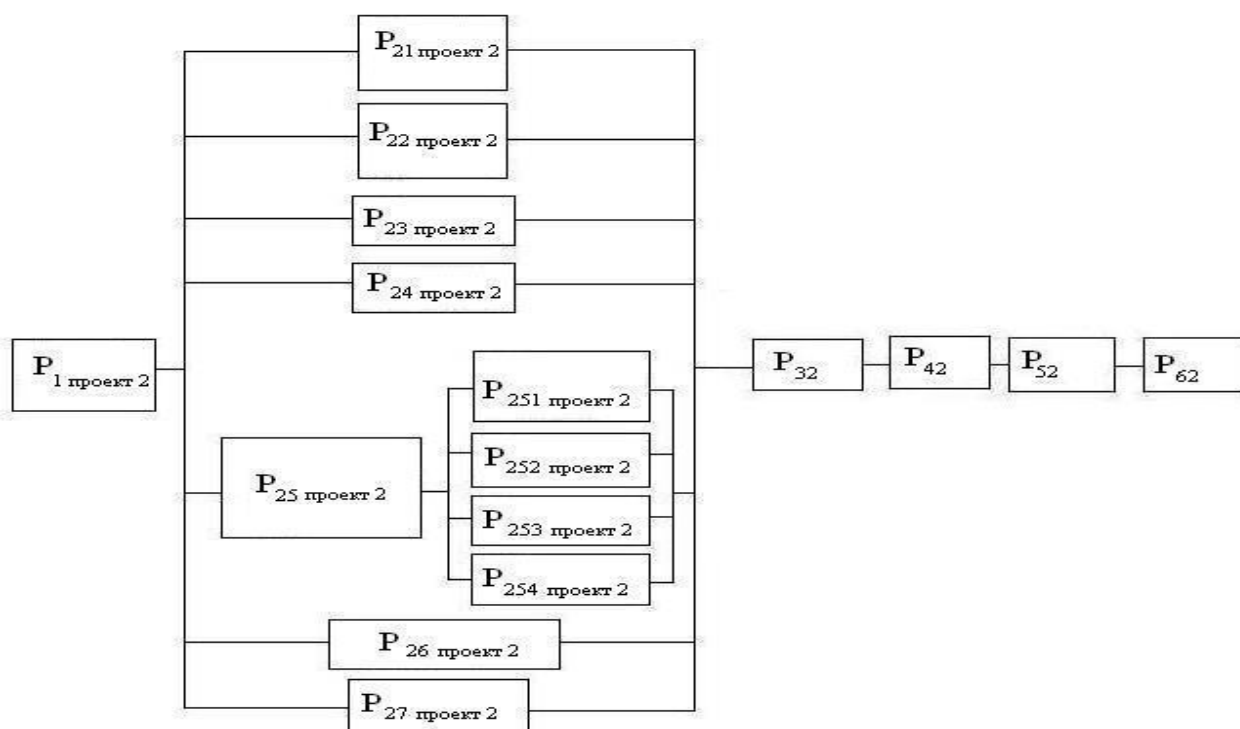


Рис. Ж.2. Технічна надійність виробничого циклу домобудівельного комбінату з реалізації проекту 2

Джерело: розроблено автором

Додаток 3

Таблиця 3.1

Собівартість 16-поверхового дому (без вартості отримання дозволу на забудову, за цінами на 1.11.2005)

Категорія	Тип робіт	Ціна за од., \$	Кількість	Сума, \$	Сума, грн.
Котлован	Робота 64x13x2 м	10	1664 м ³	16640	84032
Фундамент	Бетон	70	500 м ³	35000	176750
	Робота			25000	126250
Стіни	Бетон	70	4600 м ³	322000	1626100
	Залізний каркас	20	23000 м ²	460000	2323000
	Робота	20	23000 м ²	460000	2323000
	Цегла+Бетон	0,3	1120000 шт	336000	1696800
	Робота	0,2	1120000 шт	224000	1131200
Дах	Матеріал	2	832 м ²	1664	8403
	Робота	2	832 м ²	1664	8403
Сходишкові прольоти	Ціна з установкою	80	64 шт	5120	25856
Двері квартирні	Ціна з установкою	100	192 шт	19200	96960
Двері балконні	Ціна з установкою	60	224 шт	13440	67872
Вікна квартирні	Ціна з установкою	120	576 шт	69120	349056
Двері кімнатні	Ціна з установкою	40	384 шт	15360	77568
Двері до санвузлів	Ціна з установкою	30	384 шт	11520	58176
Унітаз	Ціна з установкою	70	192 шт	13440	67872
Раковина	Ціна з установкою	50	192 шт	9600	48480
Ванна	Ціна з установкою	120	192 шт	23040	116352
Крани та сифони	Ціна з установкою	50	192 шт	9600	48480
Електропід	Ціна з установкою	300	192 шт	57600	290880
Електропроводка	Ціна з установкою	200	192 шт	38400	193920
Лінолеум	Ціна з установкою	16	11840 м ²	189440	956672
Проводка 380 В	Ціна з установкою	50	192 шт	9600	48480
Трубопровід	Ціна з установкою	100	192 шт	19200	96960
Каналізація	Ціна з установкою	100	192 шт	19200	96960
Опалення	Ціна з установкою	400	192 шт	76800	387840
Штукатурка	Матеріали+Робота	300	192 шт	57600	290880
Шпалери	Ціна з установкою	300	192 шт	57600	290880
Мусоропровід	2 шт x 48 м	20	96 м	1920	9696
Ліфт	4 шт	30000	4 шт	120000	606000
Стяжка коридорів	Ціна з установкою	5	1360 м ²	6800	34340
Покраска стін	Ціна з установкою	3	4080 м ²	12240	61812
Двері вхідні	2 шт	70	2 шт	140	707
Усього				2737948	13826637
Собівартість 1 кв.м., \$				231,25	1168
Ринкова ціна 1 кв.м., \$				1400	7070

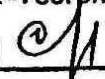
Джерело: складено за даними [155, с. 32]

Таблица 3.2

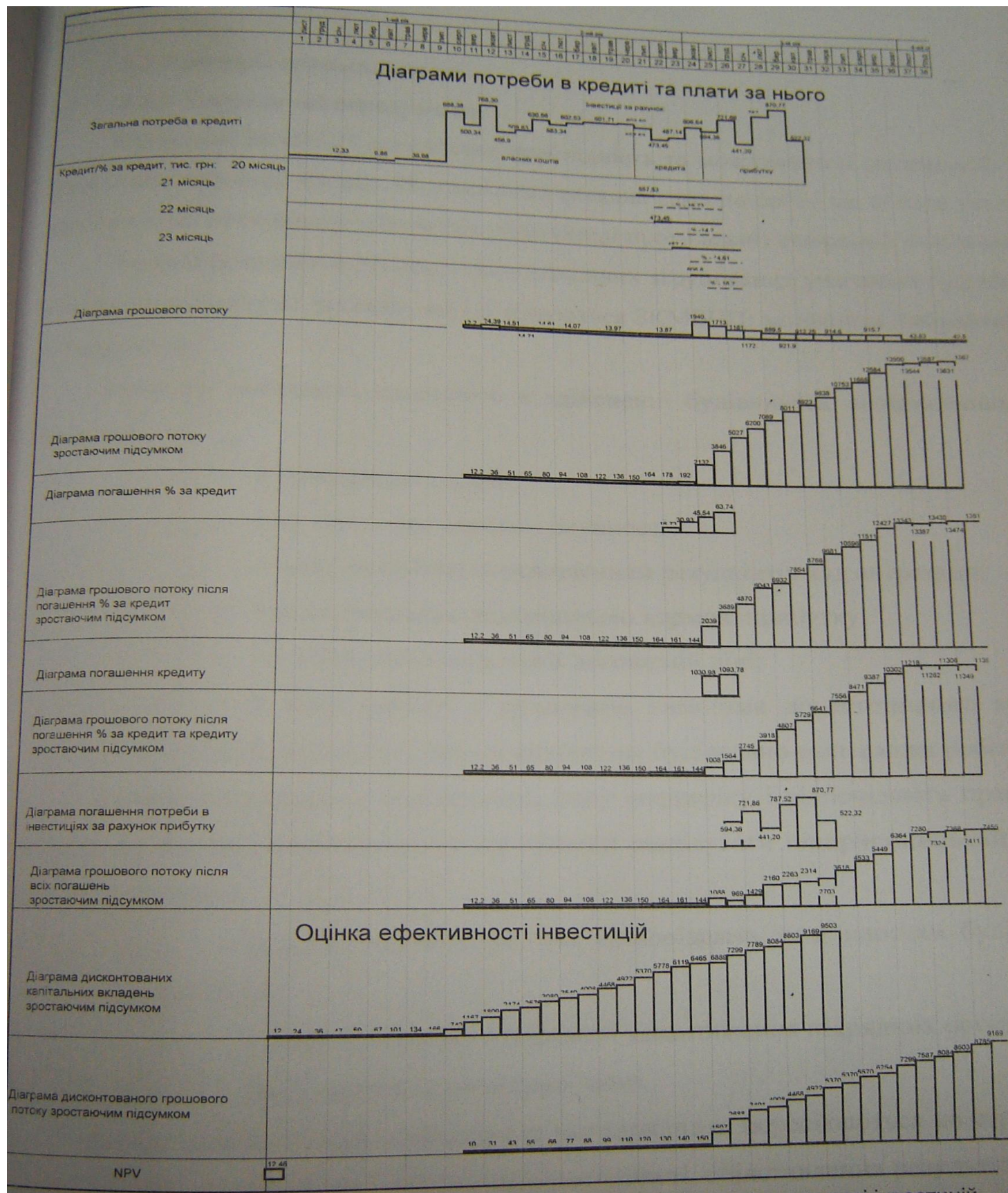
Розподіл кошторисної вартості зведення житлової будівлі за адресою м. Київ, вул.
Дегтярівська, 28 (за цінами на кінець 2006 р.)

№	Наименование затрат	Сметная стоимость (тыс. грн)				
		Строител.	Монтаж.	Оборудов.	Прочие	Всего
1	2	3	4	5		7
	Строительный объем жилой части-39389,06 м ³					
	Строительный объем встроенных помещений-1811,04 м ³					55599,4м ³
	Строительный объем паркинга-14399,2 м ³					
	коэф-т жилой части= $39389,06/55599,4=0,71$					
	коэф-т встроенных помещений= $1811,04/55599,4=0,03$					
	коэф-т паркинга= $14399,2/55599,4=0,26$					
8	Глава 1 Подготовка территории					
1	Жилая часть	29,513			89,817	119,330
	Встроенные помещения	1,247			3,795	5,042
	Паркинги	10,807			32,891	43,698
	Итого	41,567			126,503	168,070
	Глава 2 Основные объекты строительства					
2	Жилая часть	19755,741	1018,481	466,567		21240,789
	Встроенные помещения	976,837	48,930	204,629		1230,396
	Паркинги	6379,460	642,545	308,881		7330,886
	Итого	27112,038	1709,956	980,077		29802,071
	Глава 4 Объекты энергетического хозяйства					
3	Жилая часть	177,920	235,039	130,602		543,562
	Встроенные помещения	7,518	9,931	5,518		22,967
	Паркинги	65,154	86,071	47,826		199,051
	Итого	250,592	331,041	183,947		765,580
	Глава 5 Объекты связи					
4	Жилая часть	2,682	13,215	9,662		25,559
	Встроенные помещения	0,113	0,378	0,408		0,900
	Паркинги	0,982	1,631	3,538		6,152
	Итого	3,778	15,224	13,608		32,610
	Глава 6 Наружные сантехсети					
5	Водопровод	Расчетное потребление воды по жилой части составляет-94,5м ³ /сутки				104,1м ³ /сут
		Расчетное потребление воды по встроен. помещениям составляет-6,6м ³ /сутки				
		Расчетное потребление воды по паркингам -3м ³ /сутки				
		к-т жилья = $94,5/104,1=0,9$				
		к-т встроен помещений= $6,6/104,1=0,06$				
		к-т паркингов= $3/104,1=0,04$				
	Жилая часть	517,814				517,814
	Встроенные помещения	34,521				34,521
	Паркинги	23,014				23,014
	Итого	575,349				575,349
6	Канализация	Расчетный расход воды по жилой части составляет-300л/сутки				332л/сут
		Расчетный расход воды по встроен. помещениям составляет-16л/сутки				
		Расчетное потребление воды по паркингам -0л/сутки				
		к-т жилья = $300/316=0,95$				
		к-т встроен помещений= $16/316=0,05$				
		к-т паркингов =0				
	Жилая часть	516,951				516,951
	Встроенные помещения	27,208				27,208
	Паркинги	0,000				0,000
	Итого	544,159				544,159
7	Теплосеть	Расчетный расход тепла по жилой части составляет-470квт				846квт
		Расчетный расход тепла по встроен. помещениям составляет-203квт				
		Расчетный расход тепла по паркингам-173квт				
		к-т жилья= $470/846=0,55$				

1	2	3	4	5	6	7	
8		к-т паркингов=173/846=0,21					
	Жилая часть	135,632	11,882	4,997		152,511	
	Встроенные помещения	59,185	5,185	2,181		66,550	
	Паркинги	51,787	4,537	1,908		58,232	
	Итого	246,604	21,603	9,086		277,293	
	Дождевая канализация	коэф-т жилой части=39389,06/55599,4=0,71 коэф-т встроенных помещений=1811,04/55599,4=0,03 коэф-т паркинга=14399,2/55599,4=0,26					
	Жилая часть	246,122				246,122	
	Встроенные помещения	10,400				10,400	
	Паркинги	90,129				90,129	
	Итого	346,651				346,651	
9		Глава 7 Благоустройство и озеленение территорий					
		Площадь жилой части-6666,4м2					
		Площадь встроенных помещений-548,8м2					
		Площадь паркинга-2031м2					
		коэф-т жилой части=6666,4/9246,2=0,72 коэф-т встроенных помещений=548,8/9246,2=0,06 коэф-т паркингов=20312/9246,2=0,22					
	Жилая часть	355,280	22,357			377,637	
	Встроенные помещения	29,607	0,290			29,897	
	Паркинги	108,558	6,388			114,946	
	Итого	493,444	29,035			522,479	
		Всего с 1 по 7гл.	29614,182	2106,859	1186,718	126,503	33034,262
10	Жилая часть	21737,656	1300,973	611,828	89,817	23740,274	
	Встроенные помещения	1146,635	64,715	212,736	3,795	1427,881	
	Паркинги	6729,891	741,171	362,153	32,891	7866,107	
		Глава 8 Временные здания и сооружения(0,95%)					
	Жилая часть	206,508	12,359			218,867	
	Встроенные помещения	10,893	7,466			18,359	
	Паркинги	63,934	0,190			64,124	
	Итого	281,335	20,015			301,350	
	Всего с 1 по 8 гл.	29895,517	2126,874	1186,718	126,503	33335,612	
	Жилая часть	21944,163	1313,333	611,828	89,817	23959,141	
Встроенные помещения	1157,528	72,180	212,736	3,795	1446,240		
Паркинги	6793,825	741,361	362,153	32,891	7930,231		
11		Глава 9.Прочие работы и затраты					
	Зимнее удорожание(1,7х0,7%) и испытание свай						
	Жилая часть	309,371	15,629			324,999	
	Встроенные помещения	15,654	0,859			16,513	
	Паркинги	93,375	8,822			102,197	
	Итого	418,400	25,310			443,710	
		Итого по главе 1-9	30313,917	2152,184	1186,718	126,503	33779,322
	Жилая часть	22253,534	1328,961	611,828	89,817	24284,141	
	Встроенные помещения	1173,182	73,039	212,736	3,795	1462,753	
	Паркинги	6887,200	750,184	362,153	32,891	8032,428	
	Глава 10. Содержание службы заказчика и авторский надзор						
	Содержание службы заказчика (2,5%)						
	Жилая часть				607,104	607,104	
	Встроенные помещения				36,569	36,569	
	Паркинги				200,811	200,811	
	Итого				844,483	844,483	

