



На правах рукописи

МХИТАРЬЯН СВЕДНА АНАТОЛЬЕВНА

**МЕТОДЫ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ
СТРОИТЕЛЬНОГО ХОЛДИНГА**

Специальность: 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями и комплексами – строительство)»

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

19 НОЯ 2009

Москва – 2009

Работа выполнена на кафедре «Экономика строительного производства» в Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Московский государственный университет путей сообщения» (МИИТ).

Научный руководитель:

доктор экономических наук, профессор Волков Борис Андреевич

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук, профессор Кожевников Р.А.;

кандидат экономических наук Монастырев В.В.

Ведущая организация – ОАО «Научно-исследовательский институт железнодорожного транспорта» (ВНИИЖТ).

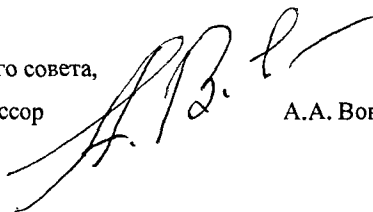
Защита состоится 25 ноября 2009 г в 14⁰⁰ на заседании диссертационного совета Д 218.005.12 в Московском государственном университете путей сообщения (МИИТе) по адресу: 127994, Москва, ул. Образцова, д. 9, стр. 9, ауд. 3107.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке университета.

Отзывы на автореферат в двух экземплярах, заверенные гербовой печатью Вашего учреждения, просим направлять в адрес диссертационного совета университета.

Автореферат разослан 23 октября 2009 г.

Ученый секретарь диссертационного совета,
доктор экономических наук, профессор



А.А. Вовк

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы. В настоящее время ОАО «РЖД» уделяет значительное внимание решению жилищных вопросов работников. Для формирования системного подхода к решению жилищных проблем сотрудников разработана и утверждена Концепция жилищной политики ОАО «РЖД» на 2005-2007 годы и на период до 2010 года, а также нормативные документы, необходимые для ее реализации.

Однако в целом по стране, несмотря на все изменения в жилищной сфере, которые предпринимаются в течение ряда последних лет, в жилищном строительстве удалось добиться немногого в связи с тем, что остается нерешенной проблема доступности инвестиционных ресурсов. По объемам ежегодного жилищного строительства Россия к концу 2008 года вплотную подошла лишь к уровню 1990 года. В связи с негативными тенденциями в мировой экономике и нерешенностью хронических проблем отрасли ожидать скорого выхода на уровень строительства – 1 кв. м на человека в год – не приходится.

Принятые меры по развитию инвестиционной деятельности так и не решили проблему достаточного привлечения средств в строительную сферу. Большинство российских девелоперских компаний при возникающих проблемах в финансировании отказываются от новых строительных проектов или выходят из уже начатых.

В строительных проектах транспортной отрасли не в полной мере решены методологические вопросы оценки качества управления инвестиционными ресурсами в условиях их ограниченности, не разработаны адекватные модели построения инвестиционных бизнес-процессов и интегрированные механизмы рисков с учетом использования заемного капитала. Потребность в расширении методологических подходов к управлению инвестициями строительных подразделений транспортных компаний определяет актуальность темы исследования.

Целью диссертационного исследования явилась разработка методов оценки качества управления инвестициями в свете обеспечения покрытия дефицита в ресурсном обеспечении строительного холдинга.

В соответствии с поставленной целью основными задачами диссертационного исследования являются:

- разработка мультипликатора долговых обязательств - показателя краткосрочного и долгосрочного финансирования строительных компаний;
- разработка динамической модели покрытия дефицита инвестиционных ресурсов в строительстве, в основе которой лежит перераспределение доходов между производственными структурами строительного холдинга;
- разработка методики формирования оценочных и сравнительных показателей качества управления инвестициями – системы показателей, отражающих динамику активов, капитализации, ликвидности, собственных и заемных средств, прибыли и других источников инвестиций строительных компаний.
- разработка методики управления целевой структурой источников инвестиций.

Объектом исследования является экономический механизм обеспечения источников инвестиций в строительство.

Предметом исследования являются модели, методы и способы финансирования жилищного строительства.

