

Українські гравці ринку одягу рухаються у самому хвості компаній «fast fashion». Причини: відсутність виробничої інфраструктури, проблеми з митницею і сировиною. Крім того, вітчизняним компаніям необхідно ще працювати над своїми технологіями. Ми, поки що, значно програємо транснаціональним компаніям у якості й відновленні асортименту одягу, реакції на зміни споживачого ринку.

У вітчизняного виробника мало шансів бути лідером у технологічній гонці, однак сьогодні є всі необхідні передумови, щоб скористатися можливістю і створити вітчизняний трикотажний одяг, що здатний конкурувати з відомими світовими брендами.

ЛІТЕРАТУРА

1. <http://stylemania.ru>
2. <http://www.mydres.ru>
3. <http://fashionpeople.ru>
4. <http://fashion.artyx.ru>
5. www.industria-mody.ru

Надійшла 08.07.2010

УДК 330.322.54

ОСОБЛИВОСТІ ВИЗНАЧЕННЯ БЕЗРИЗИКОВОЇ СТАВКИ ДЛЯ ПОТРЕБ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУВАННЯ

Ю.В. МАХНАРИЛОВ, П.В. КИСІЛЬ, О.М. ПІОНТ, В.Ю. ФОКІН, Н.В. ЯШНИК

Київський національний університет технологій та дизайну

В статті досліджуються особливості формування безризикової ставки відсотку, що використовується під час прогнозування фінансових результатів від реалізації інвестиційних проектів у сфері міської нерухомості

Коли в реальному інвестуванні виникає питання щодо доцільності впровадження проекту, серед численних даних, необхідних для оцінки ефективності майбутніх вкладень, існує величина, яка не має, по-перше, сталого алгоритму розрахунку, а, по-друге, доконаного змісту, що дозволяє фахівцям дискутувати і пропонувати власні підходи до її визначення. Цією величиною є ставка дохідності. Серед способів її формування існує один з найбільш поширених – метод кумулятивної побудови. Значення безризикової ставки, на яку «покладено відповідальність» за встановлення нижньої межі для ризику та дохідності інвестиційних проектів, як правило, походить від значень дохідності інструментів та продуктів фінансового ринку. Та чи є виправданим такий підхід для країн з низькими рейтингами національних економік та значними коливаннями вартості фінансових інструментів? Можливо, є інший спосіб визначення безризикової ставки відсотку?

Об'єкти та методи дослідження

Метод кумулятивної побудови ставки дохідності відображає міркування типового інвестора щодо дохідності власних інвестицій.

Типовий інвестор вважає, що на ринку існують інвестиції з найменшим рівнем ризику, перебільшує ризики власного інвестування коштів, отже, бажає отримати премію за додатковий ризик. Визначення премії за додатковий ризик має особливості у кожному конкретному проекті. Чи можна теж саме сказати про безризикову ставку?

Відомий фахівець з інвестиційної оцінки А. Дамодаран висуває ряд вимог до безризикової ставки. «Актив є безризиковим, якщо ми точно знаємо пов'язаний з ним очікуваний дохід (тобто фактичний дохід завжди дорівнює очікуваному доходу)» [1]. Це стає можливим щонайменше за двох умов: мають бути відсутніми, по-перше, ризик дефолту за безризиковим активом, по-друге, ризик реінвестування отриманих доходів. На думку А. Дамодарана таким вимогам відповідають урядові облігації в залежності від терміну інвестицій. Для довгострокових проектів в якості безризикової ставки слід використовувати ставку за довгостроковими урядовими облігаціями, для короткострокових проектів – за короткостроковими паперами [1]. Сучасна історія української економіки свідчить про можливість відмови уряду від своєчасного виконання своїх зобов'язань перед вітчизняними інвесторами. Крім того, одним з найбільших інвесторів цінних паперів, що емітує уряд України (через Міністерство фінансів), є Національний банк, тобто дві державні установи мають визначати базову складову ставки дохідності для комерційних проектів. Ці причини породжують сумніви щодо коректності безризикової ставки, визначеної за ставками дохідності урядових цінних паперів.