1	2	3	4	5	6	7
	Авторский надзор	коэф-т жилой части=39389,06/55599,4=0,71 коэф-т встроенных помещений=1811,04/55599,4=0,03 коэф-т паркинга=14399,2/55599,4=0,26				
	Жилая часть				10,650	10,650
	Встроенные помещения				0,450	0,450
	Паркинги				3,900	3,900
	Итого				15,000	15,000
	Итого по 10-й главе				859,483	859,483
	Жилая часть				617,754	617,754
	Встроенные помещения				37,019	37,019
	Паркинги				204,711	204,711
	Глава 12. Проектно-изыскательские работы					
17	Проектно-изыскательские работы и экспертиза	к-т жилой части=0,71, к-тстроен. помещений=0,03 паркинги=0,26				
	Жилая часть				958,078	958,078
	Встроенные помещения				40,482	40,482
	Паркинги				350,846	350,846
	Итого по главе 12				1349,406	1349,406
	Итого по главам 1-12	30313,917	2152,184	1186,718	2335,392	35988,211
	Жилая часть	22253,534	1328,961	611,828	1665,649	25859,972
	Встроенные помещения	1173,182	73,039	212,736	81,296	1540,254
	Паркинги	6887,200	750,184	362,153	588,447	8587,984
18	Сметная прибыль, админ. расходы, риск, инфляция, коммунальный налог	к-т жилой части=0,71, к-тстроен. помещений=0,03 паркинги=0,26				
	Жилая часть	2014,249	242,015		4269,851	6526,115
	Встроенные помещения	45,264	5,439		95,952	146,654
	Паркинги	203,688	24,473		431,783	659,944
	Итого	2263,201	271,927		4797,585	7332,713
	ИТОГО	32577,118	2424,111	1186,718	7132,977	43320,924
	Жилая часть	24267,783	1570,976	611,828	5935,500	32386,087
	Встроенные помещения	1218,446	78,478	212,736	177,248	1686,908
	Паркинги	7090,889	774,657	362,153	1020,230	9247,929
	НДС-20%				8664,185	8664,185
	Жилая часть				6477,217	6477,217
	Встроенные помещения				337,382	337,382
	Паркинги				1849,586	1849,586
	Средства на развитие УДПО				328,045	328,045
	2,5% от ст-ти встро. помещ. и паркинга					
	Жилая часть				0,000	0,000
	Встроенные помещения				50,607	50,607
	Паркинги				277,438	277,438
	ВСЕГО по сводному сметно-	32577,118	2424,111	1186,718	16125,207	52313,154
	му расчету					
	Жилая часть	24267,783	1570,976	611,828	12412,717	38863,304
	Встроенные помещения	1218,446	78,478	212,736	565,237	2074,897
	Паркинги	7090,889	774,657	362,153	3147,253	11374,952
	Стоимость 1м2 общей площади квартир=38863,304:6666,4=5828грн					
	Стоимость 1м2 площади встроенных помещений =2074,897:548,8=3780грн					
	Стоимость 1-го машино-места=11374,952:90=126388грн					
	Стоимость 1м3 паркинга=11374,952:14399,2=789грн					
	Составила				Струтинская	

Додаток К



Діаграма процесу кредитування та оцінки ефективності інвестицій у будівництво об'єкта житлової нерухомості
Джерело: за даними [23]

Додаток Л

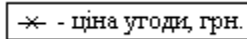


Рис. Л.1. Історія котирувань акцій ВАТ «Домобудівельний комбінат №3» на ПФТС номіналом 5 грн. (станом на 02.10.08)

Джерело: графіки складено за даними [104; 149]

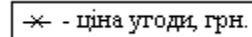


Рис. Л.2. Історія котирувань на акції виробничого об'єднання «Граніт» на ПФТС номіналом 0,25 грн. (станом на 25.02.09)

Джерело: графіки складено за даними [104; 149]

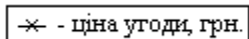


Рис. Л.3. Історія котирувань на акції ВАТ «Київміськбуд-1 ім. М.П.Загороднього» на ПФТС номіналом 0,25 грн. (станом на 20.07.09)

Джерело: графіки складено за даними [104; 149]

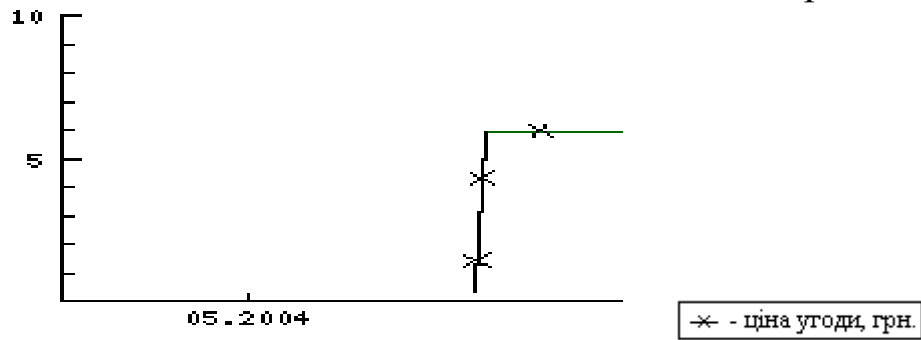


Рис. Л.4. Історія котирувань на акції ВАТ «Мегаполіс» на ПФТС номіналом 0,25 грн. (станом на 14.06.07)

Джерело: графіки складено за даними [104; 149]

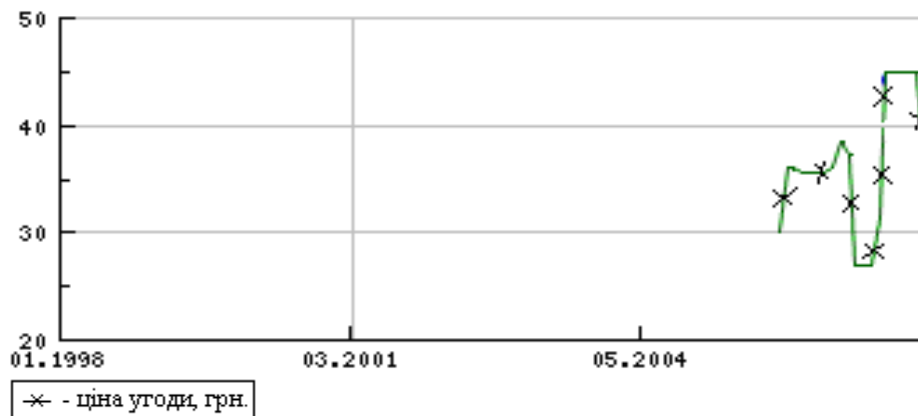


Рис. Л.5. Історія котирувань на акції ІБК «Місто» на ПФТС номіналом 22 грн. (станом на 14.06.07)

Джерело: графіки складено за даними [104; 149]

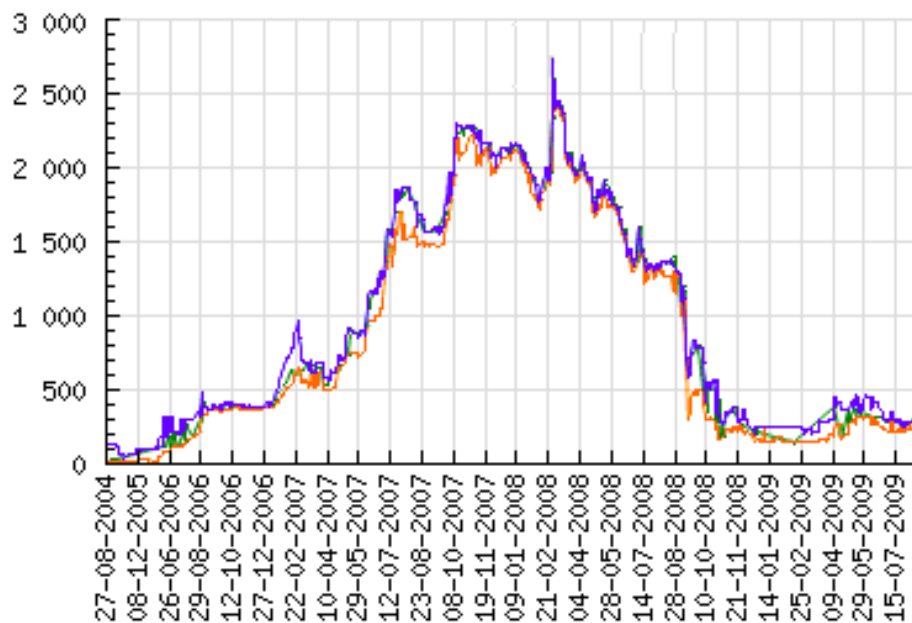


Рис. Л.6. Історія котирувань на акції ВАТ «Мостобуд» на ПФТС номіналом 100 грн. (станом на 15.07.09)

Джерело: графіки складено за даними [104; 149]

Додаток М

Результати фондових торгів на Нью-Йоркській фондовій біржі на 21.08.2007

Назва	Символ	Остання ціна, \$	Обсяги	Зміна, \$	Зміна, %	Напрямок зміни
EMC Corporation	EMC	\$19,28	15468800	+0,63	3,38	↑
Countrywide Financial Corporation	CFC	\$20,37	14829739	+0,56	2,83	↑
Micron Technology Inc.	MU	\$11,41	7592000	+0,43	3,9	↑
iShares MSCI Japan Index Fund	EWJ	\$13,56	7568300	+0,11	0,82	↓
Citigroup Inc.	C	\$48,18	6636734	-0 21	0,43	↑
Pfizer Inc.	PFE	\$24,18	6419400	+0,01	0,04	↓
Bank of America Corporation	BAC	\$51,17	5575096	-0,18	0,35	↓
CVS Caremark Corporation	CVS	\$36,48	5050890	-0,11	0,3	↑
General Electric Company	GE	\$38,36	5003500	+0,14	0,37	↑
LSI Corporation	LSI	\$6,69	4984400	+0,51	8,25	↑
New York Mortgage Trust, Inc.	NTR	\$1,12	1600	+0,1	9,8	↑
Levitt Corporation	LEV	\$2,75	40500	+0,23	9,13	↑
Bluegreen Corporation	BXG	\$8,98	20800	+0,73	8,85	↑
Opteum Inc.	OPX	\$1,08	31700	+0,08	8	↑
VMWare, Inc.	VMW	\$61,85	1930600	+4,52	7,88	↑
Accredited Mortgage Loan REIT Trust	АННPRA	\$6,5	9000	+0,45	7,44	↑
Air France - KLM	AKHWS	\$7,95	8900	+0,55	7,43	↑
Dick's Sporting Goods, Inc.	DKS	\$59,56	1960100	+3,98	7,16	↑
Найбільше денне зниження біржових котирувань акцій						
Назва	Символ	Остання ціна, \$	Обсяги	Зміна, \$	Зміна, %	Напрямок зміни
Simon Property Group, Inc.	SPGPRG	\$50,80	2000	-7,45	12,79	↓
Lehman ABS Corporation	JB1	\$23,00	1000	-2,36	9,31	↓
Standard Pacific Corp.	SPF	\$8,97	967700	-0,87	8,84	↓
Emergency Medical Services Corporation	EMS	\$29,27	81500	-2,02	6,46	↓
NIS GROUP CO., LTD.	NIS	\$3,03	9800	-0,2	6,19	↓
Acorn International, Inc.	ATV	\$12,98	39000	-0,84	6,08	↓
American Axle & Manufacturing Holdings, Inc.	AXL	\$22,51	310100	-1,33	5,58	↓
SIRVA, Inc.	SIR	\$1,17	18500	-0,07	5,48	↓
Trex, Inc,	TWP	\$14,76	51500	-0,83	5,32	↓
Toll Brothers Inc.	TOL	\$20,88	1792100	-1,14	5,17	↓

Джерело: складено за даними [101]

Додаток Н

Методика розрахунку рейтингових балів за групами факторів

Група факторів	Кількість балів за основний показник	Основні показники	Додаткові показники			
Підсумкова доходність	Алгоритм розрахунків	Рентабельність власного капіталу (Рск)	Поточна доходність акції більше або дорівнює prime-rate	Коефіцієнт капіталізації менше або дорівнює 50%	Зростання первинної вартості основних фондів більше, ніж на 10%	Зростання чистого прибутку більше, ніж на 10%
		Ф. 2 стр. 220 / Ф.1 стр. 380	Ф. 2 стр. 220 / капіталізація	Ф.1 стр. 300 / Ф.1 стр. 380	Ф.1 стр. 031	Ф. 2 стр. 220
	4	$R_{sk} \geq 2 \times R_p$	+1	+1	+1	+1
	3	$R_p \leq R_{sk} < 2 \times R_p$	+1	m + 1	+1	+1
	2	$0,5 \times R_p \leq R_{sk} < R_p$	+1	+1	+1	+1
	1	$0 \leq R_{sk} < 0,5 \times R_p$	+1	+1	+1	+1
Фінансова незалежність	Алгоритм розрахунків	Коефіцієнт автономії (Ка)	Частка довгострокових зобов'язань у позикових коштах більше 50%	Частка заборгованості перед бюджетом у позикових коштах менше 20%	Коефіцієнт загальної ліквідності більше 100%	Коефіцієнт абсолютної ліквідності знаходиться в діапазоні від 20 до 35%
		Ф.1 стр. 380 / Ф.1 стр. 280	Ф.1 стр. 480 / Ф.1 (стр. 480+620)	Ф.1 стр. 550 / Ф.1 (стр. 480+620)	Ф.1 стр. 260 / Ф.1 стр. 620	Ф.1 (стр. 230 + 240) / Ф.1 стр. 620
	4	$K_a \geq 60\%$	+1	+1	+1	+1
	3	$50\% \leq K_a < 60\%$	+1	+1	+1	+1
	2	$30\% \leq K_a < 50\%$	+1	+1	+1	+1
	1	$K_a < 30\%$	+1	+1	+1	+1
Якість корпоративного управління	Алгоритм розрахунків	Співвідношення між ринковою та балансовою вартістю (Скр)	Коефіцієнт свободи більше 200%	Факт виплати дивідендів акціями або у грошовій формі	Відсутність серед акціонерів, що володіють більше 10% акцій емітента, компаній з офшорних юрисдикцій	Наявність звітності компанії у національній системі розкриття інформації
		Капіталізація / Ф.1 стр. 380	Капіталізація / Ф.1 стр. 300	Ф. 2 стр. 340	АРІФРУ	АРІФРУ
	4	$S_{kr} > 200\%$	+1	+1	+1	+1
	3	$100\% < S_{kr} \leq 200\%$	+1	+1	+1	+1
	2	$50\% < S_{kr} \leq 100\%$	+1	+1	+1	+1
	1	$S_{kr} \leq 50\%$	+1	+1	+1	+1
Вплив кон'юнктури	Алгоритм розрахунків	Рентабельність продажів (Рпр)	Зростання коефіцієнта оборотності активів більш ніж на 10%	Зростання фактичних цін на готову продукцію підприємства більш ніж на 10%	Зниження адміністративних витрат більш ніж на 10%	Зростання виручки більш ніж на 10%
		Ф. 2 стр. 190 / Ф.2 стр. 035	Ф. 2 стр. 035 / Ф.1 стр. 280	Публічна інформація	Ф.2 стр. 070	Ф. 2 стр. 035
	4	$R_{pr} \geq 40\%$	+1	+1	+1	+1
	3	$30\% \leq R_{pr} < 40\%$	+1	+1	+1	+1
	2	$20\% \leq R_{pr} < 30\%$	+1	+1	+1	+1
	1	$5\% \leq R_{pr} < 20\%$	+1	+1	+1	+1
	0	$R_{pr} < 5\%$				