Теоретическую и методологическую основу исследования составляют научные труды по теории эффективности управления инвестициями строительных компаний транспортной отрасли, затратами и результатами деятельности в сфере строительства, выбора приоритетных направлений инвестирования в строительство В.Г. Балашова, А.А. Борисова, Р. Брейли, Б.С. Бушуева, Б.А. Волкова, П.Л. Виленского, А.А. Вовка, А.А. Д. Гарнера, Гусакова, А.С. Грузинова, Б.В. Гусева, А. Дамодарана, Л.М. Добшица, А.В. Дубовкина, А.Ю. Заложнева, В.И. Кондращенко, В.П. Лапидуса, Л.А. Лейфера, А.С. Мальцева, Н.М. Мухетдиновой, О.В. Мотовилова, А.С.

Мещерякова, Д.С. Морозова, Н.П. Терёшиной, Е.Н. Шебаршиной, Е.П. Янковского.

Применены системно-факторный подход к исследованию финансовой деятельности строительного холдинга, ретроспективный и оперативный методы анализа; анализ динамики и структуры исследуемых показателей. Используются специальные методы экономико-статистических и математических исследований.

Информационной базой исследования явились официальные данные Росстата, данные статистической отчетности холдинга «РЖД» и его дочерних структур, материалы строительных компаний.

Научная новизна исследования состоит в разработке модели и методов оценки качества управления инвестициями при обеспечении механизма покрытия дефицита ресурсного обеспечения в строительстве инфраструктурных объектов транспортной отрасли. В результате исследования получены следующие основные результаты:

- предложено для оценки кратко- и долгосрочных долговых обязательств строительных компаний, представленных на биржевом рынке, вводить мультипликатор долговых обязательств CP_0 , (который учитывает стоимость, рост, размер и доходность капитала и показывает влияние изменения капитализации компаний). Данные результаты можно интерпретировать как доказательство прогнозного расчета снижения/роста стоимости долгосрочного долга строительных компаний;
- разработана Динамическая модель покрытия дефицита инвестиционных ресурсов в строительстве, в основе которой лежит перераспределение доходов между проектами в строительном холдинге;
- представлена методика определения оценочных и сравнительных показателей качества управления инвестициями в производственно-строительный комплекс.

– рассчитано пороговое значение коэффициента качества управления инвестициями, после которого необходимо принимать меры по дополнительному ресурсному обеспечению инвестиционного проекта; разработана методика управления целевой структурой источников инвестиций на предприятиях производственно-строительного комплекса.

Практическая значимость. Представленные в диссертационной работе выводы могут быть использованы в:

- ресурсном обеспечении крупных строительных компаний;
- инвестиционном планировании дочерних строительных структур холдингов транспортной отрасли;
- инвестиционном планировании жилищного строительства для специалистов транспорта;
- совершенствовании процесса управления инвестициями в производственно-строительных комплексах.

Апробация результатов. Основные положения диссертации использованы для разработки инвестиционной стратегии группы компаний и формирования плана развития блока промышленных предприятий ОАО «Группа Компаний ПИК», в т.ч. ОАО «ДСК-2», ОАО «ДСК-3», ОАО «100 КЖИ», ОАО «480 КЖИ», ООО «НСС», в части модернизации и расширения производственно-строительных мощностей. Результаты работы внедрены на вышеуказанных предприятия для обеспечения качества управления инвестициями в целях покрытия дефицита ресурсного обеспечения строительства.

Структура и объем диссертационной работы. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 115 наименований, приложения и содержит 153 страницы основного текста, 33 рисунка, 24 таблицы.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснована актуальность выполненного исследования в условиях формирования системного подхода к решению жилищных проблем сотрудников транспортной отрасли, сформулированы цель и задачи работы, определены объект и предмет исследования, раскрыты его научная новизна и практическая значимость.

В первой главе «Теоретические основы управления инвестициями в жилищном строительстве» рассматриваются механизмы управления инвестициями и анализируются проблемы недостаточности ресурсного обеспечения жилищного строительства. Оцениваются формы и методы управления инвестициями с позиций решения жилищной проблемы для специалистов транспортной отрасли.

