

УДК 336.645

Романова Наталья Александровна
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
Россия, Москва¹
Аспирант
E-Mail: romanovana@hotmail.com

Особенности финансирования проектов в девелоперских компаниях

Аннотация. Спрос на качественные объекты коммерческой недвижимости остается стабильно высоким. По сравнению с западными странами рынок коммерческой недвижимости России не достиг своего насыщения. В связи с этим актуальными являются вопросы, связанные с реализацией подобных инвестиционных проектов, где одно из самых важных мест занимают вопросы, связанные с финансированием этих проектов. Нехватка ресурсов вынуждает девелоперов тщательнее подходить к процессу выбора источников, форм и методов финансирования. В статье рассмотрены особенности финансирования девелоперских проектов, представлен анализ источников финансирования в зависимости от стадии реализации проекта, выделены основные методы, используемые в рамках финансирования проектов.

Проведенный анализ показал, что для организации эффективного процесса финансирования девелоперские компании должны создавать оптимальную структуру источников финансирования, которая будет зависеть от степени доступности и стоимости привлекаемых источников, при этом следует учитывать степень финансового риска, которую несет компания, т.е. определить приемлемый уровень финансового левериджа (соотношение собственных и заемных средств). Доступность источников финансирования будет зависеть от рыночной конъюнктуры, от кредитного рейтинга компании от ее финансового состояния, а также от реализуемой фазы проекта.

Ключевые слова: девелопер; коммерческая недвижимость; инвестиционный проект; источники финансирования; методы финансирования; инвестиции; эффективность.

Идентификационный номер статьи в журнале 16EVN314

¹ Проспект Мира, д.101, комн. 438а

Рынок коммерческой недвижимости в России продолжает активно развиваться, несмотря на финансовый кризис 2008-го года. По сравнению с развитыми западными странами наблюдается существенная нехватка качественных офисных, торговых и складских помещений. Данный факт обуславливает высокий спрос на строительство подобных объектов.

Реализация таких проектов требует крупных капиталовложений на долгосрочной основе. В связи с ограниченностью финансовых ресурсов девелоперов, одной из основных проблем становится обеспечение достаточности денежных средств для реализации проектов.

Основным участником процесса создания объектов коммерческой недвижимости является девелопер, одной из главных функций которого является привлечение финансирования на проект.

Девелопер осуществляет процесс финансирования в несколько этапов:

1. предварительное изучение жизнеспособности проекта (определение его целесообразности, оценивая затраты и планируемую прибыль)
2. разработка плана реализации проекта
3. непосредственная организация финансирования, включающая:
 - оценку возможных форм финансирования и выбор конкретной формы
 - определение финансирующих организаций
 - определение структуры источников финансирования
4. контроль выполнения плана и условий финансирования [1], [7]

Финансирование проекта может осуществляться как за счет собственных средств, так и за счет заемных и привлеченных. Определение схемы финансирования, совокупности тех или иных источников является главной задачей девелопера, т.к. от выбранной схемы зависит и меняется эффективность финансирования и эффективность проекта в целом.

Различные формы и источники финансирования можно рассматривать с разных позиций. Одни авторы привязывают источники финансирования непосредственно к каждой отдельной фазе жизненного цикла проекта, учитывая степень капиталоемкости каждой стадии. Так, процесс создания объекта коммерческой недвижимости можно разделить на следующие этапы: [3], [4]

Таблица 1

Этапы реализации инвестиционного проекта по созданию объектов коммерческой недвижимости

предынвестиционная фаза	<ul style="list-style-type: none">- разработка концепции проекта (исследование рынка, анализ конкуренции, оценка потребностей, проведение предварительных технико-экономических расчетов);- выбор земельного участка, приобретение земельных прав (в собственность, либо в долгосрочную аренду);- подготовка земельного участка для использования в проекте (межевание, определение и изменение категории земли или вида разрешенного использования, организация геологических, геодезических, экологических и прочих изысканий);- получение необходимых разрешений и согласований (оформление исходно-разрешительной документации (ИРД), получение технических условий на коммуникации (ТУ), согласование обременений и пр.);- разработка бизнес-плана и технико-экономического обоснования;
инвестиционная фаза	<ul style="list-style-type: none">- проектирование (создание генерального плана, разработка проектно-сметной документации, проекта инженерных сетей);- строительство (выбор генерального подрядчика, координация ведения строительного-монтажных работ);- сдача объекта и ввод его в эксплуатацию (получение необходимых согласований от регулирующих органов);
эксплуатационная фаза	<ul style="list-style-type: none">- сдача объекта в аренду, содержание и управление объектом;- продажа объекта;