Джерело: [62; 80]

Додаток П

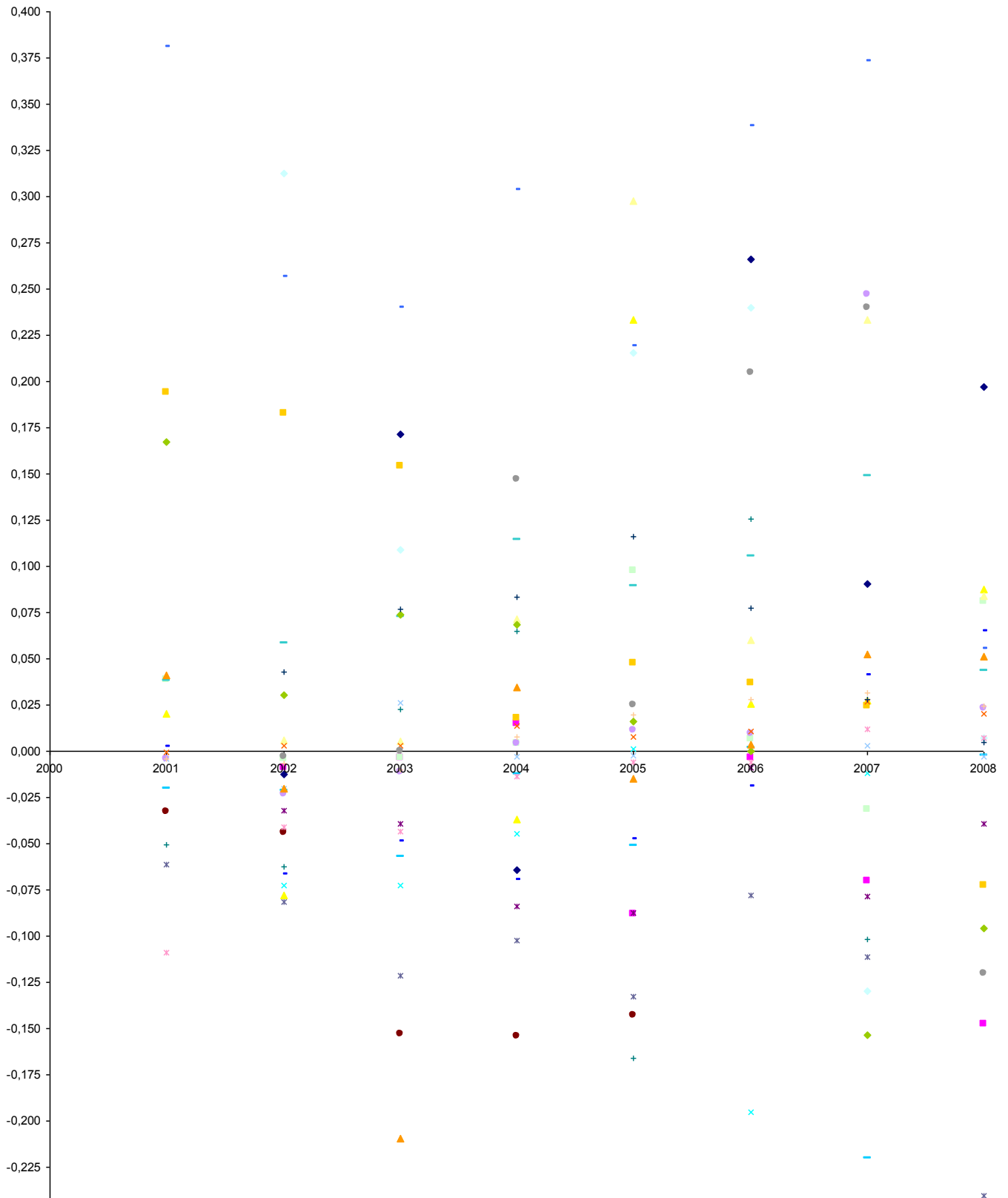


Рис. П.1. Динаміка головного показника прибутковості підприємств середньо-го й крупного бізнесу

Джерело: складено за розрахунками автора

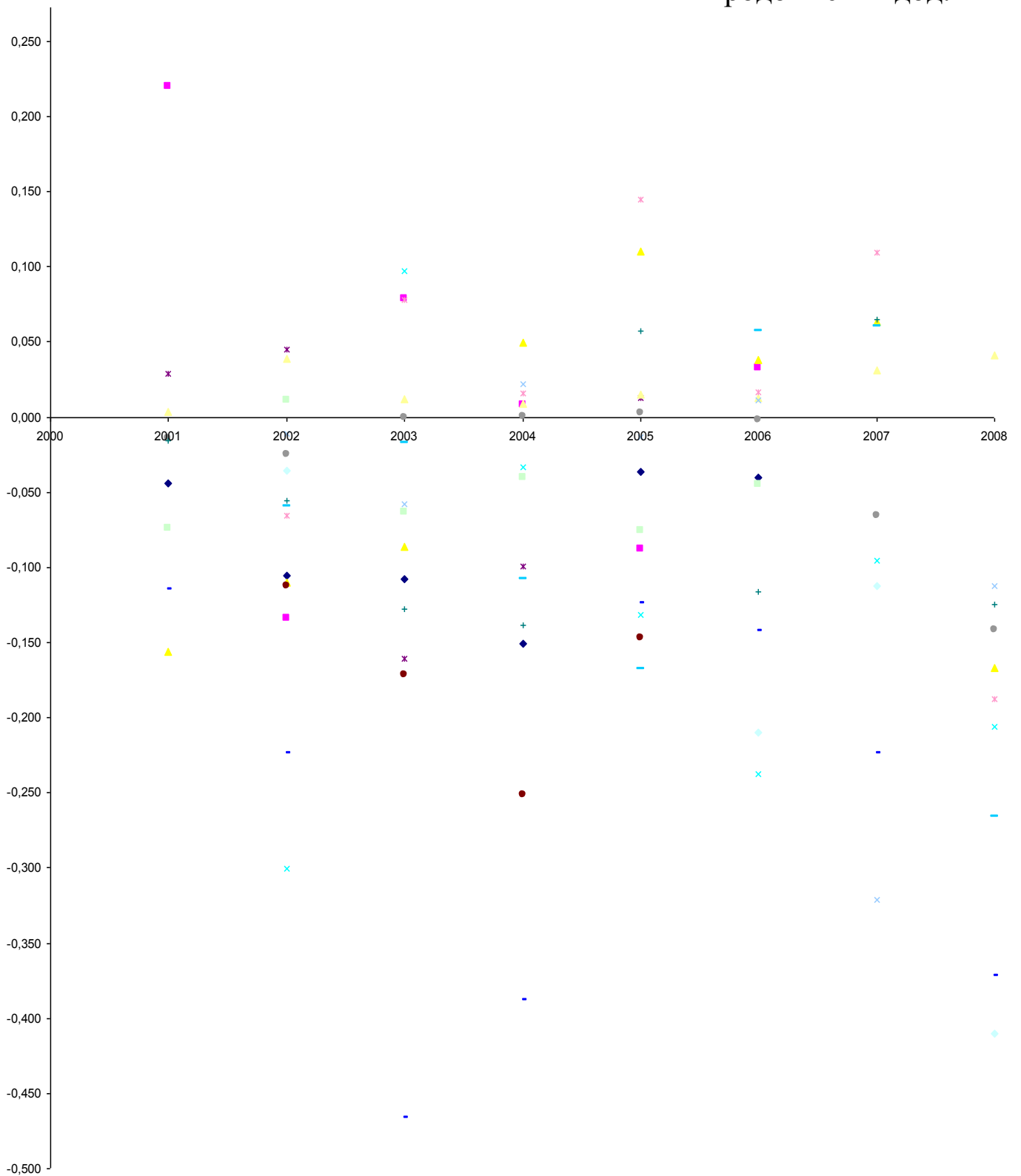
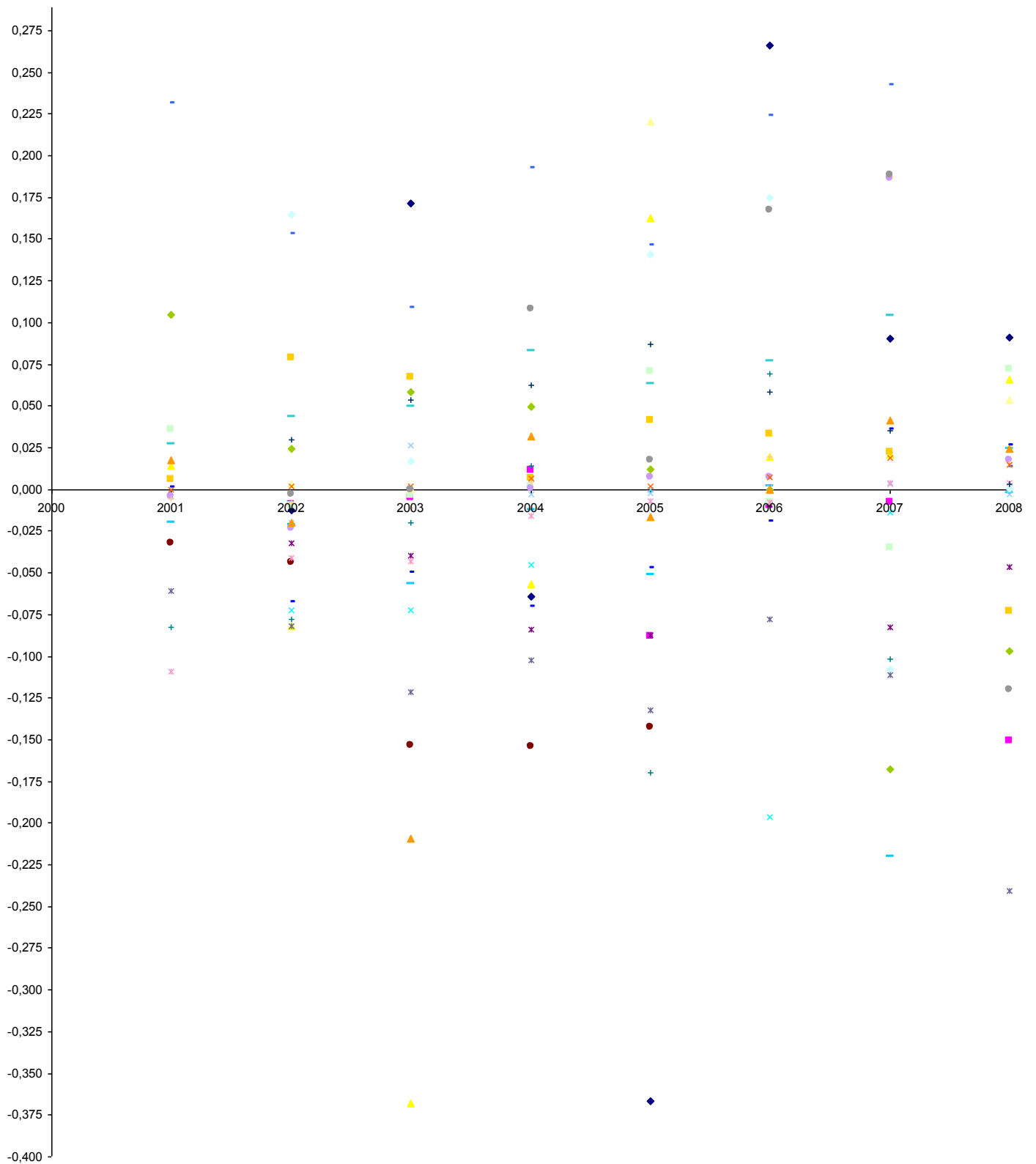


Рис. П. 2. Динаміка головного показника прибутковості малих підприємств

Джерело: складено за розрахунками автора



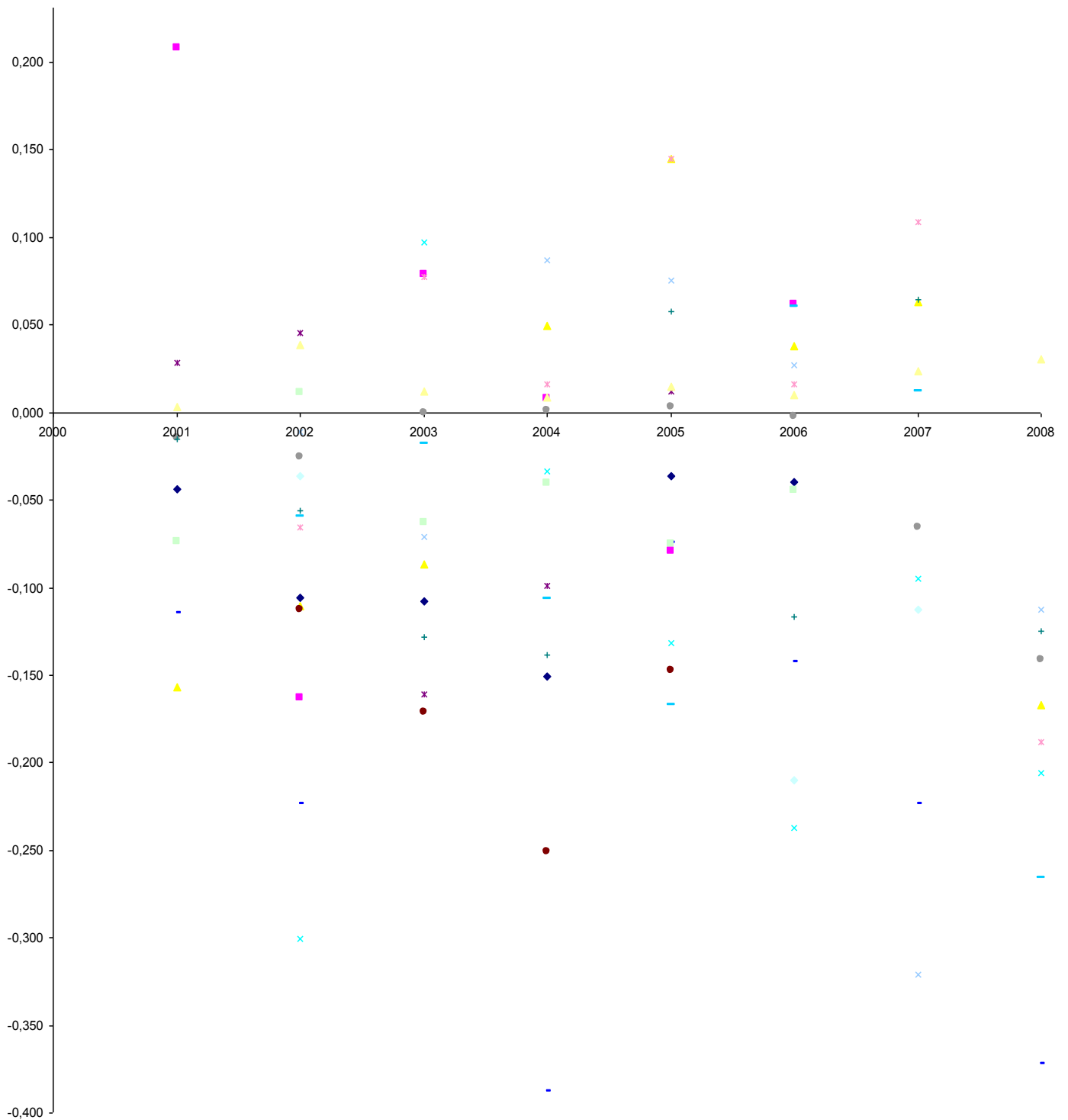


Рис. П.4. Динаміка показника прибутковості активів малих підприємств.

