

Ryzyko inwestowania – deweloperskie inwestycje mieszkaniowe

Marcin Sitek*

Streszczenie: Przedmiotem rozważań jest ryzyko inwestycyjne na rynku nieruchomości. Omówiono rodzaje inwestycji i źródła finansowania projektów inwestycyjnych. Przedstawiono specyfikę inwestycji na rynku nieruchomości oraz ryzyko inwestycyjne z punktu widzenia deweloperskich inwestycji mieszkaniowych. Podjęto jednocześnie próbę oceny pomiaru ryzyka w oczach inwestorów.

Główną motywację podjęcia analizowanego problemu stanowi powszechne przekonanie uczestników rynku nieruchomości o niskim poziomie ryzyka inwestycyjnego w Polsce. Według niektórych inwestorów, malejące stopy zwrotu stanowią dowód niskiego poziomu ryzyka inwestycyjnego.

W podsumowaniu podkreślono wagę szybkich decyzji regulacyjnych na etapie deweloperskim oraz eksploatacyjnym procesu inwestycyjnego, sprzyjających tworzeniu systemu szybkiego reagowania na pojawiające się ryzyko.

Słowa kluczowe: ryzyko, inwestycje, deweloper, zarządzanie

Wprowadzenie

Inwestowanie to wszelkie wydatkowanie środków finansowych celem uzyskania korzyści. Zysk i strata to najprostsze miary i wskaźniki opłacalności inwestycji. W przypadku decyzji inwestycyjnych istotny jest nie tylko sam potencjalny zysk, ale również ryzyko, na jakie narażony jest zainwestowany kapitał.

Inwestycje różnią się jako kategorię ekonomiczną i kategorię finansową.

Inwestycje traktowane jako kategoria ekonomiczna – to działania, które przyczyniają się do realnej akumulacji kapitału. To oszczędności przeznaczone na inwestycje celem tworzenia dóbr kapitałowych powodujące zmianę struktury składników majątku osób je zakupujących.

W ujęciu rzeczowym inwestycje to nakłady na powiększenie zasobu kapitału fizycznego oraz nakłady przyczyniające się do zachowania jego wartości.

Natomiast inwestycje w ujęciu finansowym to przyływ kapitału; to każde wydatkowanie nakładów celem powiększenia kapitału; to celowo wydatkowane środki inwestora skierowane na powiększenie jego dochodów.

* dr Marcin Sitek, Politechnika Częstochowska, Wydział Zarządzania, ul. Armii Krajowej 19, 42-200 Częstochowa, e-mail: sitek_m@poczta.onet.pl.

Na koszty i ryzyko prowadzenia działalności inwestycyjnej w istotnym stopniu wpływa środowisko makroekonomiczne, jak również warunki dostępu do zewnętrznego finansowania.

Celem pracy jest przedstawienie rozważań poświęconych ryzyku inwestycyjnemu, ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka deweloperskich inwestycji mieszkaniowych.

1. Inwestycje. Źródła finansowania projektów inwestycyjnych

W gospodarce rynkowej inwestycje są traktowane nie tylko jako najważniejszy sposób powiększania majątku właścicieli, lecz także jako podstawowy czynnik rozwoju gospodarczego. Rozwój gospodarczy podmiotu gospodarującego jest bowiem podstawowym warunkiem utrzymania osiągniętej pozycji na rynku lub jej poprawy.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się trzy podstawowe ujęcia inwestycji (Kucharska-Stasiak 2006; Listkiewicz 2004; Kowalczyk 2001):

1. Finansowe, odzwierciedlające ruch pieniądza. Dotyczą aktywów finansowych, jak:
 - nabycie udziałów lub akcji przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości,
 - nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych inwestujących w nieruchomości,
 - zakup papierów wartościowych wyemitowanych na bazie wierzytelności zabezpieczonych hipoteką.

Istotą inwestycji finansowych nazywanych także lokatami kapitałowymi jest inwestowanie środków pieniężnych bez ich zamiany na dobra rzeczowe.

2. Rzeczowe, odzwierciedlające ruch dóbr. Dotyczą aktywów materialnych, jak zakup gruntu, jego zabudowę, rozbudowę, modernizację.

Podstawowym celem inwestycji rzeczowych jest wzrost wartości majątku oraz przyniesienie inwestorowi odpowiednich dochodów finansowych.

3. Niematerialne i prawne, dotyczące takich aktywów, jak licencje czy znaki handlowe.

Z pojęciem inwestycji jest związane pojęcie inwestora jako osoby lub jednostki gospodarczej, która prowadzi działalność inwestycyjną. Inwestor ponosi wydatki związane z inwestycją, jak też skutki ryzyka i w związku z tym ma wyłączne prawo do podejmowania decyzji dotyczących inwestycji.

Przedmiotem inwestycji rzeczowych mogą być różne dobra trwałe. Z tego punktu widzenia można wyróżnić dwa podstawowe rodzaje inwestycji rzeczowych:

- inwestycje w dobra rzeczowe,
- inwestycje rzeczowe – produkcyjne.