Предынвестиционная фаза предшествует основному объему инвестиций в проект, определить ее границы достаточно сложно. Затраты, понесенные на первоначальном этапе, при успешном переходе к непосредственной реализации проекта, будут капитализироваться и в будущем будут отнесены на себестоимость объекта, в обратном случае, они списываются как понесенные расходы (за исключением расходов, связанных с земельным участком).

Стоит отметить, что успешное завершение каждого шага прибавляет стоимости конечному объекту недвижимости. Это наглядно можно видеть на примере работ, проводимых с земельным участком. Так, перевод земли из одной категории в другую или изменение целевого назначения могут увеличить стоимость земли более чем в два раза.[4] Существует даже такое понятие как девелопмент земельного участка или ленд-девелопмент, выделяемый в отдельный девелоперский бизнес за рубежом и имеющий определенный потенциал развития в России.

Инвестиционная фаза подразумевает под собой непосредственную реализацию проекта. Девелопер осуществляет управление процессом проектирования и строительства, решающую роль в успешном завершении проекта играет именно качественное управление.

² Дополнено и доработано автором на основе материалов Белобородова Р.С. Девелопмент как эффективная система управления инвестиционно-строительным проектом. Современные технологии управления. 2011. №2. С. 16-22

Затраты носят необратимый характер. Данная фаза является самой дорогостоящей и самой длительной.

На эксплуатационной стадии девелоперская компания разрабатывает стратегию по сдаче объекта в аренду, либо продаже, проводит различные маркетинговые мероприятия для привлечения арендаторов. Существенную роль играет коммерческий отдел компании, налаживающий связи с клиентами и создающий устойчивую клиентскую базу. Девелопер также контролирует процесс эксплуатации зданий, следит за работой инженерных систем после окончания строительства.

Каждой фазе свойственны свои источники финансирования. Так, например, Вахрамеева М.Д. считает, что для предынвестиционной фазы характерно привлечение средств венчурных фондов, средств девелоперских компаний (в том числе за счет размещения на IPO и через облигационные займы), а также кредитов средних российских банков и займов физических и юридических лиц.

На наш взгляд, наиболее вероятными источниками могут быть собственные средства девелоперской компании, займы, а также инвестиции венчурных фондов. Банковские кредиты привлекаются достаточно редко на первоначальной стадии в связи с высоким уровнем риска и большой неопределенностью в практической реализации проекта.

На инвестиционной фазе в основном привлекаются средства крупных и средних российских банков, связанные кредиты банков-нерезидентов, средства инвесторов, в т.ч. закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости (ЗПИФН). Частично процесс строительства финансируется за счет обеспечительных платежей будущих арендаторов.

На этапе эксплуатации заемные средства банков рефинансируются за счет более дешевых залоговых кредитов, привлекаются ресурсы различных инвестиционных фондов.

Наряду с источниками выделяют методы финансирования, под которыми понимают механизм привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования инвестиционных проектов. [5], [6] В литературе существуют некоторые разногласия в определении набора методов финансирования. Так, И.А. Бланк выделяет полное самофинансирование, акционирование, кредитное финансирование, лизинг, селенг (разновидность лизинга), смешанное финансирование. Однако он не включает в классификацию бюджетное финансирование. Ряд других авторов считает, что к основным методам финансирования относятся самофинансирование, кредитный, бюджетный и комбинированный методы, не выделяя отдельно акционерное финансирование.

На наш взгляд, в рамках деятельности девелоперских компаний, к основным методам следует отнести внутреннее самофинансирование, акционерное финансирование, кредитное финансирование, а также комбинированное финансирование. Что касается бюджетного метода, то он имеет важное значение для государственных предприятий, осуществляющих инвестиционную деятельность, а также для компаний, реализующих приоритетные инвестиционные проекты. Для девелопмента реализация таких проектов незначительна, поэтому бюджетный метод может быть исключен. Лизинг применяется также в незначительных объемах.