Джерело: складено за розрахунками автора

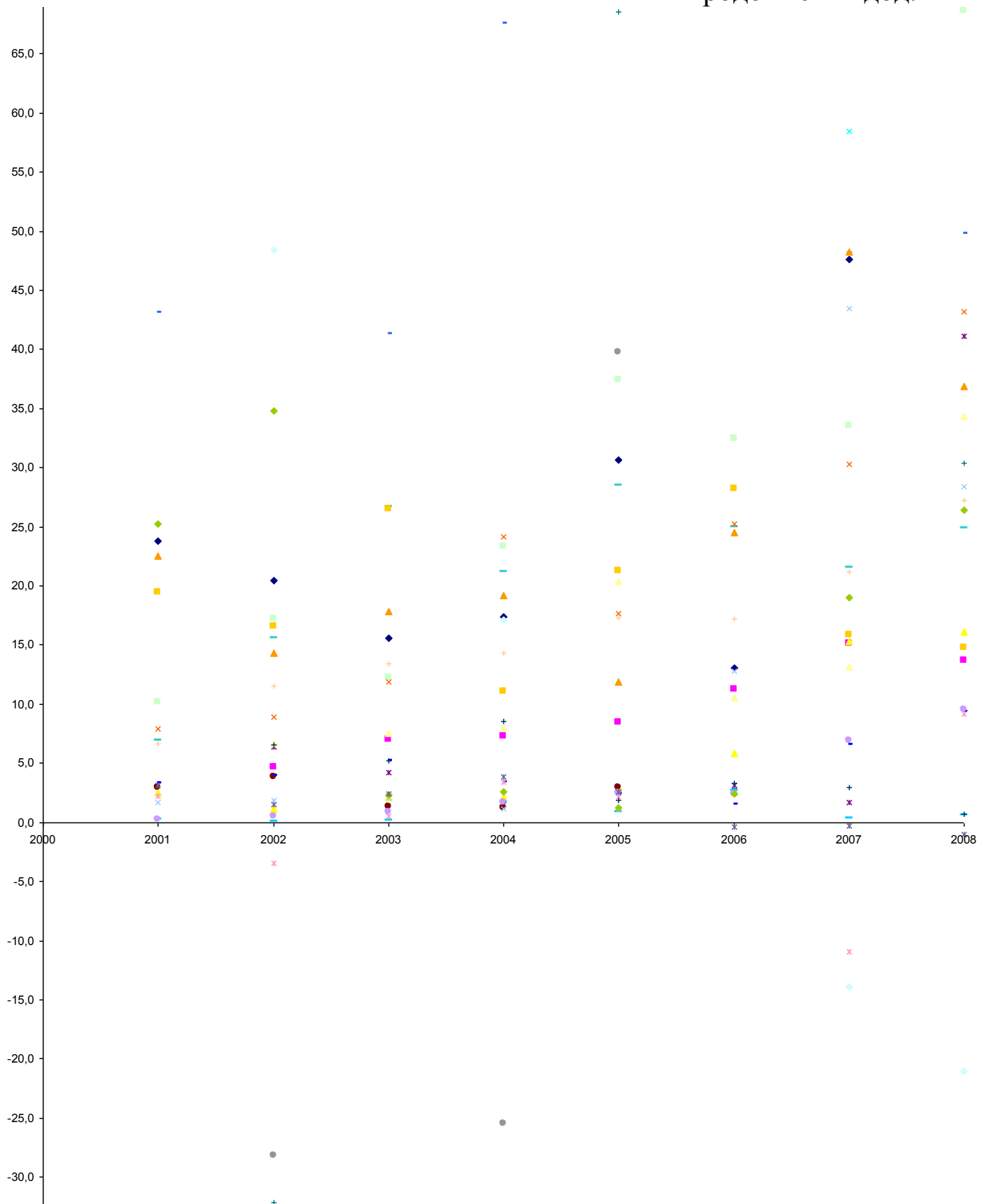


**Рис. П.5. Динаміка оборотності матеріальних активів підприємств середнього й
крупного бізнесу, %**

Джерело: складено за розрахунками автора

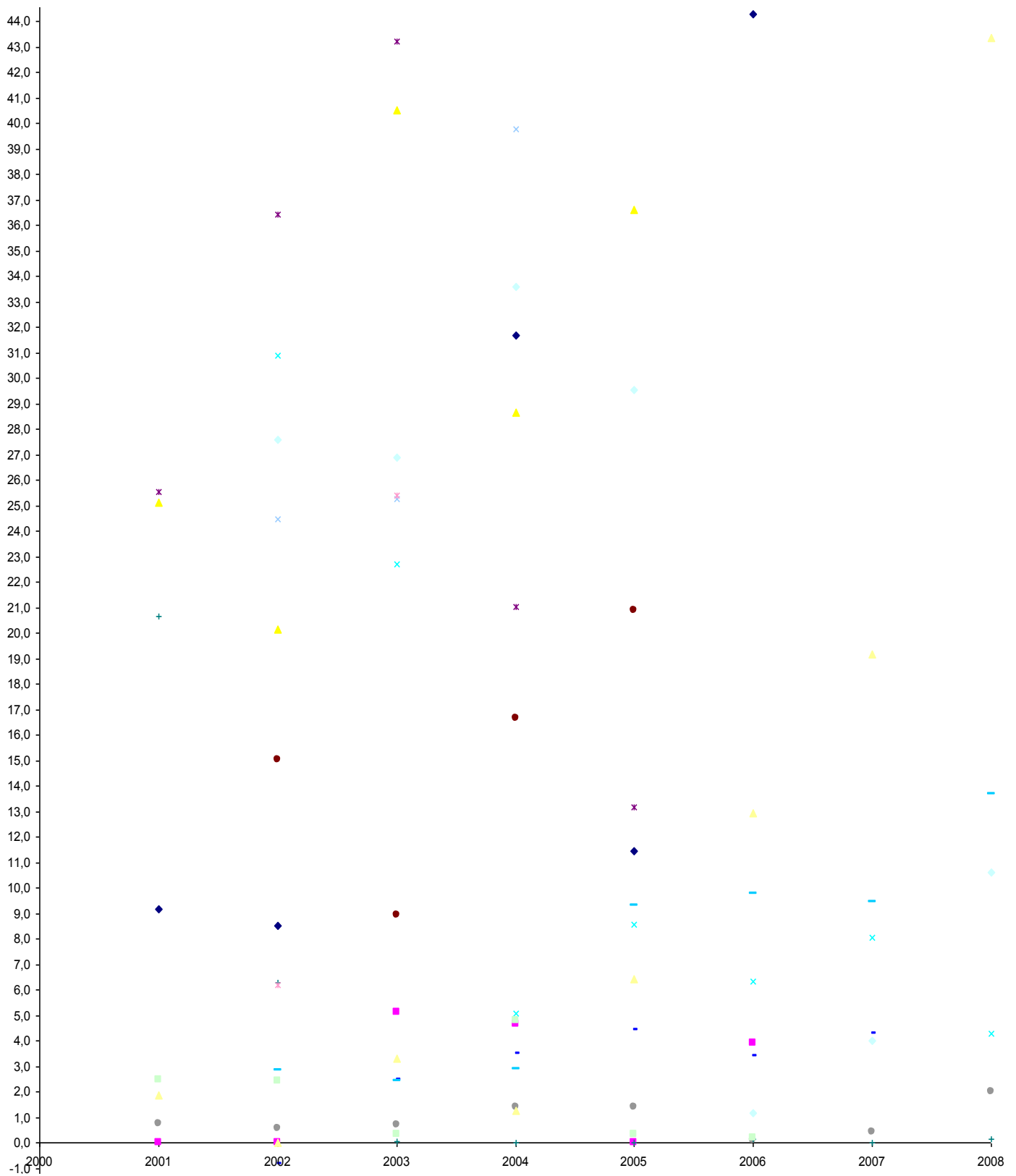


Рис. П.6. Динаміка оборотності матеріальних активів малих підприємств, %

Джерело: складено за розрахунками автора

Продовження дод. П

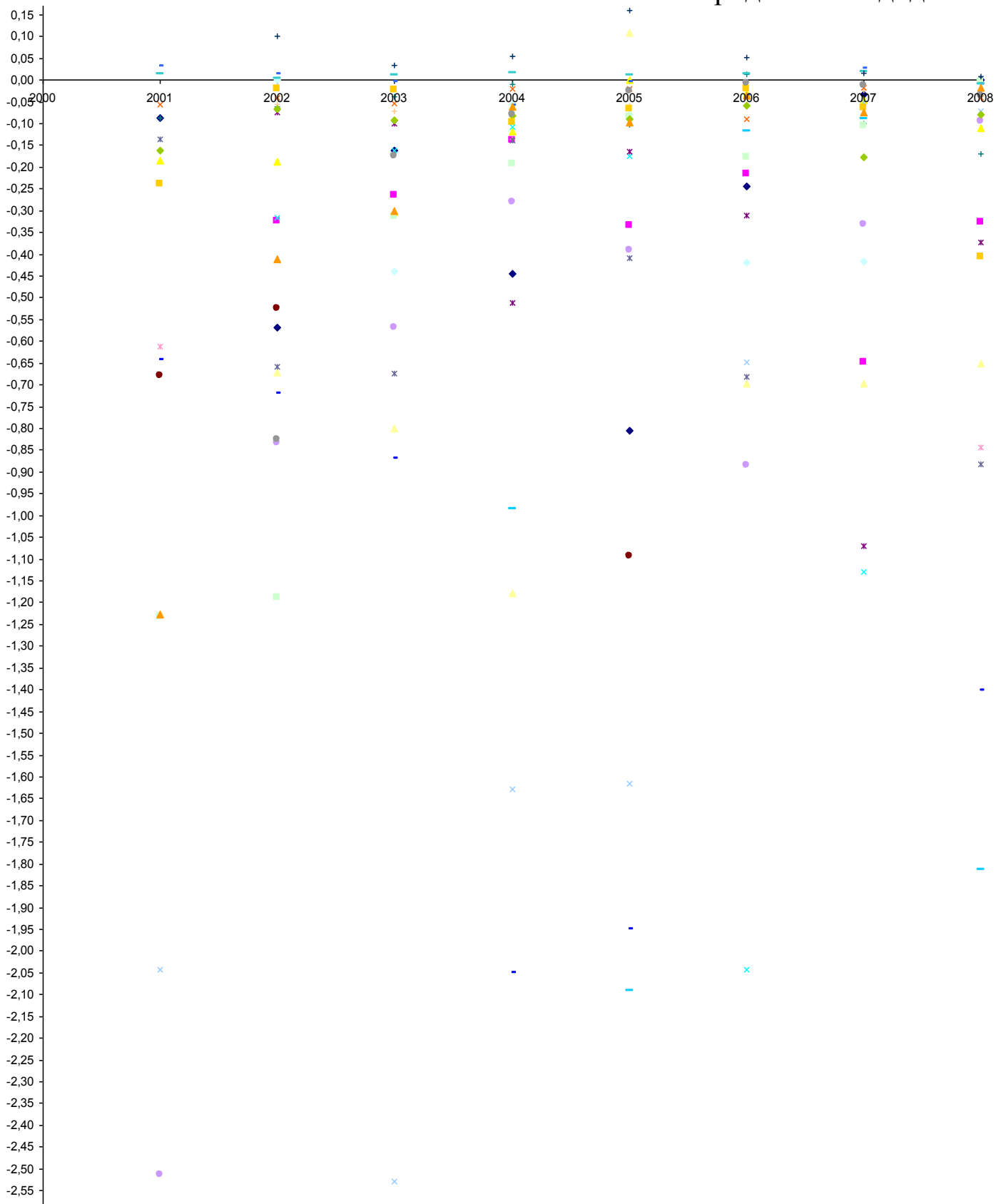


Рис. П.7. Динаміка прибутковості реалізації підприємств середнього й крупно-го бізнесу