Inwestycje w dobra rzeczowe są taką formą inwestycji, której istotą jest lokowanie środków finansowych w dobra rzeczowe o dużej i unikalnej wartości, np. nieruchomości.

Natomiast inwestycje rzeczowe – produkcyjne są taką formą inwestycji, której istotą jest angażowanie środków finansowych w środki trwałe podmiotu gospodarczego.

Dostępność zasobów finansowych stanowi oczywiste kryterium podejmowania decyzji na wszystkich etapach formułowania projektu inwestycyjnego. Wstępnego oszacowania potrzeb, a także identyfikacji ograniczeń w zakresie finansowania projektu dokonuje się już na etapie studium możliwości inwestycyjnych oraz formułowania studium wstępnego.

Zgodnie z ogólnie stosowanym wzorcem finansowania projektów inwestycyjnych, polegających na budowie nowych obiektów, zarówno początkowe nakłady inwestycyjne, jak i niezbędny, minimalny poziom majątku obrotowego finansowane są ze środków własnych i obcych (Gostkowska-Drzewicka 1996).

Środki własne służące finansowaniu projektów inwestycyjnych, polegających na tworzeniu nowych przedsiębiorstw, dostarczają inwestorzy, przede wszystkim w postaci wkładu środków pieniężnych, chociaż wkład inwestora może mieć także formę rzeczową w postaci niektórych składników środków trwałych, jak np. gruntów pod budowę obiektów czy środków transportowych.

Środki na finansowanie projektów inwestycyjnych w przedsiębiorstwach już funkcjonujących (projekty polegające na rozbudowie, modernizacji lub odtwarzaniu już istniejących składników majątku trwałego) pochodzą z zysków zatrzymanych oraz amortyzacji.

Finansowanie projektów inwestycyjnych ze środków obcych określane jest jako finansowanie za pomocą długu lub kapitału obcego. Do podstawowych form finansowania inwestycji kapitałem obcym należą:

- długookresowe pożyczki podporządkowane,
- inwestycyjne kredyty bankowe,
- obligacje,
- leasing.

Najbardziej rozpowszechnioną formą finansowania obcego projektu inwestycyjnego jest inwestycyjny kredyt bankowy. Jest to wygodna forma angażowania obcych kapitałów, gdyż realizowana jest w miarę szybko, nie pociąga za sobą kosztów emisji, które występują przy zadłużeniu się przez zaciągnięcie pożyczek obligacyjnych na rynku kapitałowym. Przez zaciągnięcie kredytów bankowych nie można jednak uzyskać pełnego dopływu kapitału z zewnątrz.

2. Ryzyko w działalności inwestycyjnej

Nieodłącznym elementem każdej działalności gospodarczej, w tym przede wszystkim w działalności inwestycyjnej, jest ryzyko. W gospodarce rynkowej sukces jednostki gospodarczej zależy od jej zdolności przystosowania własnej działalności do coraz to wyższych wymagań rynku oraz umiejętności pokonywania trudności i przewycięzania niepowodzeń. Sukces to zysk, który prowadzi do umocnienia pozycji przedsiębiorstwa na rynku. Każde działanie w przedsiębiorstwie podejmowane jest na podstawie decyzji organów zarządzających, dążących do wypracowania zysku jako celu ostatecznego jednostki.

Każda decyzja jednak, to wybór, który pociąga za sobą konsekwencje, a każde działanie podjęte na podstawie takiej decyzji wiąże się z ryzykiem (Kirejczyk, Żochowski 2006).

W zależności od przyjętych kryteriów, np.:

- z punktu widzenia przepływów, które są dotknięte ryzykiem, wyróżnia się:
 - ryzyko kapitału związane z możliwością utraty kapitału początkowego,
 - ryzyko dochodu związane z prawdopodobieństwem nieosiągnięcia dochodu zakładanego w analizach inwestycyjnych;
- przyjmując jako kryterium specyfikę ryzyka, dla ryzyka inwestycyjnego wyróżnia się (Galas 2013):
 - ryzyko zewnętrzne, czyli systematyczne, niedywersyfikowalne. Nie da się go wyeliminować; związane jest ono z czynnikami wpływającymi na rentowność wszystkich porównywalnych instrumentów inwestycyjnych,
 - ryzyko wewnętrzne, czyli niesystematyczne (specyficzne). Ten rodzaj ryzyka inwestycyjnego można wyeliminować stosując dywersyfikację portfela inwestycyjnego.

Po połączeniu ryzyka zewnętrznego oraz wewnętrznego otrzymamy całkowite ryzyko inwestycyjne. Ryzyko całkowite ulega obniżeniu wraz ze wzrostem ilości aktywów znajdujących się w naszym portfelu inwestycyjnym.

Ryzyko zewnętrzne składa się z:

- ryzyka rynku,
- ryzyka stopy procentowej,
- ryzyka walutowego,
- ryzyka inflacji,
- ryzyka politycznego i ryzyka wydarzeń.

Ryzyko wewnętrzne natomiast składa się szczególnie z:

- ryzyka finansowego,
- ryzyka płynności,
- ryzyka zarządzania.

