

УДК 332.7

DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2019-1-24>

Некрасова Л.А.

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри економіки підприємств
Одеського національного політехнічного університету

Степаненко М.В.

аспірант кафедри економіки підприємств
Одеського національного політехнічного університету

Niekrasova Liubov

Odessa National Polytechnic University

Stepanenko Margaryta

Odessa National Polytechnic University

ОСНОВНІ АСПЕКТИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО АНАЛІЗУ ПРОЕКТІВ РОЗВИТКУ НЕРУХОМОСТІ

MAIN ASPECTS OF INVESTMENT ANALYSIS OF PROJECTS OF REAL ESTATE DEVELOPMENT

У статті визначено принципи оцінки інвестиційної привабливості проектів розвитку нерухомості, а також визначені основні фактори впливу на неї, виходячи із сутності та економічного змісту інвестиційно-будівельного проекту, критеріїв показників інвестиційної привабливості та особливостей девелопменту. Запропоновано критерії показників інвестиційної привабливості будівельного проекту, що відображають його сутність з урахуванням ризику: комплексність, індивідуальність, інтегральність, тривалість, порівнянність і відносність. Проаналізовано та систематизовано загальні риси і відмінності інвестицій в нерухомість і в традиційні фінансові активи. Розглянуто технологію формування портфеля інвестиційної нерухомості на основі величини інвестиційної вартості девелоперського проекту для даного інвестора, а також співвідношення інвестиційної та ринкової вартостей проекту.

Ключові слова: інвестиційний портфель нерухомості, інвестиційні ризики, показники оцінки, інвестиційна привабливість, проект розвитку нерухомості.

В статье определены принципы оценки инвестиционной привлекательности проектов развития недвижимости, а также определены основные влияющие на нее факторы, исходя из сущности и экономического содержания инвестиционно-строительного проекта, критериев показателей инвестиционной привлекательности и особенностей девелопмента. Предложены критерии показателей инвестиционной привлекательности строительного проекта, отражающие его сущность с учетом риска: комплексность, индивидуальность, интегральность, длительность, сопоставимость и относительность. Проанализировано и систематизированы общие черты и различия инвестиций в недвижимость и в традиционные финансовые активы. Рассмотрена технология формирования портфеля инвестиционной недвижимости на основе величины инвестиционной стоимости девелоперского проекта для данного инвестора, а также соотношения инвестиционной и рыночной стоимостей проекта.

Ключевые слова: инвестиционный портфель недвижимости, инвестиционные риски, показатели оценки, инвестиционная привлекательность, проект развития недвижимости.

The article defines the principles for assessing the investment attractiveness of real estate development projects which are based on the essence and economic content of the investment and construction project, criteria of indicators of investment attractiveness and development peculiarities. There are proposed the criteria of indicators of investment attractiveness of the construction project that reflect its essence taking into account the risk: complexity, individuality, integrity, duration, comparability and relativity. Parametric analysis and research of various aspects of the implementation of investment and construction projects that have the greatest influence on the degree of investor interest, have allowed to identify and systematize the main factors of investment attractiveness of real estate development projects such as external factors, location factors, market factors, individual factors, organizational factors, factor of management. The investment instruments are determined that take into account the level of risk which is associated with real estate investment and corporate securities. The risk level analysis is carried out in three stages, which determine: the rate of distribution of profit rates, the trend, the median and the average rate of return; the standard deviation as a measure of unmanaged risk, the coefficient of variation as a relative risk measure per unit of income. The general features and differences between real estate investments and traditional financial assets are analyzed and systematized. It is proved that real estate provides a more stable income stream and the profitability of real estate has a pronounced tendency to increase during the period of decline in profitability of financial assets. It was considered the technology of formation the portfolio of investment real estate on the basis of the value of the investment of the development project for this investor, as well as the ratio of investment and market value of the project.

Key words: real estate investment portfolio, investment risks, evaluation indicators, investment attractiveness, real estate development project.

Постановка проблеми. Інвестиційні процеси відіграють істотну роль в ринковій економіці. Економічна практика показує, що саме продуктивність інвестиційної діяльності є одним з ключових чинників економічного розвитку. Формування в Україні господарської системи, заснованої на різноманітні форм власності і домінуванні ринкових механізмів саморегулювання економічних процесів, створює умови для значного розширення інвестиційної діяльності, що неминує залучає в ринковий оборот нерухомість – фундаментальну основу правових та економічних відносин ринкової системи господарювання в цілому.