Український фахівець з оцінки майна Є. Победіна, проаналізувавши різні боргові фінансові інструменти, доходить висновку про доцільність використання в якості безризикової ставки показника дохідності єврооблігацій України, емітованих в іноземній валюті [5]. Автор обґрунтовує свою пропозицію відсутністю дефолтів по цьому інструменту, великою кількістю траншів, значним загальним обсягом емісії. Заперечення проти використання ставок, пов'язаних із залученням коштів в іноземній валюті, висловлюють А. Огаджанян та Т. Трохименко. Вони вважають, що в ставка дохідності має бути побудованою на ставках процентів, що нараховуються на капітал, номінований у національній валюті [5]. Автори підкреслюють, що інфляційні процеси для гривні та, наприклад, долару не мають лінійної залежності.

А. Огаджанян та Т. Трохименко в свою чергу досліджують коректність використання різних показників для визначення розміру безризикової ставки. Вони вважають, що найменш ризикованими в Україні є депозитні вклади у великі банки з найбільшим рейтингом, а саме – державні банки. Заперечуючи поширену в Україні практику використання в якості безризикової ставки процентних нарахувань на банківські депозити, розміщені в найбільш надійних банках та номіновані в іноземній валюті, автори пропонують обирати ставки для вкладів в національній валюті. Суттєвим аргументом для такого вибору було зауваження про довгогермінову стабільність національної валюти (на той момент – близько трьох років) та швидке зростання обсягів депозитів в гривні [4]. Дійсно, до виникнення системної фінансової кризи наприкінці 2008 р. довіра до національної банківської системи та гривні постійно зростала, що забезпечувало стабільне значення ставки відсотку по депозитах із тенденцією до зниження.

З початком фінансової кризи та відмовою комерційних та державних банків виконувати свої зобов'язання перед вкладниками, рівень довіри до банківської системи в цілому та національної валюти зокрема значно знизилася. Почалося стрімке зростання ставок по депозитних рахунках як в іноземній, так і в національній валюті. Банківська система більше не гарантувала безпечного та компетентного управління вкладками населення та підприємств.

Тобто фінансові інструменти в реаліях вітчизняної економіки не можуть забезпечити постійні доходи інвесторам, оскільки, існує цілком ймовірний ризик дефолту по цих інструментах. Згідно з раніше проведеним дослідженням [3], банківська система серед інших напрямів вкладання капіталу для фізичних осіб обіймала за рівнем довіри друге місце. На першому місці знаходяться інвестиції у нерухомість. Навіть за умовою постійного здешевлення нерухомості по відношенню до попереднього рівня цін, що спостерігалось у 1998...2000 роках, а також після 2008 року, суттєвою перевагою нерухомості перед депозитами є відсутність ризику її втрати з незалежних від інвестора причин (крім форс-мажорних обставин). Можливо, саме співвідношення обсягу інвестицій у нерухомість та рівень доходів від її експлуатація допоможуть визначити безризикову ставку відсотку.

Постановка завдання

У фаховій літературі досліджується показник валового рентного мультиплікатора [2]. Він розраховується за історичними даними та відображає кількість років, протягом яких інвестору повертаються кошти, вкладені у нерухомість. Зворотній до валового рентного мультиплікатора показник називають загальним коефіцієнтом капіталізації (за змістом він відрізняється від норми капіталізації, яка характеризує дохід на інвестицію та повернення інвестиції). Розраховуватись обидва показники можуть як за валовими, так і чистими доходами.

Для розрахунку зазначеного співвідношення доходу та ціни необхідно провести дослідження ринкових цін продажу та оренди об'єктів нерухомості. Було прийнято рішення про збір даних щодо київського ринку міської нерухомості житлового та офісного призначення.

Також сформульовано гіпотезу про статистично стале співвідношення орендної плати та ціни нерухомості. З метою підтвердження або спростування цієї гіпотези зібрано відповідні дані 1997...2001 р.р. та 2006...2010 р.р., оскільки обидва періоди супроводжувались системними фінансовими кризами. В якості об'єктів житлового призначення обрано однокімнатні квартири площею 30...35 кв. м на всіх поверхах крім першого та останнього, та офісного призначення – офіси площею 40...50 кв. м на першому поверсі. Дані щодо 1997 р. та 2006 р. зібрано вибірково для 25 житлових масивів, за періоди 1998...2001 р. та 2007...2010 р. – для чотирьох поруч розташованих житлових масивів. Інформаційною базою для визначення цін пропозиції на оренду та продаж були дані бюлетенів «Недвижимость Киева», «Мир квартир», «Янус Нерухомість», «Aviso».