По результатам исследования установлено, что проблемы, приводящие строительные компании к финансовому кризису, лежат как в плоскости макроэкономических показателей, так и в области управления ресурсным обеспечением:

1. Собственный капитал строительных компаний является в российской практике крайне ограниченным и недостаточным для осуществления непрерывного строительного процесса, поэтому он не обеспечивает достаточную норму прибыли;
2. Среди основных видов привлеченных и заемных ресурсов наиболее распространенными являются средства долевого участия (физических и юридических лиц);
3. Развитие ипотечного жилищного кредитования населения на данном этапе стимулирует рост платежеспособного спроса, что приводит к его превышению над предложением, вследствие чего существенно растут цены на первичном и вторичном рынках жилья;

4. По сравнению с западными странами, где развиты институты по жилищному кредитованию, в нашей стране данные институты еще только формируются, а те, которые сформированы, пока не могут предоставлять услуги надлежащего качества.

Во второй главе «Источники инвестиций в проекты строительного холдинга» рассматриваются организационно-экономические модели ресурсного обеспечения жилищного строительства, оценивается эффективность использования заемного капитала.

Показано, что на развивающихся рынках метод оценки ресурсного потенциала инвестиционного проекта методом оценки опционов является дополнительным фактором для принятия верного решения по использованию инвестиций, так как позволяет проанализировать проект при разных степенях риска, а также наметить ряд организационных мероприятий для выхода из кризисных ситуаций до начала финансирования. В строительных инвестиционных проектах предпочтительнее использовать формулу Блэка – Шоулза.

Для оценки кратко- и долгосрочных долговых обязательств необходимо ввести мультипликатор долговых обязательств CP_0 , который покажет влияние изменения капитализации компаний в отношении к изменению цены акции. Этот показатель особенно важен при проведении антикризисных мероприятий.

Дефицит финансирования определен как разница между ростом актива и суммой текущего роста долгов при сохранении роста дохода:

$$\Delta D_{it} = b_1 DEF_{it} + \Delta E_{it} \quad (1)$$

где ΔD_{it} – изменение долговых обязательств; DEF_{it} – дефицит финансирования; b_1 – поправочный коэффициент на DEF_{it} (для исследуемых фирм $b_1 = 1$).

Как показывает развитие рынков (как зарубежных, так и российского), рыночная капитализация, долговые обязательства и изменения биржевых

индексов сегодня взаимосвязаны и поэтому для оценки краткосрочных обязательств необходимо ввести *мультипликатор долговых обязательств* – CP_0 , который покажет влияние изменения капитализации компаний в отношении к изменению цены акции:

$$CP_0 = \frac{C_{0(E)}}{P_0}, \quad (2)$$

где CP_0 – мультипликатор долговых обязательств в начальный момент времени, P_0 – рыночная стоимость акции в начальный момент времени; $C_{0(E)}$ – балансовая стоимость на акцию (отношение акционерного капитала к общему числу обыкновенных акций). Балансовая стоимость на акцию отражает бухгалтерскую оценку стоимости акций при величине E собственного капитала. Если никакой *мультипликатор долговых обязательств* не присутствует, то CP должен равняться единице. Модель оценки требует времени t лет.

В результате анализа изменения рынка разработана *модель дефицита финансирования*, которая учитывает стоимость, варианты роста, размер и доходность капитала:

$$\Delta D_{it} = (DEF_{it} \times CP_{it}) + E_{it}, \quad (3)$$

где $(DEF_{it} \times CP_{it})$ – дефицит финансирования во взаимодействии с мультипликатором долговых обязательств.

Для российских строительных компаний данный мультипликатор будет играть значительную роль. Это показывают расчетные данные, приведенные автором на основании информации, представленной на биржевом рынке (табл. 1, рис. 1).

Таблица 1

Расчет мультипликатора долговых обязательств для ряда строительных компаний

Компания	Капитализация, \$	C_0	P_0	CP_0
Мосстрой-11	173 296 665,00	2 573,36	1 999,50	1,287
Мостотрест	1 176 037 000,00	708,73	947,5	0,748
Альфа цемент	705 305 520,00	32,81	85	0,386
ПИК	451 697 780,16	1,95	0,99	1,967
Главмосстрой	11 586 360,00	11,84	6	1,973
ЛРС	423 360 520,64	8,75	4,52	1,936

Как показывает анализ, наиболее сложное положение с долговыми обязательствами у тех компаний, чей CP выше.