Джерело: складено за розрахунками автора

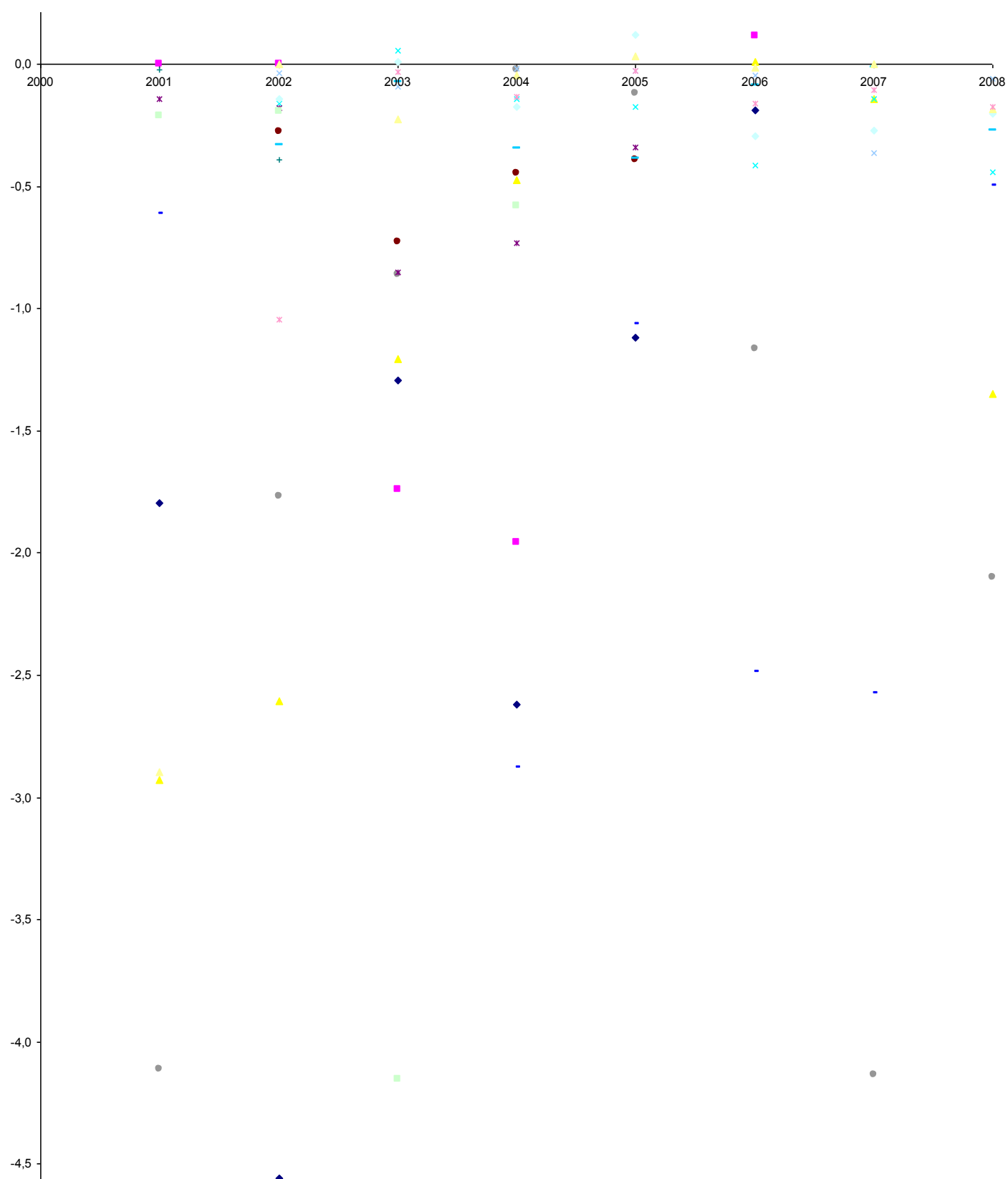


Рис. П.8. Динаміка прибутковості реалізації малих підприємств

Джерело: складено за розрахунками автора

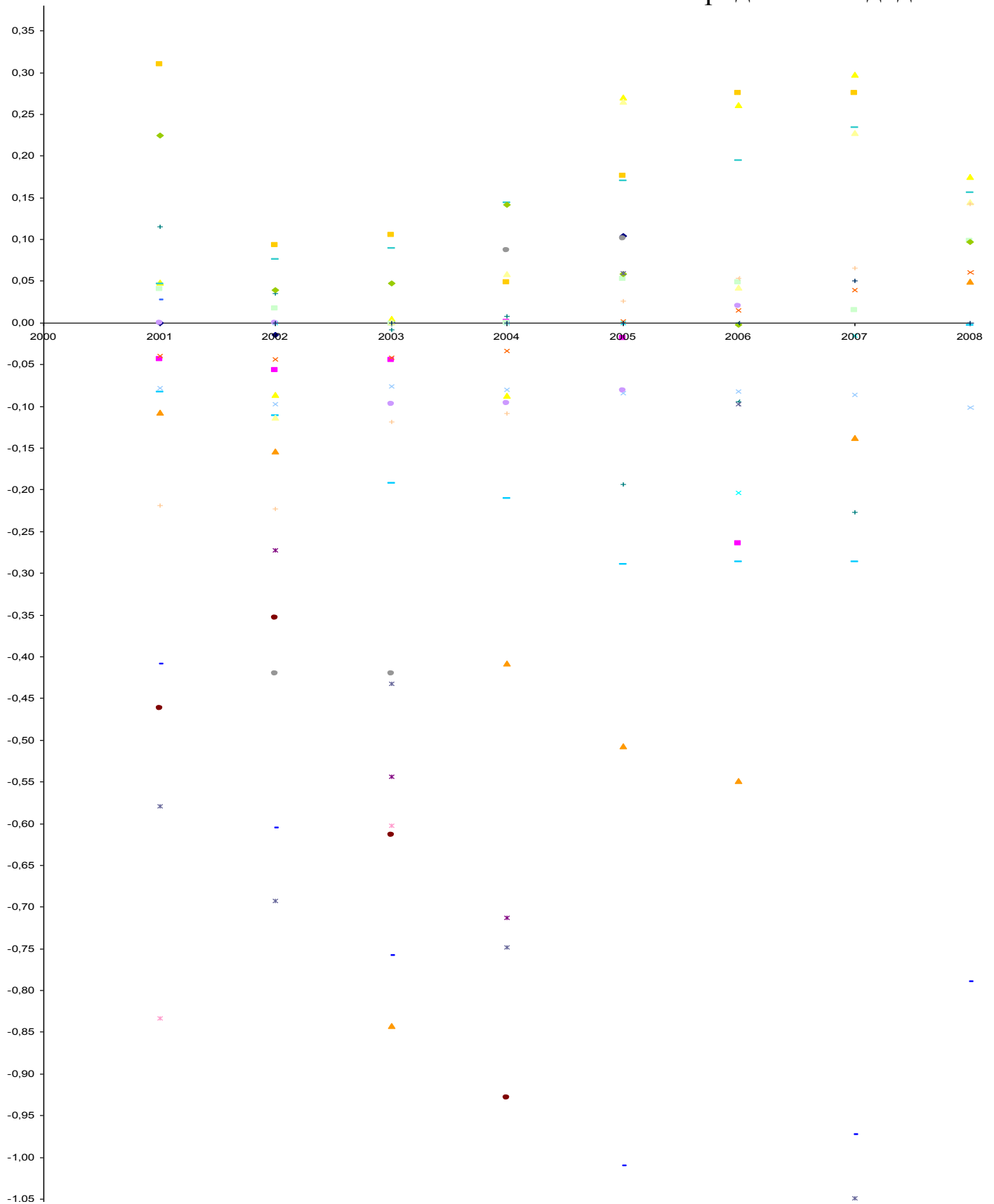


Рис. П.9. Динаміка показників окупності власного капіталу підприємств середнього й крупного бізнесу

Джерело: складено за розрахунками автора

Продовження дод. П

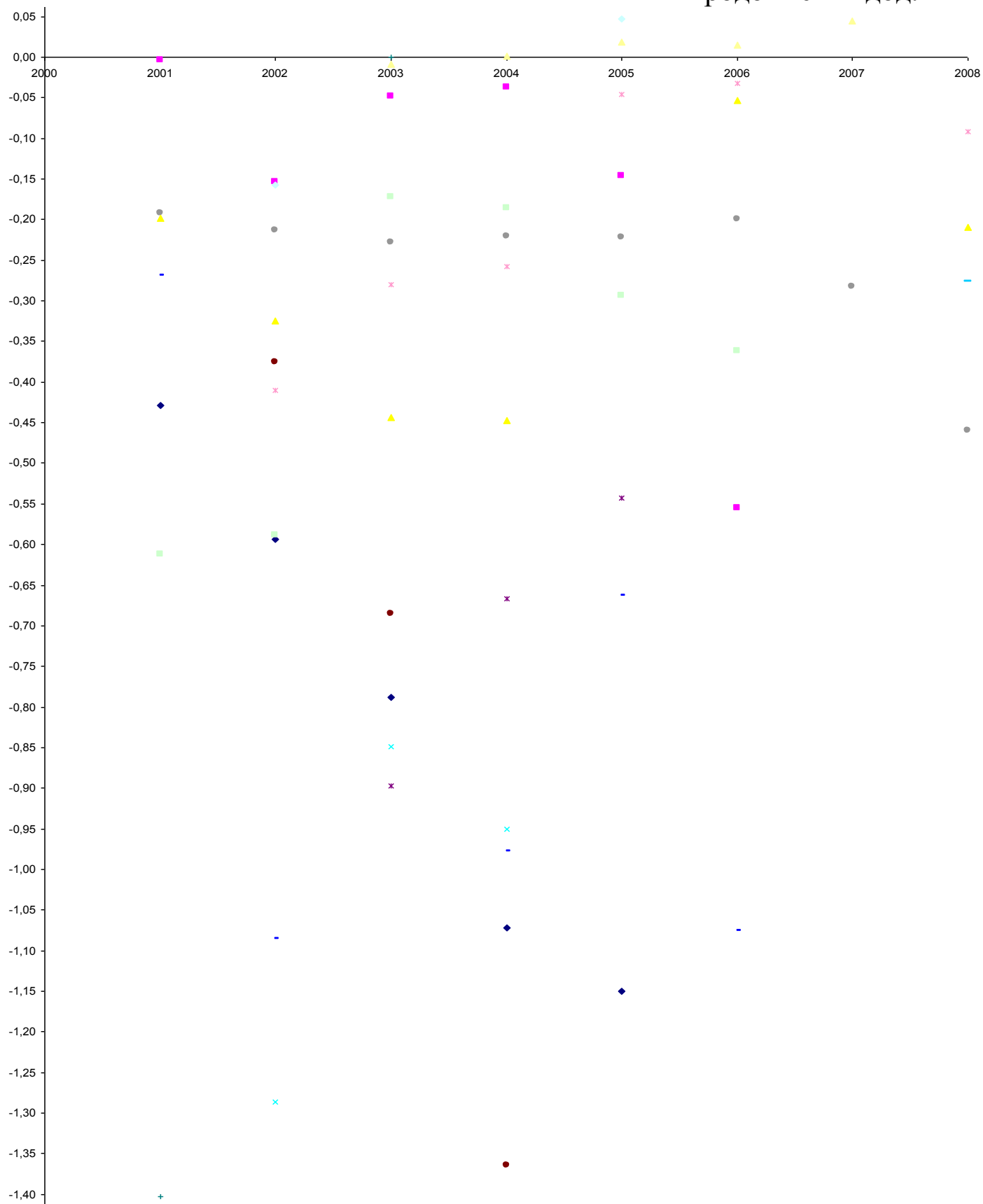


Рис. П.10. Динаміка показників окупності власного капіталу малих підприємств

Джерело: складено за розрахунками автора

Додаток Р
Визначення показників кредитоспроможності підприємства

Показники прибутковості	
Головний показник прибутковості	$\frac{\text{фінансовий результат від звич. діяльності до оподаткування}}{\text{усього активів} - \text{нематеріальні активи}} * 100\% =$ $\frac{\text{ф.2, код.170}}{\text{ф.2-м, код 170 + код 190}} * 100\% =$ $\frac{\text{ф.1, код.280-код 010}}{\text{ф.1-м, код 280}} * 100\%$
Прибутковість активів	$\frac{\text{прибуток від звич. діяльності до оподаткування}}{\text{усього активів} - \text{нематеріальні активи}} * 100\% =$ $\frac{\text{ф.2, код.190}}{\text{ф.2-м, код 190}} * 100\% =$ $\frac{\text{ф.1, код.280-код 010}}{\text{ф.1-м, код 280}} * 100\%$
Оборотність матеріальних активів	$\frac{\text{обсяг реалізації}}{\text{матеріальні активи}} = \frac{\text{ф.2, код 035}}{\text{ф.1, код 100-код 140}} * 100\% =$ $\frac{\text{ф.2-м, код 030}}{\text{ф.1-м, код 190}} * 100\%$
Прибутковість реалізації	$\frac{\text{чистий прибуток від реалізації}}{\text{обсяг реалізації}} * 100\% =$ $\frac{\text{ф.2, коди (100+090-060)(1-0,25)}}{\text{ф.2, код 035}} * 100\% =$ $\frac{\text{ф.2-м, коди (190+130-040)(1-0,25)}}{\text{ф.2-м, код 030}} * 100\%$
Окупність власного капіталу	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал}} = \frac{\text{ф.1, код 350}}{\text{ф.1, код 380}} = \frac{\text{ф.1-м, код 350}}{\text{ф.1-м, код 380}}$
Рентабельність активів	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{усього активів}} = \frac{\text{ф.2, код 220}}{\text{ф.1, код 280}} = \frac{\text{ф.2-м, код 190}}{\text{ф.1-м, код 280}}$
Рентабельність продажу	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{обсяг реалізації (без ПДВ)}} = \frac{\text{ф.2, код 220}}{\text{ф.2, код 035}} = \frac{\text{ф.2-м, код 190}}{\text{ф.2-м, код 030}}$
Показники ліквідності	
Коефіцієнт миттєвої ліквідності	$\frac{\text{грошові кошти та їх еквіваленти}}{\text{поточні зобов'язання}} = \frac{\text{ф.1, коди 220, ..., 240}}{\text{ф.1, код 620}} =$ $\frac{\text{ф.1-м, коди 220, ..., 240}}{\text{ф.1-м, код 620}}$
Коефіцієнт поточної ліквідності	$\frac{\text{високоліквідні активи, дебіторська заборгованість, векселі одержані}}{\text{поточні зобов'язання}} =$ $\frac{\text{ф.1, код 150,160+коди 170, ..., 250}}{\text{ф.1, код 620}} = \frac{\text{ф.1-м, код 150,160+коди 170, ..., 250}}{\text{ф.1-м, код 620}}$
Коефіцієнт загальної ліквідності	$\frac{\text{оборотні активи}}{\text{поточні зобов'язання}} = \frac{\text{ф.1, код 260}}{\text{ф.1, код 620}} = \frac{\text{ф.1-м, код 260}}{\text{ф.1-м, код 620}}$
Показники фінансової стійкості	
Коефіцієнт маневреності власних коштів	$\frac{\text{власний капітал} - \text{необоротні активи}}{\text{власний капітал}} = \frac{\text{ф.1, код 380 - код 80}}{\text{ф.1, код 380}} =$ $\frac{\text{ф.1-м, код 380 - код 80}}{\text{ф.1-м, код 380}}$
Коефіцієнт незалежності	$\frac{\text{залучені кошти}}{\text{власний капітал}} = \frac{\text{ф.1, код 480+код 620}}{\text{ф.1, код 380}} = \frac{\text{ф.1-м, код 480+код 620}}{\text{ф.1-м, код 380}}$

Джерело: складено згідно до вимог Постанови НБУ №279 від 6.07.2000 [115]

Додаток С

Кількість мажоритарних акціонерів та обсяги випущених акцій емітентів-загальнобудівельних організацій у 2007 році

№	Назва підприємства.	Число крупних акціонерів (>5% стат. капіталу).		Частка стат. капіталу, що контролюється, %		Число випущених акцій, млн.шт.	Статутний капітал, тис. грн.
		Фіз. осіб.	Юрид. осіб.	Фіз. ос.	Юрид. ос.		
1.	ВАТ «Буд.-пром. монтаж» (м.Київ).	2	-	62,7	-	5,16	258
2.	ВАТ «Чернівціоблагробуд» (м.Чернівці).	4	-	94	-	1,2	300,9
3.	ВАТ "БУ "Цивільбуд" (м.Світловодськ).	3	-	42,09	-	1,32	328,7
4.	ВАТ «Домобудівельний комбінат-3» (м.Київ).	-	2	-	50,09	9,65	2412
5.	ВАТ БПФ "Донецькжитлобуд" (м.Донецьк).	5	-	58,6	-	0,66	996
6.	ВАТ Трест "Київміськбуд-6" (м.Київ).	-	2	-	87,18	7,76	1939,7
7.	ВАТ «Київське спеціаліз. буд.-монтаж. управління №1» (м. Київ).	1	2	18,03	62,03	2,77	693,6
8.	ВАТ Трест «Київміськбуд-1» (м. Київ).	-	6	-	79,79	405,82	100000
9.	ВАТ "Трест "Київміськбуд-2" (м.Київ).	5	-	46,45	-	5,03	1258
10.	ВАТ Трест "Київміськбуд-3" (м.Київ).	1	2	45,03	40	13,04	3258,9
11.	ВАТ "Кримрембудтрест" (м.Симферополь).	3	-	75,09	-	11,45	2861,22
12.	ВАТ "Лубнижитлобуд" (м.Лубни).	4	-	77,58	-	0,05	12,416
13.	ВАТ «Львівське спец. буд.-монтаж. управління №1» (м.Львів).	4	-	55,23	-	4,85	1213,55
14.	ВАТ "Металургпромжитлобуд" (м.Дніпродзержинськ).	1	1	67,5	11	1,81	451,9
15.	ВАТ Трест "Міськбуд-4" (м.Київ).	-	3	-	70,62	4,84	1209,51
16.	ВАТ "Обухівпромбуд" (м. Обухів).	3	-	93,93	-	2,35	588,12
17.	ВАТ «Рем.-будівельне управління №1» (м. Київ).	-	5	-	93,5	10,03	2506,6
18.	ВАТ "Рембуд" (м.Рівне).	-	1	-	60,38	3,05	761,16
19.	ВАТ "Рем.-будівельне управління-3" (м.Київ).	-	1	-	86,26	5,25	1312,5
20.	ВАТ "Тернопільрембуд" (м.Тернопіль).	1	1	25,95	20,32	1,96	489,96
21.	ВАТ "Южноукраїнський ДБК" (м.Южноукраїнськ).	1	-	11,4	-	0,04	19,97
22.	ВАТ "Будівничий" (м.Київ).	1	-	46,63	-	2,41	120,508
23.	ВАТ "Будівельне управління №1" (м.Світловодськ).	2	-	72,84	-	1,378	344,4
24.	ВАТ "Чернігівське ремонтно-будівельне управління №10" (м.Чернігів).	-	1	-	66,21	0,041	10,132
25.	ВАТ "Фірма "Хмельницькбуд" (м.Хмельницький).	3	1	44,35	30	12,41	3102,7
26.	ЗАТ "Дарницьке ремонтно-будівельне управління" (м.Київ).	1	-	78,54	-	75,53	755,303
27.	ВАТ "Енергодарбуд" (м.Енергодар).	2	1	14,33	8,04	0,595	29839,5