Ryzyko wewnętrzne to również ryzyko bankructwa, ryzyko biznesu oraz ryzyko niedotrzymania warunków.

Przyjmując jako kryterium podziału ryzyk – źródła ryzyka, wyróżnia się:

- ryzyko rynku jako wynik fluktuacji wszystkich walorów na rynku,
- ryzyko stopy procentowej, wyznaczające koszt alternatywny,
- ryzyko siły nabywczej (inflacji),
- ryzyko płynności, jako łatwość zamiany posiadanych aktywów na gotówkę,
- ryzyko finansowe powiązane ze źródłami finansowania przedsięwzięcia inwestycyjnego,
- ryzyko bankructwa, jako ryzyko działalności gospodarczej.

Należy stwierdzić, że ryzyko inwestycyjne na rynkach finansowych jest ściśle powiązane z brakiem możliwości przewidzenia, co będzie się działo na rynku oraz czy uda się

wpracować przewidywany zysk. Ryzyko inwestycyjne ma również stały związek z rodzajem instrumentów finansowych, w jakie inwestowany jest kapitał.

Zarządzanie ryzykiem inwestycyjnym obejmuje przedsięwzięcia mające na celu planową i celową analizę, sterowanie ryzykami występującymi w działalności przedsiębiorstwa i kontrolę podejmowanych przedsięwzięć; działania powinny być podejmowane systematycznie i długofalowo. Konieczna jest także integracja tych przedsięwzięć w ramach kompleksowego systemu zarządzania firmą.

3. Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości

Nieruchomości jako dobra ekonomiczne odznaczają się specyfiką, na którą składają się cechy fizyczne, ekonomiczne i instytucjonalno-prawne. Niektóre z nich mają istotny wpływ na decyzje inwestycyjne oraz na efektywność finansowania działalności inwestycyjnej i deweloperskiej.

Decyzje inwestycyjne na rynku nieruchomości odznaczają się pewną specyfiką wynikającą ze specyfiki nieruchomości i rynku nieruchomości (Sitek 2010), jak:

- wysoka kapitałochłonność,
- wysoki udział kapitału obcego,
- długi okres realizacji inwestycji,
- długi kres użytkowania (długowieczność obiektów),
- mała płynność nieruchomości i wysokie koszty transakcji,
- mała przejrzystość rynku nieruchomości.

Cechy te stanowią źródło zalet i wad inwestowania na rynku nieruchomości.

Ryzyko w działalności inwestycyjnej jest miarą szerszej rozumianego ryzyka gospodarczego. Pojęcie ryzyka zazwyczaj ogranicza się nie tylko do możliwości poniesienia straty, ale jest również szansą osiągnięcia zysku (Korombel 2007; Marcinek 2006).

Ryzyko „jest funkcją liczby i jakości dysponowanych informacji o procesach gospodarczych, społeczno-politycznych oraz stopnia zmienności i konfliktowości wewnętrznych i zewnętrznych warunków działania” (Dobbins i in. 1992).

Ryzyko oznacza więc prawdopodobieństwo niezyskania zwrotu oczekiwanego przez inwestora i jest to decydujące na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Wszystkie wymienione uprzednio rodzaje ryzyka są znaczące dla rynku nieruchomości. Niektóre z nich stanowią przejaw zalet, jak:

- długi okres użytkowania, wynikający z trwałości nieruchomości stwarza możliwość zabezpieczenia i osiągnięcia dochodu w długim okresie czasu,
- trwałość w połączeniu z wysoką kapitałochłonnością i długim okresem realizacji inwestycji sprzyja ochronie ulokowanego kapitału przed inflacją,
- trwałość w połączeniu z wysoką kapitałochłonnością stwarza również możliwość odmrożenia kapitału poprzez sprzedaż bądź zaciągnięcie kredytu, którego formą zabezpieczenia jest hipoteka na nieruchomości

oraz wad nieruchomości jako obiektu inwestowania:

- mała płynność, a także wysoka kapitałochłonność powodują długi okres zwrotu wyłożonego kapitału (Kucharska-Stasiak 2006).

Jednak uczestnicy rynku nieruchomości napotykać dodatkowe źródła ryzyka jak:

- ryzyko prawne; jest ono związane z nieuregulowanym stanem prawnym nieruchomości, z niedoskonałością instytucji ksiąg wieczystych oraz wynika ze zmian w otoczeniu prawnym (plany zagospodarowania przestrzennego, ochrona środowiska, system podatkowy),
- ryzyko otoczenia, wynikające ze zmian w otoczeniu i sąsiedztwie nieruchomości,
- ryzyko zarządzania, wynikające z konieczności obsługi lokat w nieruchomości.

Wszystkie źródła ryzyka wpływają na poziom ryzyka stanowiący jedno z kryteriów decyzyjnych inwestora.