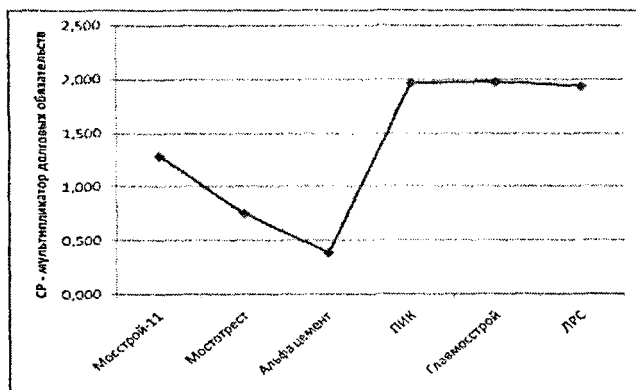


Рис. 1. Мультипликатор долговых обязательств российских компаний

Предложенная модель определяет изменения финансирования при использовании заемного капитала. Она учитывает изменения, происходящие на рынке во времени. Известно, что теория оптимального капитального баланса предполагает, что между прибыльностью фирмы и долей заемного капитала должна существовать положительная корреляция. Чем прибыльнее фирма, тем более высокой должна быть доля заемного капитала в

капитальной структуре фирмы. Однако в реальной жизни существует негативная корреляция между этими параметрами. Например, еще до появления фундаментальной статьи Майерса и Маджлуфа (1984)¹ поведение менеджеров, отдающих предпочтение внутренним источникам финансирования и избегающих выпуска новых акций, рассматривалось как противоречащее интересам акционеров фирмы. К предшествующим в данной области можно отнести также работы Модельяни и Миллера², Брандера и Люиса³, Baker, M., Greenwood, R., and J. Wurgler⁴. Если действует теория иерархии источников финансирования, то фирма не будет привлекать капитал путем продажи акций, пока может получить его путем заимствований.

Данные результаты можно интерпретировать как доказательство прогноза распада стоимости долгосрочного долга во времени. Если же корпорации используют колебания в стоимости долгосрочного заемного капитала и варьируют между долго- и краткосрочными заимствованиями в зависимости от стоимости долгосрочного капитала и, таким образом, уменьшают среднюю стоимость капитала для фирмы, то необходимо учитывать ряд факторов, имеющих отношение к изменениям на рынке. Практическое применение данной модели, на наш взгляд, возможно как базовая расчетная формула при краткосрочном заимствовании.

Также во второй главе разработаны мероприятия по реструктуризации кредиторской задолженности с использованием вексельной схемы для строительного холдинга. Данные мероприятия позволяют предприятию в кризисную ситуацию сократить кредиторскую задолженность и направить

¹ Myers, S. and N. Majluf, 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp. 187-222.

² Modigliani, F. and M. Miller, 1958, *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 655-669.

³ Brander, J.A. and Lewis, T.R. 1986. Oligopoly and financial structure. The limited liability effect. *American Economic Review* 76.956-970.

⁴ Baker, M., Greenwood, R., and J. Wurgler, 2003. The maturity of debt issues and predictable variation in bond returns, *Journal of Financial Economics*, 70, 261-291.

имеющиеся резервы на увеличение прибыли. Такая вексельная схема освобождает предприятие от уплаты долга в данном периоде, способствуя улучшению показателей деятельности компании.

В третьей главе «Динамическая модель покрытия дефицита инвестиционных ресурсов в строительстве» разработана модель покрытия дефицита инвестиционных ресурсов, разработаны оценочные и сравнительные показатели качества управления инвестициями, представлена методика управления целевой структурой источников инвестиций.

Экономический механизм ресурсного обеспечения холдинговой структуры, осуществляющей строительство, представляет собой сложную многоуровневую систему. Технология функционирования такой системы, обеспечивающая ее качество, будет являть собой результат совместной деятельности всех финансовых структур холдинга с вводом ряда ограничений.

В условиях дефицита собственных и малой доступности привлекаемых инвестиционных ресурсов одной из наиболее актуальных задач финансовой структуры холдинга становится существенное повышение эффективности использования инвестиций. Представляется, что на решение данной задачи направлено внедрение *концепции трансфертного инвестирования*, в основе которой лежит взаимное финансирование инвестиционных проектов или взаимное финансирование различных структур крупного предприятия (холдинга).