Продовження дод. С

28.	ВАТ "Київське спец.ремонтно-будівельне товариство" (м.Ірпінь).	4	1	71,6	11,5	4,413	29839,5
29.	ВАТ БП "Луганбуд" (м.Луганськ).	1	1	20,14	36,73	1,934	19,3
30.	ВАТ "Обласне міжгосподарське об'єднання по капітальному будівництву" (м.Суми).	3	-	60,1	-	1,335	322,3
31.	ВАТ "Нікопольбуд" (м.Нікополь).	1	4	5,12	69,52	58,018	14040
32.	ВАТ "Запорізький домобудівельний комбінат ім.60-річчя ВЖР" (м.Запоріжжя).	-	2	-	52,44	1,301	325,3
33.	ВАТ "Домобудівний комбінат №4" (м.Київ).	-	3	-	94,77	121,104	30426,2
34.	ВАТ "Трест"Чорноморнафтогазпромбуд" (м.Симферополь).	1	-	67,52	-	44,141	441,4
35.	ВАТ "Чернігівпідрядбуд" (м.Чернігів).	3	1	43,88	7,85	1,374	343,5
36.	ВАТ "Спеціалізоване будівельно-монтажне управління №6".	2	-	47	-	0,0005	2,5
37.	ВАТ "Ремонтно-будівельне управління №51" (м.Запоріжжя).	3	-	58	-	0,347	3,5
38.	ВАТ "Промжитлосільбуд" (м.Вінниця).	2	-	63	-	0,197	49,3
39.	ВАТ "Криворіжжитлобуд" (м.Кривий Ріг).	1	2	17,69	38,53	4,945	1236,1
40.	ВАТ "Сєверодонецькхібуд" (м.Сєверодонецьк).	8	1	65,84	22,08	0,195	972,7
41.	ВАТ "Південатоменергобуд" (м.Вишгород).	1	3	23,53	31,06	30,618	7654,7

Джерело: таблицю розроблено автором за даними [1]

Додаток Т

Шкала провідних рейтингових агенцій щодо оцінювання фінансового стану акціонерних товариств

“Moody’s”	“S&P”	“Fitch”	Значення рейтингу
Aaa	AAA	AAA	Найкращий з можливих рейтингів для цінних паперів. Навіть якщо обставини зміняться, неймовірно, щоб платоспроможність емітента постраждала внаслідок передбачуваних обставин.
Aa	AA	AA	Дуже висока якість. Платоспроможність несуттєво спиймає прогнозовані події.
A	A	A	Інвестиційний клас, вважається надійною інвестицією. Сильна здатність емітента своєчасно відповідати за зобов’язаннями, але більш імовірно, що він піддається негативним наслідкам змін в економічних й політичних обставинах.
Baa	BB	BB	Самий низький рейтинг інвестиційного класу. Потребує моніторингу, незважаючи на те, що вважається адекватним за умовами здатності до своєчасного погашення зобов’язань. Негативні зміни бізнес-середовища можуть негативно відобразитися на платоспроможності.
Ba	BB	BB	Вважається спекулятивним класом, з можливістю підвищення кредитних ризиків.
B	B	B	Вважається дуже спекулятивним, з істотними кредитними ризиками й обмеженим запасом надійності. Поточні боргові зобов’язання виконуються, але це виконання могло б бути ускладнене у випадку зміни обставин.
Saa	CCC	CCC	Вважається вкрай спекулятивним, з істотними кредитними ризиками.
Sa	CC	CC	Можливий дефолт, або вважається надспекулятивним.
C	C	C	Вважається хламом (“junk”). Знаходиться в стані дефолту.
Умовні позначення, що використовуються рейтинговими агенціями До кредитного рейтингу “Moody’s” додає цифрові позначення 1, 2 і 3 до кожної категорії – від «Aa» до «Саа». Цифра 1 позначає, що підприємство знаходиться у верхній межі даної літерної категорії рейтингу; 2 – усередині групи, а 3 – у нижньому кінці цієї категорії. “Fitch” додає +/-, що позначає відносне положення у межах основної категорії.			

Джерело: складено за даними [134, с. 59; 157, с.435]

Додаток Ф

Таблиця Ф.1

Календарні платежі по стандартному кредиту загальним строком 19 місяців

Місяць	«Тіло кредиту», дол.США	Відсотки, дол.США	Всього, дол.США
1	526315,79	150000,00	676315,79
2	526315,79	142105,26	668421,05
3	526315,79	134210,53	660526,32
4	526315,79	126315,79	652631,58
5	526315,79	118421,05	644736,84
6	526315,79	110526,32	636842,11
7	526315,79	102631,58	628947,37
8	526315,79	94736,84	621052,63
9	526315,79	86842,11	613157,89
10	526315,79	78947,37	605263,16
11	526315,79	71052,63	597368,42
12	526315,79	63157,89	589473,68
13	526315,79	55263,16	581578,95
14	526315,79	47368,42	573684,21
15	526315,79	39473,68	565789,47
16	526315,79	31578,95	557894,74
17	526315,79	23684,21	550000,00
18	526315,79	15789,47	542105,26
19	526315,79	7894,74	534210,53
Всього	10000000,00	1500000,00	11500000,00

Джерело: складено за розрахунками автора

Таблиця Ф.2

Календарні платежі по кредиту з поступовим зменшенням відсоткової ставки загальним строком 19 місяців

Місяць	«Тіло кредиту», дол.США	Відсотки, дол.США	Всього, дол.США
1	526315,79	150000,00	676315,79
2	526315,79	142105,26	668421,05
3	526315,79	134210,53	660526,32
4	526315,79	126315,79	652631,58
5	526315,79	118421,05	644736,84
6	526315,79	110526,32	636842,11
7	526315,79	102631,58	628947,37
8	526315,79	94736,84	621052,63
9	526315,79	86842,11	613157,89
10	526315,79	78947,37	605263,16
11	526315,79	71052,63	597368,42
12	526315,79	63157,89	589473,68
13	526315,79	52192,98	578508,77
14	526315,79	44736,84	571052,63
15	526315,79	37280,70	563596,49
16	526315,79	28070,18	554385,96
17	526315,79	21052,63	547368,42
18	526315,79	14035,09	540350,88
19	526315,79	7017,54	533333,33
Всього	10000000,00	1483333,33	11483333,33

Джерело: складено за розрахунками автора

Продовження дод. Ф

Таблиця Ф.3

Календарні платежі по стандартному кредиту загальним строком 30 місяців із достроковим погашенням через 19 місяців

Місяць	«Тіло кредиту», дол.США	Відсотки, дол.США	Всього, дол.США
1	333333,33	150000,00	483333,33
2	333333,33	145000,00	478333,33
3	333333,33	140000,00	473333,33
4	333333,33	135000,00	468333,33
5	333333,33	130000,00	463333,33
6	333333,33	125000,00	458333,33
7	333333,33	120000,00	453333,33
8	333333,33	115000,00	448333,33
9	333333,33	110000,00	443333,33
10	333333,33	105000,00	438333,33
11	333333,33	100000,00	433333,33
12	333333,33	95000,00	428333,33
13	333333,33	90000,00	423333,33
14	333333,33	85000,00	418333,33
15	333333,33	80000,00	413333,33
16	333333,33	75000,00	408333,33
17	333333,33	70000,00	403333,33
18	333333,33	65000,00	398333,33
19	333333,33	60000,00	393333,33
	3666666,67		
Всього	10000000,00	1995000,00	8328333,33

Джерело: складено за розрахунками автора

Таблиця Ф.4

Календарні платежі по кредиту з поступовим зменшенням відсоткової ставки загальним строком 30 місяців із достроковим погашенням через 19 місяців

Місяць	«Тіло кредиту», дол.США	Відсотки, дол.США	Всього, дол.США
1	333333,33	150000,00	483333,33
2	333333,33	145000,00	478333,33
3	333333,33	140000,00	473333,33
4	333333,33	135000,00	468333,33
5	333333,33	130000,00	463333,33
6	333333,33	125000,00	458333,33
7	333333,33	120000,00	453333,33
8	333333,33	115000,00	448333,33
9	333333,33	110000,00	443333,33
10	333333,33	105000,00	438333,33
11	333333,33	100000,00	433333,33
12	333333,33	95000,00	428333,33
13	333333,33	85000,00	418333,33
14	333333,33	80277,78	413611,11
15	333333,33	75555,56	408888,89
16	333333,33	66666,67	400000,00
17	333333,33	62222,22	395555,56
18	333333,33	57777,78	391111,11
19	333333,33	53333,33	386666,67
	3666666,67		
Всього	10000000,00	1950833,33	8284166,67

Джерело: складено за розрахунками автора

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Агенція з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.smida.gov.ua/>
2. Альянс, фінансова корпорація [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.aliants.com.ua>.
3. Аналітика ринку нерухомості України [Електронний ресурс]// Асоціація спеціалістів з нерухомості (ріелтерів) України. - Режим доступу до джерела: <http://www.asnu.net/rus/analytics/index.html/>.
4. Ананьєв О.М. Оцінка вибору обсягу залучених коштів кооперативного підприємства/ О.М. Ананьєв// Фінанси України.— 2004. - №4 (101). — С.42-47.
5. Анатолій Беркута: «Строительная активность возрастает!» [Електронний ресурс]// Commercial Real Estate. — 2006. - №7. - Режим доступу до джерела: <http://www.cre-ua.com/news/10/281/>
6. Асаул А.М. Ринок нерухомості: Навч. посібник, видання друге/ А.М. Асаул, В.І. Павлов, І.І. Пилипенко, Н.В. Павліха, І.В. Кривов'язюк. — К.: Кондор.- 2006.- 336 с.
7. Асоціація спеціалістів (ріелтерів) з нерухомості України [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: http://asnu.kiev.ua/news/analytics/itogi_2008/.
8. Банкам мат [Електронний ресурс]// Кореспондент.— 2006.- №27(216)— С.66. - Режим доступу до джерела: <http://korrespondent.net/magazine/616868/>.
9. Бек Ш. Цементалитет/ Ш. Бек// Бизнес. — 2005. - №52 (675). — С. 110-112.
10. Білик М.Д. Фінансовий аналіз: Навч. посіб./ М.Д. Білик, О.В. Павловська, Н.Ю. Невмержицька. — К.: КНЕУ, 2005. — 592 с.
11. Бизнес-портал о реальном секторе экономики [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.price.ugmk.info/>.

12. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента: 2-е изд., перераб. и доп./ И.А. Бланк. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – 624 с. – (т. 1).
13. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента: 2-е изд., перераб. и доп. / И.А. Бланк. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – 624 с. – (т. 2).
14. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия / И.А. Бланк. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – 720 с.
15. Блинов А. Длинные деньги на квадратные метры [Электронный ресурс]/ А.Блинов, Ю.Венгловская, А.Кириякова, С.Лямец// Эксперт. – 2005. - №26(30). – Режим доступа до журн.: <http://www.expert.ua/articles/9/0/590/>
16. Богута Н. Своевременная продажа / Н. Богута // Эксперт. – 2006. - №7. - С.42.
17. Большой бухгалтерский словарь [под ред. А.Н. Азрилияна]. – М.: Институт новой экономики, 1999. – 574 с.
18. Бондар Т.А. Облік і контроль лізингових процесів: сучасний стан та перспективи розвитку: Дис. ... канд. екон. наук: 08.06.04 / Тетяна Анатоліївна Бондар. – К., 2004. – 221 с.
19. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент: Полный курс в 2-х т./ Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под. ред. В.В. Ковалёва. – СПб.: Экон. школа, 1997. – Т.2. – 669 с.
20. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Дж. К. Ван Хорн; пер. с англ. – М.: Финансы и статистика. – 1996.
21. Ван Хорн Дж. К. Основы финансового менеджмента/ Дж. К. Ван Хорн. – 11-е изд. – М.: Вильямс, 2001. – 989 с.
22. Васильев Н.М. Лизинг как механизм развития инвестиций и предпринимательства/ Н.М. Васильев, С.Н. Катырин. – М.: ДеКА, 1999. – 280 с.
23. Вахович І.В. Система економічних методів оптимізації будівництва: Дис.... канд. екон. наук: 08.07.03/ Інна Володимирівна Вахович. – К., 2004. – 204 с.
24. Вітлінський В.В. та ін. Кредитний ризик комерційного банку. Навчальний посібник/ В.В. Вітлінський та ін. – К.: Знання, 2000. – 251 с.

25. Внукова Н. Кредитно-рейтингова оцінка підприємств-емітентів як інструмент забезпечення розвитку фондового ринку України [Електронний ресурс]/ Н. Внукова// Ринок цінних паперів України, №1-2/2007. - Режим доступу до джерела: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.php?num=33&pub=321/
26. Гальчинский А. Земля и собственность [Електронний ресурс]/ А. Гальчинский// Дзеркало тижня. – 2005 - №43(571). - Режим доступу до джерела: <http://www.zn.ua/2000/2080/51722/>
27. Господарський кодекс України: за станом на 16.01.2003 [Електронний ресурс]/ Верховна Рада України. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15>.
28. Гребельный В.И. Финансы предприятий/ В.И. Гребельный. – 2-е изд. - К.: Европ. ун-т, 2003. – 227 с.
29. Гринченко А.И. Механизм IPO: перспективы применения в Украине/ А.И. Гринченко// Актуальные проблемы и перспективы развития экономики в Украине/ Материалы VI Международной научно-практической конференции. Алушта, 4-6 октября 2007 г. – Симферополь, 2007. - С.108-109.
30. Гриньова В.М. Фінанси підприємств: Навч. посіб./ В.М. Гриньова, В.О. Коюда. – Х.: Інжек, 2004. – 432 с.
31. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов/ А. Дамодаран; пер. с англ. – 2-е изд., исправл.– М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.
32. Державна іпотечна установа України [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.ipoteka.gov.ua/>.
33. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
34. Десять мировых угроз// Эксперт. -2005. - №38 (41) [Електронний ресурс]. - Режим доступу до журн.: <http://www.expert.ua/articles/6/0/994/>.

35. Економіка України за I півріччя 2005 року // Урядовий кур'єр. - 26.07.2005. – С. 51.
36. Економічний словник-довідник [ред. С.В. Мочерний]. – К.: Феміна, 1995. – 368 с.
37. Експрес-результати ринку лізингу України. 2008 рік [Електронний ресурс]// Міжнародна фінансова корпорація. - Режим доступу до джерела: <http://www.leasing.org.ua/>.
38. Забарний К.А. Перспективи українських IPO/ К.А. Забарний// Економічний простір: Збірник наук. праць. - №13. – Дніпропетровськ: ПДАБА, 2008. – С.12-17.
39. Заворотній Р.І. Аналіз прибутковості загальнобудівельних організацій/ Р.І. Заворотній// Актуальные проблемы и перспективы развития экономики Украины/ Материалы VI международной научно-практической конференции. Алушта, 4-6 октября 2007 г. – Симферополь, 2007. – С. 120-121.
40. Заворотній Р.І Аналіз факторів поточного розвитку будівництва в Україні / Р.І. Заворотній// Сучасний стан та проблеми інноваційного розвитку держави: Матеріали міжнар. наук.-практ. конф. Тези доп. (6-7 жовт. 2006 р.)/ Відп. ред. М.І. Карлін. – Луцьк: РВВ «Вежа» Волин. держ. ун-ту ім. Лесі Українки, 2006. – с. 169-173.
41. Заворотній Р.І. Аналіз цінових тенденцій на ринку вітчизняної нерухомості/ Р.І. Заворотній// Коммунальное хозяйство городов / Под ред. Кононенко О.Ф.– Научно-технический сборник.– Киев: Техника, 2007.– с. 238-245.
42. Заворотній Р.І. Гарантійні кредитні схеми у будівництві / Р.І. Заворотній // Пріоритети національного економічного розвитку України в контексті глобалізаційних викликів: стан, проблеми, перспективи: Матеріали наук-практ. конференції, 28.05.2008.– К.: Київ. ун-т ринк. відносин, 2008. – С.65-69.