W analizie dotyczącej ryzyka inwestowania ważnym jest jego pomiar. Na rynku nieruchomości stosuje się miary zmienności i miary wrażliwości. Miary zmienności bazują na definicji ryzyka, jako możliwości osiągnięcia wyniku innego niż oczekiwany (statystyczne miary zmienności, jak: odchylenie standardowe, wariancja, średnie bezwzględne, odchylenie, odchylenie stóp zwrotu od mediany, rozstęp). Miary wrażliwości ukazują przyczyny powstania ryzyka (np. model CAMP¹ czy analiza indeksów rynku nieruchomości) (Jajuga 2004).

Dla rynku nieruchomości szacuje się umiarkowany poziom ryzyka. Tezę taką wysunął już w 1990 roku Komar (1990), szacując wagi poszczególnych typów ryzyka dla różnych instrumentów finansowych. Oszacowany poziom ryzyka według Komara przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Ryzyko różnych form inwestowania według Komara (w skali od 1 do 10)

Instrumenty finansowe	Ryzyko			
	rynku	bankructwa	inflacji	płynności
Fundusze płynne	1	1	1	1
Obligacje rządowe	4–6	1	5	4
Pule powiernicze	4–6	4	5	6
Akcje	5–7	8	3	3
Nieruchomości	6–7	5	1	10
Złoto	5–7	2	1	3
Opcje	8–9	2	1	3

Źródło: Komar (1990), cyt. za: Kucharska-Stasiak (2002): 179; Sitek (2010): 27.

¹ Model CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) to model równowagi rynku kapitałowego. Opisuje on wypadkową działań racjonalnych inwestorów na rynku kapitałowym, a w szczególności kształtowanie się stóp zwrotu (i cen) instrumentów finansowych.

O umiarkowanym poziomie ryzyka w przypadku nieruchomości świadczą: ryzyko rynku na poziomie 6–7 punktów, ryzyko bankructwa na poziomie 5 punktów, ryzyko inflacji – 1 punkt. Autor przypisał największą wagę ryzyku płynności – 10 punktów.

Twierdzenie o umiarkowanym ryzyku inwestycji na rynkach nieruchomości potwierdził empirycznie Allen, przedstawiając ryzyko różnych form inwestowania i odnosząc je do ryzyka inwestowania w nieruchomości – tabela 2 (Allen 1989).

Tabela 2

Ryzyko różnych form inwestowania według Allena (w skali od 1 do 10)

Rodzaj inwestycji	Utraty kapitału	Utraty dochodu	Stopy procentowej	Siły nabywczej	Zarządzania	Rynkowe	Czasu	Razem
Gotówka	2	10	2	10	1	2	1	28
Lokaty terminowe	2	2	4	7	2	2	4	23
Polisy ubezpieczeniowe	2	4	4	7	3	3	4	27
Obligacje przedsiębiorstw	4	3	8	4	6	6	6	37
Własne przedsiębiorstwo	9	4	4	4	10	4	6	41
Akcje	7	7	4	5	5	7	3	38
Nieruchomości zabudowane	3	4	3	2	6	4	7	29
Nieruchomości niezabudowane	3	9	2	2	4	6	7	33

Źródło: Allen (1989): 28; Wiśniewska (2011): 42–72, 203; www.twoja-firma.pl/wiadomosc/16817856jak-ryzykowne-sa-inwestycje-w-nieruchomosci.htr (12.07.2013).

Jak wynika z tabeli 2, ryzyko inwestowania w nieruchomości jest mniejsze niż we własne przedsiębiorstwo, akcje i obligacje przedsiębiorstw, natomiast większe niż lokaty terminowe, polisy ubezpieczeniowe czy trzymanie gotówki.

Kluczem do podejmowania decyzji inwestycyjnych jest dostrzeganie związku między ryzykiem a zwrotem. Zwrot z nieruchomości można wyrazić przez:

- stopę dochodu (stopę kapitalizacji) jako roczny ustabilizowany dochód operacyjny netto do ceny nabycia nieruchomości. Stopa kapitalizacji odwzorowuje ryzyko lokalizacji, ekonomiczne, polityczne, osiągnięcie dochodu ze względu na stan techniczny, standard, kubaturę, ryzyko najemcy, ryzyko zarządcy itp.,
- stopę rentowności (stopę dyskontową). Stopa dyskontowa – inaczej stopa zwrotu – zrównuje wszystkie korzyści z nieruchomości ze zdyskontowanymi wydatkami (łącznie z wydatkiem na zakup nieruchomości).

Zależność pomiędzy ryzykiem a zwrotem wyrażonym przez wskaźniki dochodów względnych z akcji, obligacji i nieruchomości wskazuje, że górna granica zwrotu z nieruchomości wyznaczona jest przez zwroty z akcji, dolna natomiast – z obligacji skarbowych. Zależność tę przedstawiono w tabeli 3.