Метод внутреннего самофинансирования предусматривает финансирование только за счет собственных источников. Преимущества данного метода связаны с простотой его реализации, с сохранением финансовой устойчивости компании, оперативностью привлечения средств, главным недостатком считается ограниченность ресурсов для реализации крупномасштабных проектов, а также отсутствием внешнего контроля за эффективностью использования средств. Основным источником является чистая прибыль, направляемая на инвестиционные цели, вторым по важности многие специалисты считают

амортизационные отчисления. Однако для девелоперских компаний объем амортизационных отчислений обычно незначителен.

Акционерное финансирование предполагает эмиссию и размещение обыкновенных и привилегированных акций. Данный метод достаточно широко используется акционерными обществами, однако связан с существенными издержками на эмиссию акций и вызывает опасения в связи с возможностью утраты контроля над компанией, либо поглощения другой компанией.

Метод кредитного финансирования используется в случае дефицита собственных средств, а также при нежелании собственников компании увеличивать число акционеров и тем самым подвергать компанию риску потери контроля. Еще одним преимуществом является более низкая стоимость кредитных средств по сравнению с акционерным капиталом. К основным источникам кредитного финансирования относят различные виды банковских кредитов, займы других компаний, кредиты инвесторов, выпуск облигационных займов. Считается, что стоимость обслуживания облигационного займа ниже стоимости обслуживания акций. Это связано с более низкими рисками и особенностями налогообложения.

Комбинированное финансирование представляет собой использование двух и более методов в рамках реализации одного инвестиционного проекта.

Многообразие источников, форм и методов финансирования обуславливает необходимость более пристального их рассмотрения в рамках влияния на эффективность финансирования.

Один из ключевых моментов, оказывающих влияние на эффективность системы финансирования и соответственно эффективность проекта, является стоимость источников финансирования. Именно дороговизна большинства ресурсов не позволяет многим девелоперам реализовать в принципе проекты, либо доводить их до конечной стадии. Поэтому очень важно еще на этапе планирования определить возможности использования того или иного источника, и какова будет его полная стоимость для компании и для проекта.

В настоящее время существует большое разнообразие моделей определения стоимости собственного и заемного капитала. В основном на практике для определения стоимости собственного капитала используют модель оценки долгосрочных активов (Capital Assets Pricing Model – CAPM) и кумулятивный метод оценки премии за риск (Cumulative Rating Model – CRM). В использовании указанных моделей существует ряд ограничений и недостатков, поэтому до сих пор предпринимаются попытки усовершенствования данных моделей.

Так, например, автор Т.В. Теплова предложила в рамках модификации модели CAPM учитывать страновую премию за риск для развивающихся рынков, т.е. получать стоимость собственного капитала развивающегося рынка, учитывая данные развитого рынка. [10]

В оценке стоимости заемных ресурсов часто используется регрессионный анализ, который позволяет выявить факторы, оказывающие влияние на стоимость заемного капитала. Российскими учеными представлены различные нововведения по этому вопросу. Автором А.В. Садчиковым проведен анализ, в котором он выявляет взаимосвязь между степенью раскрытости информации по российским компаниям и размером процентных ставок по заемным средствам. [9]

П.А. Барышев предложил свой способ определения стоимости заемных средств, в которую помимо процентной ставки входят все расходы, связанные с привлечением заемного источника финансирования. Такие расходы он называет «сопряженными» и относит к ним

страхование, затраты на оформление, договорные затраты, затраты по первоначальному взносу.[8]

Представленные выше точки зрения имеют свое право на существование, однако часто исследователями высказываются диаметрально противоположные мнения, поэтому вопросы, связанные с определением стоимости источников финансирования, остаются актуальными и требуют дальнейшей проработки.

Также следует отметить, что большинство современных ученых признает существование оптимальной структуры источников финансирования.