Результати та їх обговорення

Ринок продажів нерухомості може бути первинним, коли продаж об'єкта здійснюється першому власнику в період будівництва або одразу після здачі будівлі в експлуатацію. На вторинному ринку здійснюються продажі об'єктів, які певний час експлуатувались іншим (чи іншими) власниками.

Оскільки об'єкти на первинному ринку обтяжено ризиками запізнення здачі будівлі в експлуатацію, затримки оформлення документів, необхідності проведення ремонту після будівельників та ін., в якості об'єктів спостереження обрано об'єкти, що реалізуються на вторинному ринку.

На даний час відкрита офіційна інформація про ціни оренди та продажів об'єктів житлової та офісної нерухомості на вторинному ринку практично відсутня. Неофіційні джерела даних про ціни оренди-продажів подібного майна вкрай малодостовірні, а самі ціни, як правило, не можуть бути підтверджені документально, оскільки ці відомості мають конфіденційний характер. Відкритий доступ існує лише до даних про ціни ринкових пропозицій на оренду-продаж подібного майна, співвіднесення яких із цінами фактичних продажів потрібно здійснювати з урахуванням поправок на торг, інтерес агента та умови сплати податку. Урахування зазначених поправок здійснювалось за допомогою коефіцієнтів, визначених за даними консультацій з фахівцями агентств нерухомості. Зібрані щодо мінімум семи об'єктів нерухомості щоквартальні дані, усереднювались окремо для цін продажів та цін оренди. Розрахунок загального коефіцієнта капіталізації здійснювався за наступною формулою:

$$K_{жк} = \frac{П_{оч}}{Ц_{п}} \times 100 \% \quad (1)$$

де $K_{жк}$ – загальний коефіцієнт капіталізації, %;

$П_{оч}$ – чиста річна орендна плата за об'єкт нерухомості (чистий дохід орендодавця), \$;

$Ц_{п}$ – ціна продажу об'єкта нерухомості (чистий дохід продавця), \$.

Загальні коефіцієнти капіталізації, розраховані за формулою (1) наведено в таблицях 1 і 2.

Висновки

У порівнянні з періодом 1997...2001 р.р. у період 2006...2010 р.р. відбулося значне зниження загальної ставки капіталізації на ринку житлової нерухомості, що свідчить про зростання пропозиції на оренду квартир. В той же час на ринку офісної нерухомості відбулися зміни з різним знаком («+» та «-») для різних масивів. Це може бути пояснено, насамперед, збільшенням пропозиції офісів на одних житлових масивах та занепадом ринку офісних приміщень – на інших масивах. Крім того ризики для комерційної нерухомості є значно вищими, ніж для житлової. Певна частина хаотичних коливань загального коефіцієнту капіталізації офісної нерухомості пов'язана з обмеженістю даних.

В 2007...2010 р.р. загальна ставка капіталізації по досліджених ринках нерухомості не зменшувалась нижче 5,3 %. Збільшення загальної ставки капіталізації на ринку житлової нерухомості під час кризи в обох періодах спостереження (1998...2001 р.р. та 2008...2010 р.р.) свідчить про очевидне зростання ризику інвестування коштів в купівлю квартир.

Загальна ставка капіталізації, розрахована по ринку житлової нерухомості може взяти на себе функції безризикової ставки, що використовуватиметься для побудови ставок дохідності кумулятивним методом у проектах, пов'язаних як із будівництвом житла, так і вкладеннями у міську нерухомість комерційного призначення: готелі, торгіві, офісні, рекреаційні, складські будівлі тощо.

Оскільки загальну ставку капіталізації визначено лише по окремих видах нерухомості, необхідно проведення додаткових досліджень для уточнення рівня безризикової ставки. На даному етапі дослідження можна лише спрогнозувати, що безризикова ставка на київському ринку нерухомості становить менше 5 %.