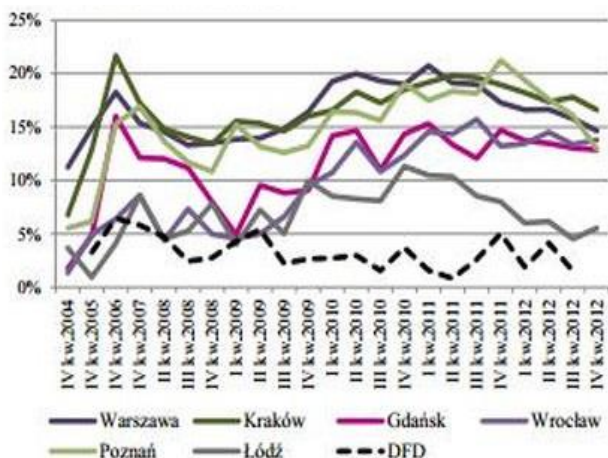
Tabela 3

Wskaźniki dochodów względnych z akcji, obligacji i nieruchomości (1967–1992) (%)

Wyszczególnienie	Nieruchomości	Obligacje długoterminowe	Akcje
Roczne zwroty nominalne			
Zwrot średni	13,8	10,7	17,7
Odchylenie standardowe	11,2	12,3	21,3
Roczne zwroty realne			
Zwrot średni	4,5	1,7	8,2
Odchylenie standardowe	10,8	12,7	20,9
3-letnie zwroty nominalne			
Zwrot średni	50,5	37,3	61,0
Odchylenie standardowe	27,8	28,4	46,6
3-letnie zwroty realne			
Zwrot średni	15,3	5,5	24,8
Odchylenie standardowe	22,5	25,6	42,1
5-letnie zwroty nominalne			
Zwrot średni	94,8	72,9	126,7
Odchylenie standardowe	38,1	44,4	87,0
5-letnie zwroty realne			
Zwrot średni	25,6	10,8	48,5
Odchylenie standardowe	27,4	36,0	71,9

Źródło: Kucharska-Stasiak (2002): 168; Sitek (2010): 27.

Ponadto w tabeli tej odchylenie standardowe jest miarą ryzyka. Zależność stóp zwrotu na kapitale własnym z projektów inwestycyjnych jako graficzną prezentację przepływu danych w procesie (*Data Flow Diagram DFD*) ilustruje rysunek 1 oraz tabela 4.

**Rysunek 1.** Stopa zwrotu na kapitale własnym z projektów inwestycyjnych w 6 miastach a rzeczywista stopa zwrotu firm deweloperskich (DFD)Źródło: NBP na podstawie Sekocenbud. GUS; <http://biznes.pl/magazyny/nieruchomosci/mieszkania/wyjatkowa-sytuacja-na-ryнку-mieszkan,5514502,magazyn-detel.html> (10.02.2014).

Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli, porównanie ryzyka inwestowania w nieruchomości z ryzykiem inwestowania w akcje i obligacje wykazuje, że ryzyko inwestowania w nieruchomości jest niskie i mniejsze niż dla innych instrumentów finansowych.

Tabela 4

Stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości dla 5 miast w Polsce w 2013 roku

Wyszczególnienie	Stopa zwrotu (%)
Warszawa	4,5
Kraków	4,4
Gdańsk, Gdynia, Sopot	4,4
Poznań	5,2
Łódź	5,5

Źródło: Raport z rynku nieruchomości. Polska (2013): 42.

Mechanizm inwestowania w nieruchomości wymaga porównania opłacalności przedmiotowych inwestycji z innymi formami lokowania kapitału. Badanie tego typu wykonali między innymi Hoesli i Anderson w 1991 roku, analizując rynek finansowy Szwajcarii. Badania te były powtarzane w kolejnych latach, ukazując pewne zależności niewielkiej zmienności otrzymanych wyników w odniesieniu do badania pierwotnego. Otrzymane wyniki wskazują, że inwestycje w nieruchomości są opłacalne z punktu widzenia korelacji średniorocznej stopy zwrotu i poziomu ryzyka. Odnaczają się bowiem wyższą stopą zwrotu w porównaniu do obligacji oraz niskim poziomem ryzyka w zestawieniu z inwestycjami w akcje. Szczegółowe wyniki badania przedstawia tabela 5.

Tabela 5

Stopa zwrotu w relacji do poziomu ryzyka: inwestycji w nieruchomości, akcji i obligacji w świetle badań Hoesli i Andersona

Rodzaj aktywów	Średnioroczna stopa zwrotu netto (%)	Poziom ryzyka wyrażony odchyleniem standardowym (%)
Nieruchomości	6,5	7,6
Akcje	7,7	22,1
Obligacje	4,6	4,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ramian (2004): 98.

Analiza ryzyka inwestowania na rynku nieruchomości wykazała, że jego specyfika powoduje wystąpienie dodatkowych źródeł ryzyka, jak ryzyko prawne, otoczenia i zarządzania. Jednak poziom ryzyka inwestowania w nieruchomości jest niski w porównaniu z poziomem ryzyka dla innych instrumentów finansowych.

4. Ryzyko deweloperskich inwestycji mieszkaniowych

Według raportu opracowanego przez Goodman International Limited (2009) – globalnej grupy zarządzającej nieruchomościami logistycznymi – i zastosowanego po raz pierwszy w raporcie wskaźnika *Goodman Global Risk Indicator* (GGRI), ryzyko inwestycji w nieruchomości w Polsce jest na średnim poziomie i w najbliższych latach powinno się zmniejszać.