Проблема достовірної оцінки ефективності інвестиційно-будівельних проектів актуальна як для власника, з точки зору ефективності управління інвестиційною діяльністю, так і для потенційних інвесторів з точки зору планування інвестицій. Помилка в оцінці ефективності інвестиційних проектів може привести до значних фінансових втрат і ризиків, так як рух грошових потоків від реалізації проекту відбувається

протягом ряду років і впливає на економічний потенціал і результати господарської діяльності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вагомий внесок у дослідження теоретико-методологічних засад девелопменту внесли вітчизняні вчені: А.М. Асаул, І.А. Брижань, О.Р. Дегтяр, Б.Л. Луців, Ю.М. Коваленко, О.О. Ляхова, А.А. Пересада, С.В. Онікієнко, В.Я. Чевганов, С.Г. Чигасов; а також зарубіжні: А.О. Бакуліна, А.Л. Кексінов, І.І. Мазур, С.М. Максимов, Н.Г. Ольдерогге, Р. Пейзер, В.І. Ресін, В.А. Сидоров, Є.І. Тарасевич, В.І. Шапіро, А. Фрей та Дж. Фридман. Однак, визначення доцільності інвестицій і ціни капіталу, аналіз інвестиційних проектів в нерухомість представляють безумовний інтерес.

Метою статті є визначення принципів та критеріїв оцінки інвестиційної привабливості проектів розвитку нерухомості, дослідження і параметричний аналіз різних аспектів реалізації інвестиційно-будівельних проектів.

Виклад основного матеріалу дослідження. Ринок нерухомості – основа реального сек-

тора економіки. Він сприяє розвитку товарних і фінансових ринків, ринку праці, забезпечує матеріальну базу інфраструктури для інших галузей економіки. Ринок нерухомості України поділяють на такі типи: ринок землі та інших природних ресурсів, ринок житла, ринок комерційної нерухомості (будівлі, споруди не виробничого призначення), ринок промислової нерухомості (виробничі будівлі і споруди) [1]. До суб'єктів ринку нерухомості відносяться фізичні та юридичні особи, що активно сприяють підвищенню ефективності його розвитку.

Ключовим фактором економічного зростання ринку нерухомості є висока інвестиційна активність підприємств будівельного сектора. На думку науковців Бушуєвої Н.С., Крисько Ж. та Сеніва Б.Г. [2; 3; 4] економічна суть функціонування будівельної галузі полягає у формуванні і відтворенні основного капіталу. Тобто, об'єкти і суб'єкти галузі будівництво присутні як інфраструктурні елементи майже у всіх галузях національної економіки, адже стійке функціонування будь-якої з них передбачає масштабне виконання необхідних відтворювальних заходів (усі види ремонтів, модернізація, реконструкція). У зв'язку з цим неодмінним елементом аналізу стану галузі будівництво є дослідження процесів інвестування в основний капітал, так як до показника включається вкладання інвестицій в капітальне будівництво, реконструкцію та розширення як житлового, так і виробничого фонду країни.

Так, згідно із статистичними даними за період 2007-2016 роки [5], інвестиції в основний капітал зросли в 2 рази з 188,5 млрд. грн. до 326,2 млрд. грн. загалом по країні. Ситуація по галузі будівництво відповідає загальним тенденціям, за винятком показників 2016 році, що майже однакові з 2015 роком. У процесі дослідження встановлено, що у 2016 році у галузь будівництво залучено 1074,4 млн дол. США іноземних інвестицій, це в 0,7 разів менше ніж у 2015 р. та відповідно в 0,86 разів ніж у 2014 р., що склало 2,6% від загального обсягу надходження прямих іноземних інвестицій в Україну, а у порівнянні з 2011 роком зниження відбулося в 2,3 рази, та відповідно в 2,65 рази у 2007 році [6]. Отже, скорочення прямих іноземних інвестицій в Україну негативно впливає на розвиток галузі будівництво.

У сучасній економічній літературі, коли говорять про інвестиційну привабливість проектів розвитку нерухомості, мають на увазі показники їх економічної ефективності – внутрішню норму прибутковості, чисту поточну вартість [1]. Як показує практика, не завжди прийняття інвестиційного рішення буває обумовлено їх значенням. Так іноді проект з невисоким або

навіть від'ємним значенням чистої приведеної вартості буває прийнятий до реалізації [2]. Це відбувається з різних причин, наприклад, реалізація проекту може являти собою можливість вийти на нові перспективні ринки, ймовірність зростання ринку може бути вище прогнозованого рівня отриманого прибутку.