В таком случае характеристики инвестиционных процессов холдинга можно описать уравнением акселератора, которое в данном случае выражает зависимость скорости промышленного роста $I(t)$ в момент времени t (выходной величины) от скорости роста сумм инвестиционных вложений $Z(t)$ (входной величины):

$$I(t) = r \frac{d}{dt} Z(t), \quad (4)$$

где r – коэффициент акселерации (прирост промышленного роста при увеличении сумм инвестиционных вложений на единицу).

При дискретном анализе акселератор в простейшем случае характеризуется уравнением:

$$I_t = r(Z_t - Z_{t-1}) \text{ или } I_t = r\Delta Z \quad (5)$$

где I_t – промышленный рост в период t ;

Z_t и Z_{t-1} — суммы инвестиционных вложений соответственно в период t и $t-1$;

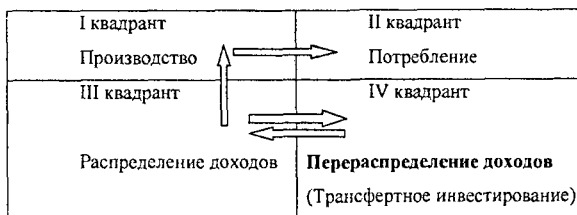
ΔZ – прирост сумм инвестиционных вложений за период t .

При приближении (обнаружении) границы, которая нарушит финансовый баланс, должно происходить перераспределение ресурсов: холдинг должен перераспределять ресурсы внутри своей структуры, касается это производства или потребления (все зависит от конкретных условий).

В общем виде Динамическая модель покрытия дефицита инвестиционных ресурсов в строительстве приведена в табл. 2.

Таблица 2
Динамическая модель покрытия дефицита инвестиционных ресурсов

в строительстве



Модель также может быть представлена уравнением

$$P = kX + Y, \quad (6)$$

где X – объем производства i -го производства;

Y – конечный продукт данного производства;

k – матрица коэффициентов k_{ij} , т.е. объем i -го производства для создания единицы продукции j -го производства.

Затраты каждого предприятия в холдинге отражены в первом квадранте, что характеризует производство каждого предприятия холдинга и его вклад в создание конечного продукта.

Произведено должно быть столько, чтобы за заданный промежуток времени все было потреблено и в холдинг вернулись доходы от реализации. Потребление отражено во втором квадранте.

Распределение доходов происходит согласно финансовому плану, что и отражено в третьем квадранте.

Однако при производстве и потреблении происходят сбои, которые приносят в четкую схему «Производство = Потреблению» хаос в виде недостаточности финансовых ресурсов. Поэтому должно происходить перераспределение доходов в виде трансфертных схем, трансфертного ценообразования, которое бы закрывало проблему нехватки ресурсов, что и отражено в четвертом квадранте.

В основе Методики формирования оценочных показателей качества управления инвестициями автором предложена система показателей, отражающих динамику активов, капитализации, ликвидности, собственных и заемных средств, прибыли и др. (табл. 3 и табл. 4).

Оценка качества управления инвестициями заключается в формализованном анализе соответствия текущего состояния оценочных показателей нормативным критериям оценки этих показателей.

Оценка качества управления инвестициями производится по оценочным показателям (V). Значение оценочного показателя рассчитывается

по следующей формуле:

$$V_i = (V_i^{\text{Тек}} - V_i^{\text{min}}) / (V_i^{\text{max}} - V_i^{\text{min}}), \quad (7)$$

где V_i - значение i -го оценочного показателя;

$V_i^{\text{Тек}}$ - текущее состояние i -го оценочного показателя;

V_i^{min} - критическое значение i -го оценочного показателя, соответствующее минимальному уровню управления;

V_i^{max} - критическое значение i -го оценочного показателя, соответствующее максимальному уровню управления.

Если значение оценочного показателя находится за пределами критических значений, наилучшему результату присваивается наибольшее значение один балл, наихудшему результату - значение ноль баллов.