Jednak inwestycje deweloperskie zalicza się do najbardziej ryzykownych działań przedsiębiorczych, ponieważ wymagają one relatywnie wysokiego zaangażowania kapitału dla wytworzenia produktów, które są bardzo mało mobilne w odniesieniu do czasu i miejsca. W dodatku z reguły adresowane są one do relatywnie niewielkiego rynku, na którym przyszedł popyt jest bardzo niepewny.

W budownictwie realizowanym na sprzedaż ryzykiem mogą być objęte bezpośrednio oba podmioty, tj. inwestorzy (przyszli lokatorzy, nabywcy mieszkań) oraz firma deweloperska. W przypadku, gdy firma deweloperska dokonuje naboru i sprzedaje domy (mieszkania) po ich wybudowaniu, praktycznie tylko ona ponosi ryzyko.

Przy realizacji inwestycji na rynku mieszkaniowym należy wyróżnić trzy grupy ryzyka: ryzyko systematyczne (polityczne, ekonomiczne, pogodowe), projektu (techniczno-technologiczne, rynkowe, personalne, finansowania) oraz ryzyko systemu (finansowe, instytucjonalne, podwykonawców i dostawców) (Siemińska 2007).

Dominującym ryzykiem na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest ryzyko projektu, bowiem jest to ryzyko, na które deweloper ma największy wpływ oraz możliwość jego ograniczenia.

Uwzględniając przedkładane przez różnych autorów klasyfikacje ryzyk (Marcinek 2001; Jajuga 2004; Czerkas 2003; Bryx, Matkowski 2001) należy podkreślić, że jednak dwoma głównymi kategoriami ryzyka występującego w procesie finansowania inwestycji w nieruchomości są: ryzyko makroekonomiczne – jako wynik działania całego rynku lub gospodarki oraz niezależne od realizacji konkretnej inwestycji i ryzyko mikroekonomiczne (specyficzne), charakterystyczne dla określonego przedsięwzięcia.

Ryzyko oznacza więc prawdopodobieństwo nieuzyskania zwrotu oczekiwanego przez inwestora. I to jest decydujące na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wysokie wartości dochodów względnych na rynku nieruchomości (tab. 3) oraz wysokie stopy zwrotu sprzyjały inwestowaniu. Prowadziło to do wzrostu cen i spadku stóp zwrotu. Inwestorzy uważali, że ryzyko inwestowania w Polsce znacznie zmalało. Sugerowało to, że spadek stóp zwrotu oznacza spadek ryzyka inwestowania.

Przeprowadzono badania ankietowe poziomu ryzyka inwestycyjnego deweloperskich inwestycji mieszkaniowych w 2000 roku (Sopiński 2000), 2006 roku (Kucharska-Stasiak 2006), 2010 roku (Sitek 2010) oraz w III kwartale 2010 roku (Borowska 2011).

Badania z 2000 roku przeprowadzone w Polsce wśród zakładów ubezpieczeń wykazały, że około 80% ankietowanych nie dokonywało pomiarów ryzyka, a jedynie 20% przeprowadzało ocenę ryzyka.

W 2006 roku inwestorzy, pracownicy firm międzynarodowych obsługujący rynek nieruchomości, rzeczoznawcy, pośrednicy, a także doradcy, odpowiadając na ankietę przeprowadzoną przez Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) uznali, że ryzyko inwestowania w nieruchomości jest niższe niż w akcje. W przypadku obligacji 57% uznało że jest ono wyższe, 21% – że jest podobne, a 12% – że niższe.

Z grupy ankietowanych 64% uznało jedynie intuicyjny pomiar ryzyka, nie stosując żadnych jego miar. Żaden z ankietowanych nie wymienił podstawowych miar ryzyka, jak odchylenie standardowe, wariancja czy kowariancja.

Ponadto 64% respondentów stwierdziło, że stopy zwrotu dobrze odwzorowują poziom ryzyka, przy czym 57%, że ich spadek oznacza spadek ryzyka, 58% uważało, że w ciągu najbliższych lat poziom ryzyka inwestycyjnego na rynku nieruchomości pozostanie na tym samym poziomie, 21% respondentów uważało, że spadnie. Również 21% respondentów uważało, że ryzyko wzrośnie.

Badania ankietowe oraz wywiady bezpośrednie grupy deweloperów w 2010 roku pod kątem najważniejszych determinantów określających zasady inwestowania i finansowania deweloperskich projektów mieszkaniowych wykazały, że respondenci jedynie intuicyjnie szacowali poziom ryzyka w celu negocjacji marży banku, którą uzależniali od ryzyka ponoszonego przez bank.

Natomiast badania ankietowe oraz wywiad bezpośredni, przeprowadzone w III kwartale 2010 roku wśród firm deweloperskich realizujących projekty na terenie województwa śląskiego w celu poznania opinii deweloperów na temat barier rozwoju budownictwa mieszkaniowego jednoznacznie wykazały, że deweloperzy (94% z $n = 57$ ankietowanych deweloperów) przywiązywali bardzo dużą wagę do szczegółowego audytu opartego na badaniu popytu, na podstawie którego podejmowali decyzje o kształcie inwestycji. Zdaniem deweloperów nie jest możliwym podejmowanie jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych bez monitorowania popytu, bowiem działania takie stanowią podstawę wszelkich inwestycyjnych procesów decyzyjnych.