Таблиця 1. Загальні ставки капіталізації для нерухомості у Києві, %

№ з/п	Назва масиву	Січень-березень 1997 р.		Жовтень-грудень 2006 р.	
		однокімнатні квартири	офіси	однокімнатні квартири	офіси
1.	Комсомольський, Соцмісто, Селище Аварійне, Селище Будівельників	10,7	12,3	5,4	11,8
2.	Оболонь	11,3	11,5	6,2	9,3
3.	Вигурівщина-Троєщина	9,0	9,8	5,3	7,6
4.	Відрадний, Грушки	9,0	8,1	6,2	10,1
5.	Чоколівка, Першотравневий	10,1	13,4	6,1	10,3
6.	Нова Дарниця, ДВРЗ	8,0	8,1	6,3	6,1
7.	Осокроки, Харківський, Позняки	9,6	9,6	6,2	10,5
8.	Голосіїв	12,7	11,9	6,4	11,0
9.	Лук'янівка, Татарка	12,7	8,7	7,3	8,6
10.	Поділ	11,5	17,1	7,0	8,9
11.	Саперне Поле, Чорна Гора, Звіринець	11,6	16,8	7,0	9,7
12.	Старе Місто, Липки, Бесарабка	15,1	26,7	6,0	8,3

Таблиця 2. Загальні ставки капіталізації для нерухомості у жилих масивах Комсомольський, Соцмісто, Селище Аварійне та Селище Будівельників в м. Києві, %

№ з/п	Назва місяців	Однокімнатні квартири	Офіси	Однокімнатні квартири	Офіси
1.	Січень-березень 1998	10,8	13,6	5,4	7,6
2.	Квітень-червень 1998	11,3	12,5	5,5	6,9
3.	Липень-вересень 1998	11,3	12,5	5,5	10,3
4.	Жовтень-грудень 1998	11,4	13,5	6,1	8,9
5.	Січень-березень 1999	11,8	13,6	6,1	9,6
6.	Квітень-червень 1999	12,1	12,6	7,2	9,3
7.	Липень-вересень 1999	12,1	13,3	7,3	9,2
8.	Жовтень-грудень 1999	13,7	14,3	7,0	6,7

Продовження таблиці 2

9.	Січень-березень 2000	12,9	15,2	6,3	6,9
10.	Квітень-червень 2000	14,0	18,1	6,4	7,4
11.	Липень-вересень 2000	14,2	17,8	6,3	7,6
12.	Жовтень-грудень 2000	12,7	16,5	6,4	6,8
13.	Січень-березень 2001	12,6	15,0	7,0	5,8
14.	Квітень-червень 2001	11,9	14,7	7,1	7,5
15.	Липень-вересень 2001	11,8	15,2	н/д	н/д
16.	Жовтень-грудень 2001	9,7	14,4	н/д	н/д

ЛІТЕРАТУРА

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов — Альпина Бизнес Букс, М.: 2004. — 1342 с.
2. Лейфер Л.А. Определение валового рентного мультипликатора на основе исторических данных : [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.labrate.ru/leifer/determination-of-the-gross-rental-multiplier-2009.htm/> — Текст з екрану.
3. Махнарилов Ю.В. Роль довіри в прийнятті господарських рішень / Ю. В. Махнарилов // Економіка України: соціальні аспекти інноваційної моделі розвитку: колективна монографія. / за ред. В. Ф. Беседіна, А. С. Музиченка. — К., 2007. — С.506-513.
4. Огаджанян А, Трохименко Т. О номинальной и реальной процентной ставке и учете инфляции в безрисковой ставке // Вісник оцінки. — 2003. — № 3. — С. 14-16.
5. Победина Е. Г. Анализ безрисковых долговых финансовых инструментов // Вісник оцінки. — 2005. — № 1. — С. 23-27.

Надійшла 09.07.2010

УДК 330.131.7:622

УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІЧНОЮ СТІЙКІСТЮ ПІДПРИЄМНИЦЬКИХ СТРУКТУР НА ОСНОВІ РИЗИК-МЕНЕДЖМЕНТУ

О.Б. МОРГУЛЕЦЬ, Н.В. ХЛИСТУНОВА, С.О. НИШПАЛ

Київський Національний університет технологій та дизайну

У статті відображено результати дослідження розвитку концептуальних засад ризик-менеджменту та обґрунтовано його здатність забезпечити економічну стійкість підприємницьких структур. Розглянуто основні види ризиків втрати економічної стійкості та запропоновано модель управління економічною стійкістю на основі ризик-менеджменту

В сучасних умовах господарювання запорукою успіху підприємницьких структур та основою стабільного розвитку на ринку є забезпечення їх економічної стійкості, оскільки їх діяльність найбільшою мірою піддається негативному впливу зовнішнього та внутрішнього середовища, що призводить до появи дестабілізуючих факторів. Розвиток економіки залежить від стійкого та ефективного функціонування підприємницьких структур нині і в майбутньому.