По мнению А.В. Садчикова особая роль в выборе источников принадлежит так называемым поведенческим финансам, согласно которым компании действуют по определенному алгоритму (закономерности). В качестве такой закономерности он предлагает схему: издержки-возможности-ограничения. Получается, что компания, в первую очередь, анализирует, доступен ли в данный момент тот или иной источник финансирования, т.е. ограничения преодолимы или нет. Затем компания анализирует этот источник с точки зрения возможностей, которые он предоставляет (преимуществ) и издержек, с которыми связано его использование (недостатков).

В рамках такой закономерности А.В. Садчиков разработал динамический метод оптимизации источников финансирования на основе постепенного увеличения открытости информации. Таким образом, он сделал выводы о том, что компания может снизить ограничения на ресурсы и соответственно расширить круг доступных источников путем повышения информационной открытости компании. [9]

Интересны также разработки автора Е.Л. Опрышко, которая предложила инвестиционно-финансовый подход (в качестве альтернативного бухгалтерскому подходу) к формированию структуры источников финансирования. Для анализа предполагается использование будущих денежных потоков, а не данных бухгалтерской отчетности. Автор отмечает высокое значение наряду с количественными методами качественной оценки структуры источников. Отдельное внимание уделяет асимметричности информации и ее влиянию на принятие компаниями решений в части финансирования. [6], [2]

Однако традиционно в определении оптимальной структуры источников финансирования основное внимание уделяется соотношению собственного и заемного капитала (эффект финансового рычага). Отметим, что собственный капитал включает в себя собственные и привлеченные источники финансирования, заемный капитал соответственно заемные источники финансирования.

Финансирование за счет заемных источников считается более привлекательным для компаний в связи с относительно более низкой стоимостью кредитных средств по сравнению с собственными средствами. Это связано с наличием льгот при налогообложении и порядком уплаты процентов (согласно российскому законодательству проценты уменьшают налогооблагаемую базу на прибыль). Несмотря на очевидные преимущества, заемный капитал несет в себе серьезные финансовые риски – потеря финансовой устойчивости компании, риск неплатежей и банкротства.

Таким образом, при существенно низкой доле заемного капитала компания упускает возможность использования более дешевого источника финансирования по сравнению с собственным капиталом. Вследствие этого повышается требование к размеру доходности инвестиций. С другой стороны, преобладание заемного капитала повышает риски неплатежей и тем самым также увеличивает требование к доходности инвестируемого капитала.

Опрышко Е.Л. дает наиболее разумное, с нашей точки зрения, определение оптимальной структуры источников финансирования, под которой она понимает «такое соотношение всех форм собственного и заемного капитала, при котором достигается максимизация инвестиционной стоимости предприятия (в нашем случае рост чистого дисконтированного дохода инвестиционного проекта) с учетом допустимого риска и требуемой нормы доходности».[6]

На практике, обычно, чем крупнее и опытнее девелопер, тем меньше собственных средств требует банк вкладывать в проект. Заемное финансирование предоставляется при вложении менее 10% собственного капитала. Для начинающих девелоперских компаний условия кредитования более жесткие, банки предоставляют заемные ресурсы в размере не более 50-60% от стоимости проекта.

Учитывая вышеизложенное, компания, определяя эффективность системы финансирования проекта, должна ориентироваться на максимизацию чистого дисконтированного дохода. Для достижения поставленной цели необходимо использовать доступные источники финансирования с максимально низкой средневзвешенной стоимостью. При этом степень финансового риска должна оставаться на приемлемом уровне, т.е. должно быть достигнуто оптимальное соотношение собственного и заемного капитала. Доступность источников финансирования определяется исходя из рыночной конъюнктуры, а также в соответствии с реализуемой фазой проекта.