64% deweloperów przyznało, że w przypadku informacji dotyczących kształtowania preferencji klientów na pierwotnym rynku nieruchomości mieszkaniowych opierało się wyłącznie na internetowych raportach firm konsultingowych oraz firm monitorujących rynek.

21% realizowało tego typu badania najczęściej przy pomocy komórek badawczych w ramach prowadzonej własnej działalności, a pozostałe 15% deweloperów wykonywało tego typu badania we współpracy ze szkołami wyższymi.

Uzyskane wyniki wskazują, że zmiana stóp zwrotu odwzorowuje ryzyko inwestycyjne – ich wzrost jest proporcjonalny do wzrostu poziomu ryzyka, a spadek – do jego obniżenia. Danemu poziomowi rozwoju rynku odpowiada odpowiedni poziom ryzyka inwestycyjnego, odwzorowany w stopie zwrotu. Żeby spadek stóp zwrotu okazał się trwały, muszą zająć

zmiany prowadzące do obniżenia ryzyka niesystematycznego oraz ryzyka systematycznego, zwanego rynkowym. Szczególnie duży udział w poziomie ryzyka przypada ryzyku rynku nieruchomości.

Ponieważ w Polsce rynek nieruchomości jest mało przejrzysty, o małej liczbie dostępnych informacji, dużej dynamice warunków działania, jego efektywność jest bardzo niska. Niskie ceny transakcyjne oraz stawki czynszu słabo odwzorowują zmiany w otoczeniu, zwiększając ryzyko inwestycyjne. Spadek stóp zwrotu oznacza, że inwestorzy mają pozytywne oczekiwania co do perspektyw rozwoju rynku nieruchomości. Jednak duża część inwestorów uważa, że ryzyko inwestowania na polskim rynku nieruchomości obecnie jest niskie i pozostanie stałe w ciągu najbliższych kilku lat.

Uwagi końcowe

Przedmiotem rozważań było ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Przedstawiono pojęcie inwestycji źródła finansowania projektów inwestycyjnych, ryzyko w działalności inwestycyjnej, szczególnie na rynku nieruchomości.

Omówiono ryzyko deweloperskich inwestycji mieszkaniowych oraz przeprowadzono badania ankietowe poziomu ryzyka inwestycyjnego deweloperskich inwestycji mieszkaniowych. Podkreślono, że w ocenie inwestorów ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce zmalało. Zdaniem inwestorów, zmiana stóp zwrotu odwzorowuje ryzyko inwestycyjne – ich wzrost jest proporcjonalny do wzrostu ryzyka, a spadek – do jego obniżania.

Uwierzytelnieniem istnienia zasady, w myśl której inwestorzy oczekujący wyższej stopy zwrotu z inwestycji aniżeli przeciętna godzą się na podwyższony poziom ryzyka, są wyniki badań Hoesli i Andersona (tab. 5).

Jednak potwierdzenie tej zasady wydaje się w oczach inwestorów – deweloperów również problematyczne. Bowiem, jak wynika z badań ankietowych przeprowadzonych w 2006 roku, 57% respondentów uważało, że spadek stóp zwrotu oznacza spadek ryzyka inwestycyjnego, 58% uważało, że stopy zwrotu nie odzwierciedlają poziomu ryzyka inwestycyjnego na rynku nieruchomości. Ponadto równa liczba respondentów podtrzymywała twierdzenie o zależności wprost i odwrotnie proporcjonalnej poziomu ryzyka do stóp zwrotu. Wydaje się również prawdopodobne, że spadek stóp zwrotu dowodzi wzrostu ryzyka inwestowania, a nie jego spadku.

Kluczową kwestią dla dewelopera – inwestora jest umiejętność zarządzania ryzykiem, począwszy od analizy możliwych do pojawienia się ryzyk, skończywszy na wprowadzeniu działań profilaktycznych na etapie pre-deweloperskim, jak również szybkie decyzje regulacyjne na etapie deweloperskim (realizacji) oraz zamknięcia (eksploatacji).

Właściwe podejście dewelopera do ryzyka ograniczy negatywne skutki związane z daną inwestycją, co przełoży się na uzyskanie zakładanych parametrów ekonomicznych projektu.