Під інвестиційною привабливістю будівельного проекту запропоновано розуміти характеристику об'єкта інвестування, яка відображатиме його потенціал для досягнення економічних цілей інвестора з урахуванням ризику. Принципи інвестиційної оцінки в девелопменті, як правило, відображають основні закономірності створення і функціонування оцінюваного об'єкта і дозволяють виявити фактори, що впливають на результат оцінки. Виходячи із сутності та економічного змісту інвестиційно-будівельного проекту, критеріїв показників інвестиційної привабливості та особливостей девелопменту, запропоновані принципи оцінки інвестиційної привабливості проектів розвитку нерухомості (рис. 1).

Параметричний аналіз і дослідження різних аспектів реалізації інвестиційно-будівельних проектів, що роблять найбільший вплив на ступінь зацікавленості інвестора [7], дозволили виявити і систематизувати основні фактори інвестиційної привабливості проектів розвитку нерухомості, які представлені на рис. 2.

Аналіз підходів до оцінки інвестиційної привабливості показав, що з точки зору відповідності сформульованим принципам оцінки найбільш обґрунтованим є той, який передбачає розрахунок показників вартості або економічної ефективності в якості основи для визначення критеріїв інвестиційної привабливості. Однак він потребує вдосконалення, оскільки без застосування додаткового інструментарію методики не здатні відобразити наявність різних сценаріїв розвитку проекту, додаткову вартість, яку створюють можливості для надання управлінського впливу, внесення змін і коригувань в умовах мінливого зовнішнього середовища і умов реалізації проекту на різних етапах його життєвого циклу [8]. Аналіз методик, віднесених до даного підходу, дозволив зробити наступні висновки щодо основ оцінки, техніки і інструментарію для обліку окремих факторів, що впливають на інвестиційну привабливість проектів розвитку нерухомості:

- концептуальна основа методик – створення нової вартості, яка визначається на основі аналізу дисконтованих грошових потоків проекту, співвідношення різночасових витрат і доходів;