43. Заворотній Р.І. Залучення капіталу в будівництво за критерієм вартості/ Р.І. Заворотній// Фінанси, облік і аудит: Зб. наук. пр. / Відп. ред. А.М. Мороз. 2008. Вип.11.1. – С.27-36.
44. Заворотній Р.І.Залучення фінансування з зовнішніх джерел у капітальне будівництво / Р.І. Заворотній // Ринок цінних паперів України. – 2005. - №11-12. – С.39-44.
45. Заворотній Р.І. Злиття й поглинання як метод залучення капіталу в будівництво/ Р.І. Заворотній// Актуальні проблеми економіки. – 2008 . - №3(81). - С.9-14.
46. Заворотній Р.І. Перспективи кредитування незавершеного будівництва/ Р.І. Заворотній// Ринок цінних паперів України. – 2007. - №7-8.- С.67-72.
47. Заворотній Р.І. Підвищення ефективності капітального будівництва на основі лізингу / Р.І. Заворотній// Формування ринкових відносин в Україні: зб. наук. праць. Вип. 1 (56) [наук. ред. І.К. Бондар]. – К., 2006. – С.96-101.
48. Заворотній Р.І. Проблеми розвитку будівельної галузі України / Р.І. Заворотній// Формування ринкових відносин в Україні: зб. наук. праць. Вип. 10 (53) [наук. ред. І.К. Бондар]. – К., 2005. – С.87-91.
49. Заворотній Р.І. Проблеми самофінансування розвитку будівельних підприємств/ Р.І. Заворотній// Теория и практика экономики и предпринимательства: материалы IV Международной научно-практической конференции. – Алушта, 10-12 мая 2007 г. – Симферополь, 2007. – С. 178-179.
50. Заворотній Р.І. Розрахунки будівельних підприємств з кредиторами/ Р.І. Заворотній// Розвиток фінансової системи України в умовах ринкових трансформацій: Збірник матеріалів III Всеукраїнської науково-практичної конференції вчених, викладачів та практичних працівників, 16-17 лютого 2006 р. Т. 2 – Вінниця: Книга-Вега, 2006. – С.32-35.
51. Заворотній Р.І. Сучасні проблеми кредитування будівельної галузі в Україні/ Р.І. Заворотній// Коммунальное хозяйство городов. – Научно-технический сборник. – К.: Техника, 2006. – С.128-133.

52. Заворотній Р.І. Сучасні проблеми кредитування будівельної галузі в Україні /Р.І. Заворотній// Усовершенствование экономических структур строительной отрасли в условиях трансформации экономики Украины к рыночным условиям: Материалы международной научно-практической конференции. – Харьков: ХНАГХ, 2005. – с.41-46.
53. Заворотній Р.І. Фондові механізми капіталізації будівельних підприємств. Вип. 10.1/ Р.І. Заворотній// Фінанси, облік і аудит: Зб. наук. праць. [відп. ред. А.М. Мороз].– 2007. - С.21-29.
54. Заворотній Р.І. Щодо сутності залученого капіталу (у будівництві)/ Р.І. Заворотній// Фінанси, грошовий обіг і кредит в підвищенні добробуту населення України. Матеріали наук.-практ. конференції (16-18.05.2008). – Симферополь: НАПКБ, 2008. – С.89-91.
55. Задерей Н. Рейтинги forever / Н. Задерей// Контракты. – 2005. - №32. – С.20-21.
56. Законодавство України про нерухомість // Бюлетень законодавства і юридичної практики в Україні. – 1999. - №4. – 368 с. – С.55.
57. Затоцька А. Траст, який усе-таки лопнув / А. Затоцька, С.Кирилов // Контракты. – 2006. - №7. – С.38-40.
58. Імперія нерухомості, будівництва та архітектури. – 2005. - №2 (42). – С.24.
59. Инвестиции. Финансы. Трейдинг [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.rutrading.com/stati/finansovaya-informatsiya/stavki-libor-i-euribor.html/>.
60. Индексы рынка недвижимости, аналітичний центр [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.irn.ru/methods/> .
61. Ипотека: банки раскусили клиентов [Електронний ресурс]// Українська національна іпотечна асоціація України. - Режим доступу до джерела: <http://www.unia.com.ua/>.
62. Иррациональный рынок// Эксперт - №26 (123). - 2007 - С. 60-67.

63. Канзас, агенція нерухомості [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.kanzas.ua/go/ru/view-index/>.
64. Карбовский В.Ф. Краткосрочное инвестирование на рынке акций/ В.Ф. Корбовский. – М.: Едиториал УРСС, 2002. – 128 с.
65. Кінто, компанія управління активами [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.kinto.com.ua>.
66. Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика/ В.В. Ковалёв. - М.: Проспект. – 2007. – 1024 с.
67. Козаченко Г.В. Економічна безпека підприємства: сутність та механізм забезпечення: Монографія/ Г.В. Козаченко, В.П. Пономарьов, О.М. Ляшенко. – К.: Лібра, 2003. – 280 с.
68. Константинов Е. Банкиры опасаются новостроек / Е. Константинов // Деловой журнал. – 2006. - №4 (32). – С.30.
69. Корнійчук М. Ризик і надійність. Економіко-стохастичні методи й алгоритми побудови та оптимізації систем: Монографія/ М. Корнійчук, І. Совтус. – К.: КНЕУ, 2000. – 212 с.
70. Король-Королевская А. Расстроенные планы/А.Король-Королевская// Бизнес. – 2005. - №48(671). – С.132-137.
71. Король-Королевская А. Эпоха монолита/ А. Король-Королевская// Бизнес. – 2006. - №13(688). – С.104-107.
72. Король-Королевская А. Я знаю подноготную каждого земельного участка в столице/ А.Король-Королевская// Бизнес.– 2005.– №22(645).– С. 174-177.
73. Костюченко О.А. Правові аспекти банківської діяльності: Посіб. із проблем банк. права/ О.А. Костюченко. – К.: Криниця, 2003. – 320 с.
74. Кравченко В.І. Фінансування будівництва житла: Новітні тенденції/ В.І. Кравченко, К.В. Паливода. – К.: Видав. дім «Києво-Могилянська академія», 2006. – 175 с. Т.1.
75. Кредит-рейтинг, рейтингова агенція [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.credit-rating.com.ua/>.

76. Кредитний рейтинг ВАТ Трест «Київміськбуд-1 ім. М.П.Загороднього» [Електронний ресурс]// Державна установа «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку». - Режим доступу до джерела: <http://www.smida.gov.ua/emitents/year/?id=17243&did=2>.
77. Кривенко К.Т. Політична економія: Навч. посібник/ К.Т. Кривенко, В.С. Савчук, О.О.Беляєв та ін. [за ред. К.Т. Кривенка]. – К.: КНЕУ, 2001.– 508 с.
78. Крикун К.В. Ринкова економіка підприємств будіндустрії (в запитаннях і відповідях): Навчальний посібник/ К.В. Крикун – К.: КНУБА, 2004. –208 с.
79. Крикун К.В. Техніко-економічний аналіз у будівництві: Навчальний посібник/ К.В. Крикун, 2-ге видання, перероблене і доповнене – К.: КНУБА, 2005.– 128 с.
80. Кто чего стоит?// Эксперт. - №7. - 2006. – С.70-77.
81. Лагутін В.Д. Іпотечний кредит: проблеми стимулювання виробництва / В.Д. Лагутін// Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи. Міжнарод. наук.-практ. конф. «Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи», Київ, 17.12.2002 р. [за заг. ред. В.І. Кравченка, К.В. Паливоди]. – К.: Міжнародний інститут фінансів, 2003. – С.107-112.
82. Левченко И. Большая стройка / И. Левченко, Ю. Слинько// Власть денег. – 2007. - №42(152). – С.34-40.
83. Лизинг: экономические, правовые и организационные основы: Учеб. пособие [ред.А.М. Тавасиева].– 3-е изд., перероб. – М.: ЮНИТИ, 2004.– 320 с.
84. Лубенець В.Г. Основи управління будівельним виробництвом: Навч. посібник/ В.Г. Лубенець. – К.: Вища шк., 1995. – 194 с.
85. Лысенко Е. Стройка в долг. Банки хотят нажиться на росте цен на недвижимость [Електронний ресурс]/ Е. Лысенко//Деловая столица.–2005. - №27 (217). - Режим доступу до джерела: <http://www.dsnews.ua/finance/art20749.html>.

86. Любунь О.С. Ипотечный рынок: Навчальний посібник/ О.С. Любунь, О.І. Кіреєв. – К.: Університет «КРОК», 2005. – 355 с.
87. Ляхова О.О. Комерційні банки у сфері лізингового бізнесу: Дис. ... канд. екон. н.: 08.04.01/ Олена Олександрівна Ляхова, КНЕУ. – К., 2003. - 191 с.
88. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: Навчальний посібник/ Т.В. Майорова. - К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 376 с.
89. Мироненко В. «Недвижимые» цены зашкаливают/ В.Мироненко, О.Опрышко // Власть денег. – 2005. - №34 (49). – С.41.
90. Мироненко В. По кирпичику / В. Мироненко// Власть денег. – 2005. - №29-31 (46). - С.36-37.
91. Михальський В. Сучасний стан фондового ринку України крізь призму процесів глобалізації у світовій економіці / В. Михальський // Ринок цінних паперів України. – 2007. - №7-8.- С.29-37.
92. Моисеев В. Компания недели «Градострой» [Електронний ресурс]/ В.Моисеев// Компань&н. – 2004. - №32. - Режим доступу до журн.: <http://www.companion.ua/Articles/Content/?Id=601&Callback=0/>.
93. Монополия // Профиль-Украина. – 2006. - №7 (126). – С. 58.
94. Московская экспансия // Профиль-Украина. – 2008. - №29-30(48-49). – С.8.
95. Нагаев Р.Т. Недвижимость: Энциклопедический словарь / Р.Т. Нагаев. – Казань: Изд-во ГУП «ПИК «Идеал-Пресс», 2003. – 1088 с.
96. Наумець І. Метри облігацій [Електронний ресурс]/ І. Наумець// Контракты. – 2005. - №30. - Режим доступу до джерела: <http://kontrakty.com.ua/show/ ukr/article/33/ 3020055861.html>.
97. Національний банк України [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.bank.gov.ua>.
98. Некрашук А. Иностранцы скупают цементные заводы [Електронний ресурс]/А. Некрашук// Деловая столица – 2005. - №37 (227). - Режим дос-

- типу до журн.: <http://www.dsnews.ua/companies/companies-regions/art21757.html>.
99. Некрашук А. Столичные кирпичники получили зеленый свет /А. Некрашук// Деловая столица. – 2005. - №41 (231). – С.55.
100. Нерухомість Києва. – 2006. - №19 (жовтень). – С. 144.
101. Нью-Йоркська фондова біржа [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.nyse.com/marketinfo/mktsummary/MarketMoversActive.html>
102. Ормоцадзе М. Жизнь теряет привлекательность/ М. Ормоцадзе// Деловая столица. – 2008. - №27 (373). – С. 39.
103. Паркове місто (м.Київ, вул. Вишгородська, 45), житловий комплекс [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.parkovemisto.com.ua/>.
104. Перша фондова торговельна система України [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.pfts.com.ua/>.
105. Петленко Ю.В. Оптимізація джерел фінансових ресурсів підприємств / Ю.В. Петленко// Фінанси України. – 2000. - №6 (54) – С.91-95.
106. Планета-Оболонь, агенція нерухомості [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.domik.net/mod/main/indexes/?pg=value>.
107. Поддєрьогін А.М. Фінанси підприємств: Підручник/ А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д.Буряк та ін. [кер. кол. авт. і наук. проф. А.М. Поддєрьогін]. – 5-те вид., перероб. та допов. – К.: КНЕУ, 2004. – 546 с.
108. Попова Н.В. Банківське інвестиційне кредитування: стан і перспективи розвитку: Дис. ... канд. екон. н.: 08.04.01/ А.П. Вожжов, СНТУ. – Севаст., 2004. - 191 с.
109. Послуги АКБ «Укрсоцбанк» будівельним компаніям [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.usb.com.ua/business/pred_stroi/.
110. Постанова: за станом на 18.02.2002 [Електронний ресурс]/ Верховний суд України. - Режим доступу до джерела: <<http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=n0078700-02>>

111. Предновогодня акція [Електронний ресурс]// Экономические известия. - 2006. - №11 (218). - Режим доступу до джерела: <http://www.eizvestia.com/markets/full/17659>
112. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом: Закон України №2343 за станом на 26.10.2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2343-12>.
113. Про внесення змін і доповнень до положення про фінансування та державне кредитування капітального будівництва, що здійснюється на території України: Наказ Міністерства економіки України, Міністерства фінансів України, Державного комітету у справах містобудування і архітектури України №128/79 за станом на 26.10.2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0348-96>.
114. Про дозвільну систему у сфері господарської діяльності: Закон України №2806 за станом на 26.10.2008 [Електронний ресурс]/ - Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2806-15>.
115. Про затвердження Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків: Постанова НБУ №279 від 6.07.2000. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. - Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0474-00>.
116. Про затвердження Тимчасового положення про порядок кредитування (рефінансування) Національним банком України банків, які здійснюють довгострокове кредитування: Постанова НБУ №283 від 2.08.2002. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. - Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0643-02>.
117. Про заходи щодо виконання положень Закону України «Про дозвільну систему у сфері господарської діяльності: Наказ Міністерства будівництва, архітектури та житлово-комунального господарства України №6 від

- 29.11.2005. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0191-95>.
118. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 №1560-XII. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12>
119. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 15.03.2001 №2299. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс] - Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2299-14>.
120. Про іпотеку: Закон України від 5.06.2003 № 898-IV. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс] - Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=898-15>.
121. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечними сертифікатами: Закон України від 19.06.2003 №979-IV. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=979-15>.
122. Про іпотечні облігації: Закон України від 22.12.2005 №3273-IV. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3273-15>.
123. Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України від 28.12.1994 №334/94. – [Цит. 2008, 26 жовтня] [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=334%2F94-%E2%F0>.
124. Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії «Київміськбуд»: Закон України від 20.04.2000 №1674. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1674-14>.
125. Про створення кредитно-гарантійної установи з підтримки малого й середнього підприємництва: Указ Президента №540/99 від 20.05.1999 [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=540%2F99/>.

126. Про фінансовий лізинг: Закон України від 16.12.1997 №723. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=723%2F97-%E2%F0>.
127. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю: Закон України від 19.06.2003 №978. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=978-15>.
128. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.12.2006 №3480. – [Цит. 2008, 26 жовтня]. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до джерела: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
129. Райзер М. Україна. Економічний огляд /М. Райзер, Р. Піонтківський// Лізинг в Україні. – 2008. - №1. – С. 1-4.
130. Редькін О.С. Лібералізація інвестиційних процесів в Україні/ О.С. Редькін, О.С. Гришина// Фінанси України.– 2002.- №2.– С.115-123.
131. Рогожин П.С. Економіка будівельних організацій/ П.С. Рогожин, А.Ф. Гойко. – К.: Видавничий дім «Скарби», 2001. – 448 с.
132. Роготин П.С. Економіка будівельних організацій/ П.С. Роготин. - К.: Видавн. дім "Скарби", 2001. – 314 с.
133. Романюк Е. Доскакались/ Е.Романюк//Бизнес.–2006.-№35(710).– С.100-105.
134. Романюк Е. Пейзаж за єдиним окном / Е. Романюк // Бизнес. – 2006. - №49(724). – С.129-130.
135. Романюк Е. Первое массовое размещение / Е.Романюк // Бизнес. – 2006. - №50 (725) – С.114-120.
136. Рубцов Б.Б. Фондовый рынок США/ Б.Б. Рубцов// Портфельный инвестор. – 2008. - №3. – С. 27-38.
137. Руденко О. На кону квартира!/ О.Руденко, Н.Васильева// Бизнес. – 2005. - №50(673). - С.128-133.