Если для определения значения оценочного показателя недостаточно исходных данных, то по этому показателю оцениваемый ресурс получает наихудшую оценку (ноль баллов).

Для каждого оценочного показателя определена приоритетность (доля) данного показателя в итоговой оценке качества управления инвестициями (W).

Перечень и приоритетность оценочных показателей представлены в табл. 3.

Таблица 3

Приоритетность оценочных показателей

Условное обозначение оценочного показателя	Наименование оценочного показателя	Приоритетность оценочного показателя в итоговой оценке качества управления инвестициями (И)
1	2	3
K1	Динамика чистых активов	1,0
K2	Динамика капитализации холдинга	1,0
K3	Рентабельность продаж	1,0
K4	Коэффициент автономии (финансовой независимости)	1,0
K5	Коэффициент текущей ликвидности	1,0
K6	Соотношение дебиторской и кредиторской задолженностей	0,5
K7	Доля просроченной дебиторской задолженности	0,5
K8	ЕБИТДА	1,0
K9	Отношение DEBT/ЕБИТДА	0,4
K10	Соотношение собственных и заемных средств	0,6
K11	Средневзвешенная ставка заимствования	0,1
K12	Количество вносимых изменений в бюджет в течение полугодия	1,1
K13	Наличие факта направления финансовых средств на незапланированные расходы	1,2
K14	Наличие просроченных долговых обязательств	0,5

Критические значения и формулы расчета значений оценочных показателей приведены в табл. 4.

Таблица 4

Формулы расчета оценочных показателей и их критические значения

Условное обозначение оценочного показателя	Формула расчета значения оценочного показателя	Уровень качества управления инвестициями, %	
		максимальный (V^{\max})	минимальный (V^{\min})
1	2	3	4
K1	$VI = AI_k / AI_m$ <p>где AI_n – активы на начало периода; AI_k – то же на конец периода</p>	100	80

Продолжение табл. 4

1	2	3	4
К2	$V2 = A2_k / A2_n$ где $A2_n$ – объем капитализации на начало периода; $A2_k$ – то же на конец периода	≥ 100	60
К3	$V3 = A3_k / A3_n$ где $A3_n$ – рентабельность продаж на начало периода; $A3_k$ – то же на конец периода	≥ 100	70
К4	$V4 = A4_k / A4_n$ где $A4_n$ – коэффициент автономии (финансовой независимости) на начало периода; $A4_k$ – то же на конец периода	≥ 100	65
К5	$V5 = A5_k / A5_n$ где $A5_n$ – коэффициент текущей ликвидности на начало периода; $A5_k$ – то же на конец периода	≥ 100	20
К6	$V6 = A6_k / A6_n$ где $A6_n$ – коэффициент дебиторской задолженности на начало периода; $A6_k$ – то же на конец периода	30	60
К7	$V7 = A7_k / A7_n$ где $A7_n$ – доля просроченной дебиторской задолженности на начало периода; $A7_k$ – то же на конец периода	0	60
К8	$V8 = A8_k / A8_n$ где $A8_n$ – EBITDA на начало периода; $A8_k$ – то же на конец периода	100	90

Окончание табл. 4.

1	2	3	4
K9	$V9 = A9_k / A9_n$ где $A9_n$ – отношение DEBT/EBITDA на начало периода; $A9_k$ – то же на конец периода	20	60
K10	$V10 = A10k / A10n$, где $A10n$ – соотношение собственных и заемных средств на начало периода; $A10k$ – то же на конец периода	60	30
K11	$V11 = A11k / A11n$, где $A11n$ – средневзвешенная ставка заимствования на начало периода; $A11k$ – средневзвешенная ставка заимствования на конец периода	7	15
K12	$V12 = A12k / A12n$, где $A12n$ – количество вносимых изменений в бюджет в течение полугодия на начало периода; $A12k$ – то же на конец периода	5	10
K13	$V13 = A13k / A13n$, где $A13n$ – направления финансовых средств на незапланированные расходы в течение полугодия на начало периода; $A13k$ – то же на конец периода	20	40
K14	$V14 = A14k / A14n$, где $A14n$ – наличие просроченных долговых обязательств на начало периода; $A14k$ – то же на конец периода	50	70

Расчет итоговой оценки качества управления инвестициями осуществляется по формуле:

$$F = \sum (V_i \cdot W_i), \quad (8)$$

где F – итоговая оценка качества управления инвестициями;

V_i – значение i -го оценочного показателя;

W_i – приоритетность i -го оценочного показателя в итоговой оценке качества управления инвестициями.