- необхідність включення поправки на ризик у відповідному компоненті грошових

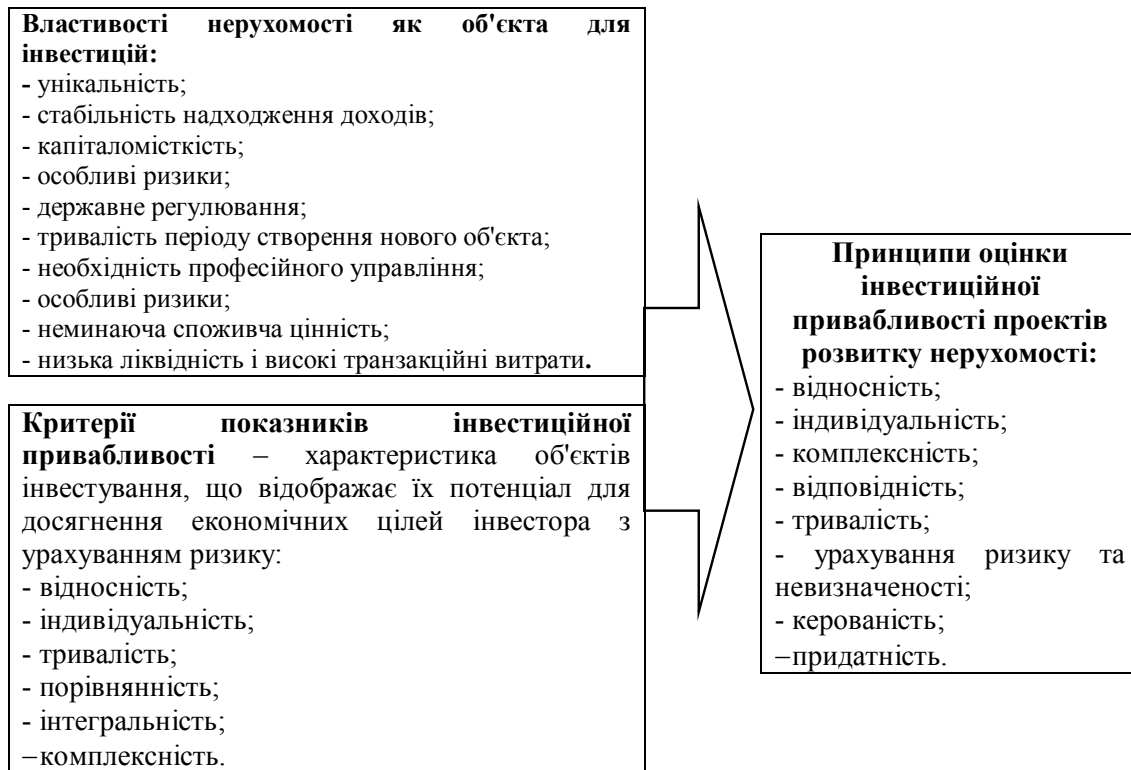


Рис. 1. Принципи оцінки інвестиційної привабливості проекту розвитку нерухомості



Рис. 2. Фактори інвестиційної привабливості проекту розвитку нерухомості

потоків проекту, різний вплив факторів ризику на позитивні і негативні грошові потоки;

- розуміння економічної сутності ризику як діапазону можливого відхилення майбутнього результату від прогнозного, врахування динамічних ризиків проекту;

- необхідність побудови додаткового показника, що відображає співвідношення

оцінки проекту певним інвестором з його ринковою оцінкою;

- необхідність пошуку додаткового інструментарію щодо урахування факторів управління.

Успіх діяльності девелопера насамперед залежить від його здатності залучити фінансовий капітал за ціною, яка дозволяє отримати

зростання прибутковості і вартості активів в поточному періоді і довгостроковій перспективі. Виходячи зі специфіки інвестиційної діяльності на ринку нерухомості можна зробити висновок, що відсутність адекватної технології прийняття фінансових інвестиційних рішень є одним з основних факторів, що стримують зростання інвестицій в ринок нерухомості. У зв'язку з цим розглянемо технологію формування портфеля інвестиційної нерухомості.

Інвестиційний портфель нерухомості – це сукупність об'єктів нерухомості, яка формується з урахуванням балансу характеристик ліквідності, віддачі на вкладений капітал, грошових потоків, доступу до капіталу, його вартості та ризику.

Рівень ризику інвестицій в нерухомість щодо інвестицій в інші активи визначається наступними особливостями даного активу:

- потрібність значних капітальних вкладень;
- жорстка залежність потоку доходів від нерухомості від ситуації в регіоні і перспектив його розвитку;
- характерна низька ліквідність в поєднанні з великими витратами на підтримку товарного вигляду.

Рівень ризику, пов'язаний з інвестуванням в нерухомість, в значній мірі визначається інструментами інвестування, які представлені в табл. 1.

Необхідність підтримки високого рівня прибутковості інвестицій в нерухомість вимагає вибору найбільш оптимальних інструментів інвестування, оскільки для кожного з них характерні свої, а саме ставка прибутковості, рівень ризику, ліквідність, рівень контролю і методи оцінки.

Дохідна нерухомість має істотні переваги в порівнянні з традиційними фінансовими активами (акціями та облігаціями): володіння доходною нерухомістю забезпечує інвестора (влас-

ника) щомісячним потоком доходів, в основі якого лежить щомісячна оплата оренди, в той час як дивіденди по корпоративним акціям виплачуються, в кращому випадку, щорічно. Грошові потоки доходів від нерухомості менш динамічні і більш стабільні, ніж потоки доходів від корпоративних акцій, тому що базуються на договорах оренди, які найчастіше мають трьох-п'ятнадцятирічний термін. Таким чином, нерухомість забезпечує більш стійкий потік доходів і, що особливо важливо, прибутковість нерухомості має чітко виражену тенденцію до зростання в період спаду прибутковості від фінансових активів. Крім того, при інвестиціях в дохідну нерухомість необхідно враховувати, що ринкові ціни на нерухомість зростають у міру зростання інфляції і різко знижуються в періоди скорочення інфляції. Нарешті, нерухомість забезпечує більш високий рівень прибутковості на власний капітал, ніж фінансові активи. Ставка прибутковості інвестицій в нерухомість, а також рівень ризику, ліквідність, рівень контролю і вартість в значній мірі визначаються в залежності від інструментів інвестування в дохідну нерухомість, таких як: власний капітал, позиковий капітал, іпотека, опціони, гібридна заборгованість, переважне право оренди.

Ставка прибутковості на інвестований капітал відображає рівень ризику: чим вище рівень очікуваного ризику, тим вище повинна бути необхідна ставка прибутковості на інвестований капітал. Даний підхід є загальним як для інвестицій в нерухомість, так і для інвестицій в традиційні фінансові активи.