Literatura

- Allen R.H., (1989), *Real Estate Investment Strategy*, Cincinnati, South-Western Publishing, Co., s. 28–29.
- Bryx M., Matkowski R. (2001), *Inwestycje w nieruchomości*, Poltext, Warszawa, s. 81.
- Borowska M. (2011), *Deweloper na rynku nieruchomości (wynik badań)*, VI Krakowska Konferencja Młodych Uczonych, Kraków, s. 749–756.
- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S.F. (1992), *Praktyczne zarządzanie kapitałem firmy PAANPOL*, Poznań, cyt. za Kucharska-Stasiak E. (2006), *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości”, vol. 14, no. 1, Olsztyn, s. 112.
- Czerkas K. (2003), *Ryzyko w kredytach hipotecznych. Wymagania banków*, „Prawo Bankowe”, nr 6(70), s. 75.
- Galas M. (2013), *Ocena ryzyka inwestycyjnego i jego rodzaje*, www.gieldomat.pl/blog/ocena-ryzyka-inwestycyjnego-i-jego-rodzaje (16.11.2013).
- Gostkowska-Drzewicka T. (1996), *Inwestycje – rodzaje, finansowanie, ryzyko*, w: *Projekty inwestycyjne*, red. T. Gostkowska-Drzewicka, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Spółka z o.o., Gdańsk, s. 12. [http://informatykaug.internetdsl.pl/student/Finanse/Inwestycje/Zagadnienia/Inwestycje%20-%20rodzaje,%20finansowanie,%20ryzyko%20\(14%20stron\).doc](http://informatykaug.internetdsl.pl/student/Finanse/Inwestycje/Zagadnienia/Inwestycje%20-%20rodzaje,%20finansowanie,%20ryzyko%20(14%20stron).doc) (14.10.2013).
- Jajuga K. (2004), *Modele ryzyka kredytowego a kredyty hipoteczne*, „Finansowanie Nieruchomości”, nr 1 (1), s. 22.
- Kirejczyk K., Zochowski G. (2006), *Ocena ryzyka z punktu widzenia banków i deweloperów*, w: *Finansowanie działalności deweloperskiej, aspekty praktyczne*, red. M.Bryx, Z. Krysiak, Związek Banków Polskich, Warszawa, s. 239–255.
- Komar Z. (1990), *Jak się robi pieniądz. O inwestowaniu, ryzyku i instrumentach finansowych*, Wydawnictwo THAURUS, cyt. za E. Kucharska-Stasiak (2002), *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 179.
- Korombel A. (2007), *Ryzyko w finansowaniu działalności inwestycyjnej metodą project finance*, Difin, Warszawa, s. 151–168.
- Kowalczyk M. (2001), *Zarządzanie ryzykiem w project finance*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, s. 85–86.
- Kucharska-Stasiak E. (2006), *Ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości*, „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości”, vol. 14, no. 1, Olsztyn, s. 109–122.
- Listkiewicz J., Listkiewicz S., Niedziółka P., Szymczak P. (2004), *Metody realizacji projektów inwestycyjnych – planowanie, finansowanie, ocena*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Spółka z o.o., Gdańsk, s. 184.
- Marcinek K. (1999), *Wybrane kwestie ryzyka inwestycyjnych projektów infrastrukturalnych*, w: *Teoria i praktyka procesów inwestycyjnych*, „Studia Ekonomiczne”, nr 6, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice, s. 91–95.
- Marcinek K. (2001), *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice, s. 86–87.
- Ramian T. (2004), *Nieruchomość jako alternatywna forma kapitału*, w: *Inwestycje na rynku nieruchomości*, red. H. Henzel (2004), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice, s. 98.
- Raport z rynku nieruchomości. Polska 2013, (2013) OBER HAUS, Agencja Nieruchomości Kania, Stachura, Bałażński, Toś, Kancelaria Radców Prawnych, s. 42.
- Siemińska E. (2007), *Inwestowanie na rynku nieruchomości*, Poltext, s. 27–38.
- Sitek M. (2010), *Bankowość hipoteczna i rynek nieruchomości*, Key Text, Warszawa, s. 13–23.
- Sopiński M. (2000), *Inwestorzy instytucjonalni na rynku nieruchomości*, Praca doktorska, prom. E. Kucharska-Stasiak, Łódź.
- Walczak A. (2007), *Jakie jest ryzyko inwestycji w nieruchomości*, www.goodmanintl.com; www.egospodarka.pl/24476,Jakie-jest-ryzyko-inwestycji-w-nieruchomosci,1,39,1.html (14.10.2013).
- Wiśniewska M.A. (2011), *Inwestowanie w nieruchomości na rynkach międzynarodowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 42–72, 203.

INVESTMENT RISK IN DEVELOPER'S HOUSING INVESTMENTS

Abstract: The focus of the study is on the investment risk in the real estate market. Types of investments and sources of financing the investment projects were discussed. The specific nature of the investments in the real estate market and the investment risk were presented from the standpoint of developer's housing investments. The study also attempts to evaluate the risk perceived by investors.

The main motivation behind the analysis of this problem is the belief of the most of participants in the real estate market in Poland that it involves the low investment risk. According to the some investors, decreasing return rates represent the evidence of low investment risk.

The conclusions obtained in the study emphasize the importance of fast regulatory decisions at the developer's and functional level of the investment process which are conducive to creation of a fast system of response to the risk that emerges.

Keywords: risk, investments, developer, management

Cytowanie

Sitek M. (2014), *Ryzyko inwestowania – deweloperskie inwestycje mieszkaniowe*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 241–254; www.wneiz.pl/frfu.