138. Симионов Ю.Ф. Экономика строительства: Учебное пособие для студентов ВУЗов строительных специальностей/ Ю.Ф. Симионов. – М.: Росто, 2003. – 352 с.
139. Снигурский А. Чужие здесь не ходят/ А. Снигурский // Эксперт.– 2005. - №11(16). – С.16-20.
140. Солодка П. Квартирна відповідь / П.Солодка, С.Кирилов // Контракты. – 2005. - №52. – С. 62-64.
141. Солодка П. Як будують Київ/П.Солодка//Контракты.– 2005.-№52.–С.66-67.
142. Сорокин В. Новая стратегия рынка недвижимости/ В. Сорокин // Commercial Real Estate. – 2006. - №5. – С.20-23.
143. Статистичний щорічник України за 2004 р. [за ред. О.Г. Осауленка]. - К.: Держкомстат. - 2005. – 591 с.
144. Степанов И.С. Экономика строительства: Учебник для ВУЗов всех строительных специальностей/ И.С. Степанов, В.Я. Шайтанов, Б.А. Волков и др.; Моск. гос. строительный ун-т, Моск. гос. ун-т путей сообщения. – М.: Юрайт, 1998. – 413 с.
145. Стеценко Б.С. Акціонерні товариства на ринку капіталів України: Автореф. дис.... канд. екон. н.: 08.00.08 / Богдан Станиславович Стеценко, КНЕУ. – К., 2007. – 19 с.
146. Строительные цены. - К.: Строитель. - 2005. - №1(11). – С. 59-60.
147. Строительство не остановит // Эста. Энергосбережение. Бизнес. Жизнь. – 2007. - №4 (52). – С.62.
148. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник/ В.М. Суторміна. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.
149. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.investfunds.com.ua/>.
150. Укрцемент, корпорація [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.ukrcement.com.ua/>.

151. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник [за ред. проф. Г.Г. Кірейцева]. – 2-ге видання, перероблене і доповнене – Київ: ЦУЛ, 2002.– 496 с.
152. Филев Н. Рейтинг, насильно данный/ Н. Филев, В. Духненко// Эксперт. – 2005. - №11(16). – С.36-37.
153. Франкфуртська фондова біржа [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.deutsche-boerse.com>.
154. Фурса А. Остановите недвижимость! / А. Фурса, М. Балабан// Власть денег. – 2006. - №15 (80). – С.30-34.
155. Фурса А. Строители свою маржу добровольно нам не уступят / А. Фурса // Власть денег. – 2006. - №15 (80). – С.36-39.
156. Хеддервик К. Финансово-экономический анализ деятельности предприятий/ К. Хеддервик. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 191 с.
157. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навч. посіб./ В.М. Шелудько – К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с.
158. Шкарпова О. Акули піщаних кар'єрів / О.Шкарпова // Контракты.– 2006.-№9. – С.21-23.
159. Baker George P. The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value / George P.Baker, George David Smith.- Cambridge: Cambridge University Press, 1998. – 867 p.
160. Bank of International Settlements: Quarterly Review, June 2009 [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.
161. Burrough Bryan. Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco/ Bryan Burrough, John Helyar.- New York: Harper & Row, 1990. – 592 p.
162. Chandra Prasanna. Finance Sense: An Easy Guide for Non-Finance Executives/ Prasanna Chandra. - Tata McGraw-Hill Publishing Company Ltd., 1993.– 404 p.
163. Euribor, європейська аналітична агенція [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.euribor.org/>.

164. Haspeslagh Philippe C. Managing Acquisitions. Appendix B: Prior research on Mergers and Acquisitions/ Philippe C. Haspeslagh, David B. Jemison. - Ed. Hardcover – 482 p.
165. LBO Alliance, ТОВ [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://www.lbo.ru>.
166. Lubatkin M.H. Mergers and the performance of the acquiring firm/ M.H. Lubatkin// Academy of Management Review, Vol. 8/2.-1983.– С.218-225.
167. M&A Outlook //Mergers&Acquisitions Journal. - 1998. – P.52-59.
168. Olsen J. Note on Leveraged Buyouts [Електронний ресурс]/ J. Olsen, S. Gagliano, F. Wainwright, C. Blaydon.- Tuck School of Business at Dartmouth. – 2003. - Режим доступу до джерела: http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/pdfs/LBO_Note.pdf/.
169. PriceWaterhouseCoopers. Leadership Communications. Merger Messages and Qs&As. - 1998. – 361 p.
170. Pro-forma Consolidated Financial Statements. 31 December 2006 [Електронний ресурс]/ TMM Real Estate Development plc. – 2006. - Режим доступу до джерела: <http://www.tmm.ua>.
171. Report and consolidated financial statements and financial statements of the Parent. 31 December 2006 [Електронний ресурс]/ XXI Century Investments Public Limited. – 2006. – Режим доступу до джерела: <http://www.21.com.ua>.
172. Ross. Corporate Finance [Електронний ресурс]/ Ross. - Westerfield and Jaffe, 5th Edition. – P. 455-459.
173. Federal Reserve Statistical Release, Z.1, Flow of Funds Accounts of the United States [Електронний ресурс]. - 8 March 2007. - Режим доступу до джерела: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/20070308/>.
174. Wikipedia [Електронний ресурс]. - Режим доступу до джерела: <http://ru.wikipedia.org/wiki/LIBOR/>.



УКРАЇНА

**ВИКОНАВЧИЙ ОРГАН КИЇВСЬКОЇ МІСЬКОЇ РАДИ
(КИЇВСЬКА МІСЬКА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ)**

ГОЛОВНЕ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛЬНОГО БУДІВНИЦТВА м. КИЄВА

03073, м.Київ, вул. Фрунзе, 113 тел/факс 8 (044) 200-38-76

08.10. 2009 № 068-1126/0.1

ДОВІДКА

Дисертаційне дослідження Заворотнього Романа Ігоревича на тему „Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва” пройшло апробацію в діяльності Головного управління капітального будівництва м.Києва.

Висунуті дисертантом пропозиції щодо планування будівництва застосовуються в процесі управління фінансуванням реалізації капітального будівництва. Класифікація статей витрат, а також основні фактори впливу на собівартість виробництва застосовуються при складанні річних фінансових планів та формалізації потреб в бюджетних асигнуваннях.

Начальник

В. Черній



ДЕРЖАВНА СУДОВА АДМІНІСТРАЦІЯ УКРАЇНИ

01021, м. Київ, вул. Липська, 18/5, тел. 537-30-20, факс 537-30-26, inbox@court.gov.ua

29.05.2009 № 17-3676/09

на № _____ від _____

ДОВІДКА

У Державній судовій адміністрації України пройшла апробацію кандидатська дисертація Заворотнього Романа Ігоревича на тему "Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва".

При плануванні бюджетних коштів для організаційного забезпечення діяльності судів департаментом планово-фінансової діяльності та соціального забезпечення використовуються результати дисертаційного дослідження. Так, розроблені автором методи фінансового аналізу й планування будівництва були застосовані департаментом при фінансуванні капітального будівництва житла для суддів та будівництві (реконструкції) приміщень судів. Підвищенню ефективності бюджетного фінансування капітального будівництва сприяли застосовані Заворотнім Р. І. класифікація статей витрат та основні фактори впливу на собівартість будівництва.

Для ефективного планування бюджетних коштів при реалізації проектів будівництва доцільно використовувати ряд розробок зазначеної дисертації.

В. о. Голови

В. Лиханський

ДЕСНЯНСЬКА РАЙОННА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ м. КИЄВА
КОМУНАЛЬНЕ ПІДПРИЄМСТВО
«ВАТУТІНСЬКІНВЕСТБУД»

♦ 02225, м. Київ, пр. В. Маяковського, 7-в тел. 534-07-61 ♦

Вих. № 10-181

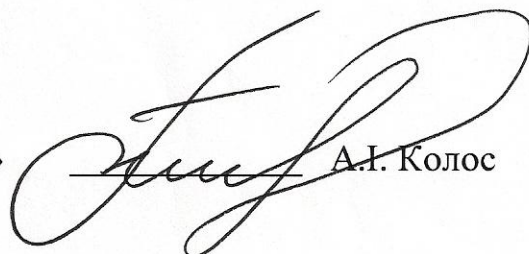
«07» 02 2009р.

ДОВІДКА

Результати представленою здобувачем Заворотнім Романом Ігоревичем дисертаційного дослідження на тему "Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва" були успішно апробовані в господарській діяльності КП «Ватутінськінвестбуд». В процесі планування фінансово-господарської діяльності комунального підприємства отримали застосування загальні календарні моделі реалізації об'єктів капітального будівництва. Методи аналізу ефективності діяльності і планування застосовуються виробничим, кошторисно-договірним і фінансовим відділами підприємства. Класифікація статей витрат, а також основні фактори впливу на собівартість виробництва ураховуються при освоєнні бюджетних коштів у будівництві в Деснянському районі м. Києва.

В цілому, винесені в дисертації пропозиції Заворотнього Р.І. сприяли підвищенню ефективності діяльності КП «Ватутінськінвестбуд».




А.І. Колос



ВИКОНАВЧИЙ ОРГАН КИЇВСЬКОЇ МІСЬКОЇ РАДИ
(КИЇВСЬКА МІСЬКА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ)

КОМУНАЛЬНЕ ПІДПРИЄМСТВО
ДИРЕКЦІЯ РЕСТАВРАЦІЙНО-ВІДНОВЛЮВАЛЬНИХ РОБІТ

04073 м. Київ, вул.Фрунзе,113. т. 200.38.79

Вих. № 068/01-338
вг 29.09.2009 р.

«28» вересня 2009 р.

ДОВІДКА

Результати дисертаційного дослідження Заворотнього Романа Ігоревича на тему «Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва» були апробовані в господарській діяльності комунального підприємства «Дирекція реставраційно-відновлювальних робіт». Зокрема, висунуті дисертантом пропозиції використовуються в процесі планування фінансово-господарської діяльності підприємства.

Основними видами економічної діяльності підприємства виступають «Загальне будівництво будівель» та «Управління підприємствами», тому наведені в роботі методи фінансового аналізу й планування будівництва активно застосовуються відділом планування в процесі управління фінансуванням реалізації капітального будівництва. Класифікація статей витрат, а також основні фактори впливу на собівартість виробництва застосовуються при складанні річних фінансових планів та формалізації потреб в бюджетних асигнуваннях.

Директор

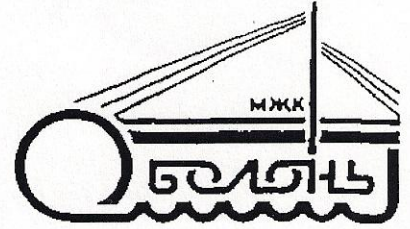
КП «Дирекція реставраційно-
відновлювальних робіт»



Г.І. Гера

**Закрите акціонерне товариство
Молодіжний житловий комплекс
"ОБОЛОНЬ"**

04210 м. Київ, пр. Героїв Сталінграду, 12-К
Тел. 414 - 86 -97, 414 - 87 - 13
Р/Р 26004014151691 Київська міська філія
АКБ "Укрсоцбанк" Мінське відділення
МФО322012, ЗКПО21618448



06.03.2009 № 108
на _____

ДОВІДКА

Кандидатська дисертація Заворотнього Романа Ігоревича на тему «Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва» пройшла апробацію в МЖК «Оболонь».

Результати дисертаційного дослідження використовуються в процесі планування фінансово-господарської діяльності. Зокрема, наведені автором методи фінансового аналізу й планування будівництва були застосовані управлінням планово-фінансової діяльності в процесі керування фінансуванням реалізації капітального будівництва. Класифікація статей витрат, а також основні фактори впливу на собівартість виробництва також отримали застосування при плануванні житлового будівництва. Залучення додаткових, позикових, ресурсів за пропозиціями Заворотнього Р.І. сприяло підвищенню ефективності фінансування житлового будівництва.

Окремі розробки дисертації щодо раціоналізації обсягів запозичень, планування ефективності будівельних проектів доцільно використовувати при фінансуванні та управлінні грошовими потоками.

З повагою,

Президент

В.І. Антонов

ДОВІДКА

Кандидатська дисертація Заворотнього Романа Ігоревича на тему "Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва" пройшла апробацію в ЗАТ «Лігобуд» ПБК «Укрмонолітспецбуд».

Методи фінансового аналізу й планування будівництва, надані автором, було застосовано планово-фінансовим відділом при реалізації проектів як житлового будівництва, так і проектів будівництва громадських будівель.

Результати дисертаційного дослідження використовуються в процесі планування фінансово-господарської діяльності ЗАТ «Лігобуд».

Основні фактори впливу на собівартість виробництва та класифікація статей витрат, отримали застосування при плануванні житлового будівництва. Залучення додаткових позикових ресурсів за пропозиціями Заворотнього Р.І. підвищило ефективність фінансування цього будівництва.

Розробки дисертації щодо раціоналізації обсягів запозичень, планування ефективності будівельних проектів доцільно використовувати при фінансуванні та управлінні грошовими потоками для капітального будівництва.



Голова Правління

Л. І. Гончаров

ТОВ «ДОКА»

Адреса: 04071, м. Київ, вул. Шекавицька, 30\39
код 19261401; р/р 26002014215841 в Мінському відділенні Київського міського філіалу
АКБ «Укрсоцбанк» м. Київ, МФО 322012, т/факс 416-32-48, 43189-94

Вих. № 3011 вих.

«27» 03 2009 р.

ДОВІДКА

Представлена Заворотнім Романом Ігоревичем дисертація на здобуття вченого ступеня кандидата економічних наук на тему "Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва" була апробована у господарській діяльності товариства з обмеженою відповідальністю "Дока".

Спеціалізацією товариства «Дока» виступають такі класи економічної діяльності, як «Загальне будівництво будівель» та «Управління підприємствами». Результати дисертаційного дослідження використовуються в процесі планування фінансово-господарської діяльності підприємства. Зокрема, наведені автором методи фінансового аналізу й планування будівництва застосовуються фінансовим відділом при складанні календарних моделей реалізації будівельних проектів; класифікація статей витрат, а також основні фактори впливу на собівартість виробництва отримали застосування при бюджетуванні діяльності; описані в роботі фінансові коефіцієнти також використовуються при аналізі фінансового стану підприємства. Залучення додаткових кредитних ресурсів за пропозиціями Заворотнього Р.І. сприяло підвищенню ефективності фінансування реалізації об'єктів в спільній діяльності з ТОВ "Роспромінвестбуд", за адресами м.Київ, вул. О.Гончара,33, та вул. Ярославів Вал, 13-в.

Окремі розробки дисертації щодо раціоналізації обсягів запозичень, планування ефективності будівельних проектів доцільно використовувати при бюджетуванні, складанні зведеної управлінської звітності, управлінні грошовими потоками підприємства, а також в процесі аналізу поточних фінансових показників консолідованої звітності будівельної компанії.

Директор ТОВ «ДОКА»



/Резнік С.М./

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Проректор з науково-методичної
роботи ДВНЗ



«КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

к.е.н., професор

 С.В. Степаненко

«11 травня» 2009 року

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Проректор з наукової роботи ДВНЗ



«КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

член-кореспондент НАН України,

проф. В.С. Савчук

«11 травня» 2009 року

ДОВІДКА

про впровадження в навчальному процесі результатів дисертаційного дослідження Заворотнього Романа Ігоровича на тему: «Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва»

Основні положення, висновки та рекомендації, одержані в результаті дисертаційного дослідження, використовуються при викладанні навчальних дисциплін «Фінанси підприємств», «Фінансовий аналіз», «Бюджетування діяльності суб'єктів господарювання», «Фінансовий менеджмент».

Завідувач кафедри

фінансів підприємств

КНЕУ імені Вадима Гетьмана

к.е.н., професор



А.М. Поддєрьогін