Аналіз рівня ризику проводиться в три етапи, на яких визначаються:

1. Частота розподілу ставок прибутковості, мода, медіана і середня ставка прибутковості.
2. Стандартне відхилення як міра некерованого ризику.
3. Коефіцієнт варіації як відносна міра ризику на одиницю доходу.

Таблиця 1

Відносний рівень ризику інвестицій в нерухомість та корпоративні цінні папери

Рівень ризику інвестицій	Інвестиції	
	В нерухомість	В цінні папери
Низький	Право переважної оренди	Облігації
Нижче середнього	Іпотека	Високоліквідні акції
Середній	Гібридні зобов'язання	Акції компанії, що використовує тільки власний капітал
Вище середнього	Власний капітал	Акції компанії з високою часткою позикового капіталу в структурі капіталу
Високий	Позиковий капітал	Акції швидко зростаючих компаній
Дуже високий	Опціони	Опціони і ф'ючерси

Джерело: складено та доповнено автором на основі [9]

Інвестиції в нерухомість та інвестиції в фінансові активи мають як ряд спільних рис, так і суттєві відмінності (табл. 2).

При формуванні інвестиційного портфеля нерухомості необхідно врахувати насамперед циклічність ринків нерухомості, тобто динаміку попиту та пропозиції, і виділити найбільш кращі ринки. Попит на нерухомість визначається як функція потреби якогось числа громадян, які потребують житла, і бізнес-одиниць, які потребують площі для розміщення своєї ділової активності. Пропозиція нерухомості – функція існуючих площ, місць під будівництво, майбутнього попиту на нерухомість. Орендна плата – функція наявних на ринку площ (рівень заповнюваності) і очікуваної площі об'єктів нерухомості на ринку в наступні періоди.

Безсумнівно, ціна покупки і вартість будівництва повинні забезпечити повернення інвестицій. Встановлено, що ставки оренди є функцією обсягу попиту і пропозиції в будь-який період часу. Взаємодія між попитом і пропозицією розкривається в рівні заповнюваності, який має високу кореляцію з рівнем орендних ставок. Попит і пропозиція на площі об'єктів нерухомості також мають свою специфіку. Зокрема,

попит і пропозиція площ об'єктів офісної нерухомості не пов'язані з попитом на торговельну, готельну і житлову нерухомість.

Вирішити задачу оптимізації портфеля нерухомості можна за допомогою найпростіших методів математичного програмування, взявши за міру ефективності фінансових і інвестиційних рішень наступні показники [9]:

1. Фінансовий ризик (розраховується як різниця між загальним і діловим ризиком) – найважливіший показник інвестиційної привабливості об'єктів нерухомості. Інвестору, який вирішив вкласти частину своїх коштів в нерухомість, і девелоперу, від якого залежить управління портфелем інвестиційної нерухомості, необхідно розбиратися в специфіці ринку і чітко знати, які фактори визначають ризикованість інвестування в ті чи інші об'єкти.

2. На думку більшості західних економістів і топ-менеджерів, найбільш адекватним показником фінансового благополуччя компанії є економічна додана вартість (EVA – economic value added), в якій крім обліку традиційного показника чистого операційного прибутку відбивається приведена вартість капіталу. Альфред Маршалл ще в 1896 р. стверджував:

Таблиця 2

Спільні риси і відмінності інвестицій в нерухомість та корпоративні цінні папери

Спільні риси	Відмінності	
	Ринок капіталу	Ринок нерухомості
Цілі інвестування: Отримання поточного доходу, зростання вартості активу, захист від податків	Обсяг пропозиції високо еластичний	Обсяг пропозиції в короткостроковому періоді нееластичний
Ризики: діляться на керовані і некеровані	Ставка прибутковості схильна до значних коливань	Ставка прибутковості відносно стабільна
Співвідношення попиту і пропозиції визначає вартість активу	Ліквідність більш висока	Ліквідність нижча
Величина безризикової ставки дохідності є основою для визначення необхідної ставки прибутковості	У період інфляції інвестиційна привабливість фінансових активів знижується	У період інфляції інвестиційна привабливість збільшується
Перебувають під значним впливом макроекономічних змін: валютних курсів, темпів інфляції, інфляційних очікувань, соціально-економічного розвитку, стабільності оподаткування	Потік доходів нестійкий	Потік доходів у вигляді орендної плати відносно стійкий
Висока ставка прибутковості – показник більш високого ризику	$R = R_f + \text{плата за ризик, де } R_f - \text{зростання безризикової ставки дохідності}$	$R = R_f + \text{плата за ризик} + \text{відшкодування інвестиційного капіталу. Більш висока ставка прибутковості відображає необхідність відшкодування основної суми інвестованого капіталу}$