ЛИТЕРАТУРА

1. Девелопмент: Учеб. пособие/И.И. Мазур, В.Д. Шапиро, Н.Г. Ольдерогге; Под общ. ред. проф. И.И. Мазура. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2004. – 521 с.
2. Инвестиции: учебник/кол. авторов; под ред. Г.П. Подшиваленко. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2009. – 496 с.
3. Экспертиза и инспектирование инвестиционного процесса и эксплуатации недвижимости: учебник / под общ. научн. ред. П.Г. Грабового. – 2-е изд., перераб. и доп. – Часть 1. – Москва: Проспект, 2012. – 368 с.
4. *Белобородов Р.С.* Девелопмент как эффективная система управления инвестиционно-строительным проектом. Современные технологии управления. 2011. №2. С. 16-22.
5. *Бригхэм Ю., Эрхардт М.* Финансовый менеджмент. 10-е изд. / Пер. с англ. под ред. к.э.н. Е.А. Дорофеева – СПб.: Питер, 2005. – 960с.
6. *Опрышко Е.Л.* Оптимизация источников финансирования инвестиционной деятельности предприятий в российской экономике: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. – Краснодар, 2007. 194 с.
7. *Пушкина М.* Коммерческая недвижимость как объект инвестирования. – М.: Альпина Паблишерз, 2009. – 244 с.
8. *Русанова Е.Т.* Обзор современных исследований по теории структуры капитала. Финансы и кредит. 2009. №38. С. 63-72.
9. *Садчиков А.В.* Оптимизация структуры источников финансирования хозяйственной деятельности предприятия: Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. – Пенза, 2006. 151 с.
10. *Теплова Т.В.* Управление инвестиционной деятельностью компании на основе стоимостного анализа: автореферат дис. ... доктора экон. Наук: 08.00.05., 08.00.10. – Ростов, 2006. – 56 с.

Рецензент: Погодина Татьяна Витальевна, доктор экономических наук, профессор кафедры «Инвестиции и инновации», Финансовый университет при Правительстве РФ.

Romanova Natalia

The Financial University under the Government of the Russian Federation
Russia, Moscow

E-Mail: romanovana@hotmail.com

Specifics of financing projects in real estate development companies

Abstract. Commercial real estate remains one of the most highly attractive market segments, however the real estate developers often face with serious difficulties in obtaining financing for the development of commercial real estate objects. Analysis of real estate developers shows that their chosen financing schemes are not always effective, especially regarding the choice of sources, format and methodology of financing. This, in turn, has a negative effect on the operating results of developers and the attractiveness of investing into their projects. This article offers a methodology for appraising the effectiveness of financing schemes, as well as specifying the criteria of this system and the specific results for each of this criteria.

The performed analysis indicated that in order to organize an effective financing process, developers must structure their sources of financing with the view towards optimizing their choices with respect to their availability and the cost of financing. Additionally, the company's financial risks must also be taken into account, meaning that the acceptable level of financial leverage (as a function of equity investment over total loan liabilities) must be calculated. Availability of sources of financing depends on the current financial market environment, the company's credit rating, its financial position and the current stage of completion of the project to be financed.

Keywords: developer; commercial real estate; investment project; sources of financing; methods of financing; investments; effectiveness.

Identification number of article 16EVN314

REFERENCES

1. Development: Study guide/I.I. Mazur, V.D. Shapiro, N.G. Olderogge; Edited by prof. I.I. Mazur. – М.: CJSC «Izdatelstvo «Ekonomika», 2004. – 521 p.
2. Investments, the Textbook; edited by G.P. Podshivalenko. – 2nd ed. – М.: KNORUS, 2009. – 496 p.
3. Inspection and examination of investment process and real estate management: the textbook / edited by P.G. Grabovoj. – 2nd ed. – Part 1. – М.: Prospect, 2012. – 368 p.
4. *Beloborodov R.S.* Development as effective management system of construction and investment project. Modern management techniques. 2011. №2. p. 16-22.
5. *Brigham U., Erhardt M.* Financial Management. 10-th edition. / Translated from English by E.A. Dorofeev – SPb.: Piter, 2005. – 960p.
6. *Opryshko E.L.* Optimization of sources of financing investment activity of companies in the Russian economy: Diss. ... candidate of economic science: 08.00.10. – Krasnodar, 2007. 194 p.
7. *Pushkina M.* Commercial real estate as an investment object. – М.: Alpina Publishers, 2009. – 244 p.
8. *Rusanova E.T.* Overview of current research on the theory of capital structure. Finance and Credit. 2009. №38. P. 63-72.
9. *Sadchikov A.V.* Optimization of funding sources of business enterprises: Diss. ... candidate of economic science: 08.00.10. – Penza, 2006. 151 p.
10. *Teplova T.V.* Management of investment activity on the basis of cost analysis: synopsis of diss. ... doctor of economic science: 08.00.05., 08.00.10. – Rostov, 2006. – 56 p.