Джерело: складено та доповнено автором на основі [9]

«Прибутку немає, якщо не покрита ціна капіталу» [10]. Дональдсон Браун, віце-президент корпорації General Motors з фінансів, в 1924 р. висловлював ту ж думку: «Мета менеджменту не обов'язково полягає в досягненні високих ставок віддачі на вкладений капітал, але ... в забезпеченні збільшення прибутку, принаймні, рівного ціні додаткового капіталу» [11]. Хоча традиційно показником, що характеризує фінансове благополуччя, вважається чистий операційний прибуток, сучасна практика фінансового менеджменту показує, що чистий операційний прибуток не є уніфікованим показником ефективності портфеля інвестиційної нерухомості. Девелопер може демонструвати прибуток в бухгалтерському балансі, працюючи в збиток. Тому прибуток може виявитися тим показником, який вводить менеджерів в оману при оцінці фінансового успіху.

3. Не менш важливим показником для девелопера є додана ринкова вартість (MVA) – відношення інвестованого капіталу до сукупної ринкової вартості портфеля нерухомості. Даний показник свідчить про поточний та перспективний рівень ліквідності об'єктів нерухомості, включених в портфель. Відповідно, високі значення показника MVA дають можливість девелоперу

отримати доступ до дешевих кредитних ресурсів і мінімізувати ціну капіталу.

Висновки. Інвестування в нерухоме майно пов'язане з дослідженням ринку, прийняттям рішення про придбання активу, ефективним управлінням активом, можливо, його продажем або передачею прав власності. Кожен елемент і етап інвестиційного процесу пов'язані з безліччю індивідуумів, видів комерційної діяльності та організацій, які формують ринок нерухомості. Таким чином, в якості критерію інвестиційної привабливості будівельного проекту найдоцільніше, на думку авторів, вибрати величину чистої поточної вартості, яка отримана в результаті оцінки економічної ефективності, або його інвестиційну вартість. При цьому необхідно зазначити, що інвестиційна вартість будівельного проекту не завжди перевищує ринкову. У даній ситуації незалежно від величини інвестиційної оцінки, інвестору вигідніше продати його за ринковою ціною, ніж експлуатувати. Таким чином, для визначення інвестиційної привабливості девелоперського проекту необхідні два критерії: величина його інвестиційної вартості для даного інвестора, а також співвідношення інвестиційної та ринкової вартостей проекту.

Список використаних джерел:

1. Асаул А.М., Павлов В.І., Пилипенко І.І., Павліха Н.В. Ринок нерухомості : навч. посіб. Київ : Кондор, 2006. 336 с.
2. Бушуєва Н.С. Управління розвитком підприємств будівельної галузі шляхом формування їх стратегічного потенціалу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. техн. наук : спец. 05.13.22 – управління проектами та розвиток виробництва. Київський національний університет будівництва і архітектури. Київ, 2010. 20 с.
3. Крисько Ж. Аналіз середовища реструктуризації підприємств будівельної галузі. *Економічний аналіз*. 2012. № 10(4). С. 203–206.
4. Сенів Б.Г. Сучасний стан та перспективи розвитку будівельної галузі України. *Інноваційна економіка*. 2010. № 3. С. 19–24.
5. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>
6. Фісуненко Н.О. Стан і тенденції розвитку галузі будівництва. *Проблеми системного підходу в економіці*. 2018. № 3(65). С. 46–53.
7. Власов А.Н. Основные аспекты инвестиционного анализа проектов развития недвижимости. *Транспортное дело России*. 2013. № 10. С. 24–26.
8. Некрасова Л.А. Принципы выбора и оценки стратегии развития предприятия в условиях трансформационной экономики. *Ринкова економіка: сучасна теорія і практика управління*. 2004. Том 7 (В.8). С. 506–513.
9. Гусев М.Ю. Некоторые аспекты формирования инвестиционного портфеля недвижимости. *Сибирская финансовая школа*. 2006. № 4. С. 14–18.
10. Drucker P. Peter Drucker Takes the Long View // *Fortune*. 1998.
11. Sloan A.P. My Years with General Motors / Ed. McDonald J, Stevens C. and Drucker P.F. (introduction). 1996.