Схема управления целевой структурой источников инвестиций в строительном холдинге будет иметь следующий вид (рис. 2).

По данной схеме управления и на основании методики оценки качества управления инвестициями, был проведен анализ пяти дочерних структур холдинга с целью выявления дефицита ресурсного обеспечения (табл. 5).

Таблица 5.

Оценка качества управления инвестициями пяти дочерних производственных структур холдинга

	$F1$	$F2$	$F3$	$F4$	$F5$
K1	1,25	1,06	1,06	0,75	0,90
K2	0,12	0,18	0,18	0,95	0,82
K3	1,17	1,17	0,12	1,05	0,42
K4	0,76	0,76	0,08	0,68	0,27
K5	1,75	1,75	0,18	1,58	0,63
K6	0,57	0,57	0,06	0,51	0,21
K7	1,75	1,50	0,08	0,68	0,27
K8	0,82	0,69	0,08	0,74	0,29
K9	0,32	0,32	0,03	0,29	0,12
K10	0,20	0,30	0,02	0,18	0,07
K11	0,13	0,13	0,01	0,11	0,05
K12	0,55	0,55	0,06	0,50	0,20
K13	1,68	1,68	0,17	1,51	0,60
K14	0,25	0,25	0,03	0,23	0,09
$\Sigma (V_i \cdot W_i)$	11,31	10,91	2,14	9,74	4,94

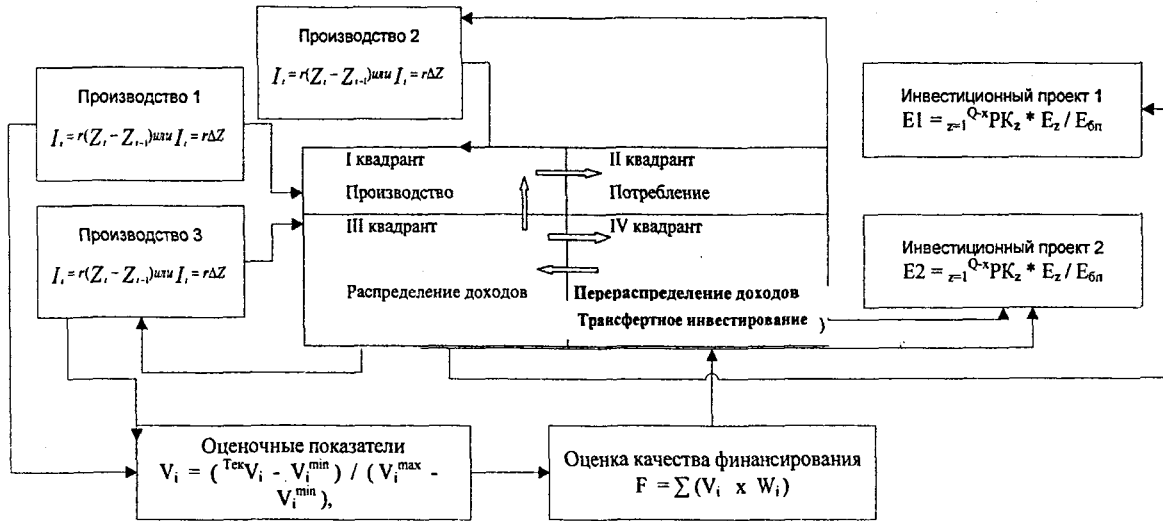


Рис. 2. Схема управления целевой структурой источников инвестиций в строительном холдинге

Таблица 6

Пороговые значения качества управления инвестициями

Проект	Оценка качества управления F
1	11,31
2	10,91
3	2,14
4	9,74
5	4,94
Медиана	9,74

Пороговые значения определялись как медиана (табл. 6). Полученные данные показывают, что в финансовом управлении в пяти дочерних производственных структурах строительного холдинга, имеются достаточно большие проблемы на третьем и пятом производствах.

Схема трансфертного инвестирования показана на рис. 3.

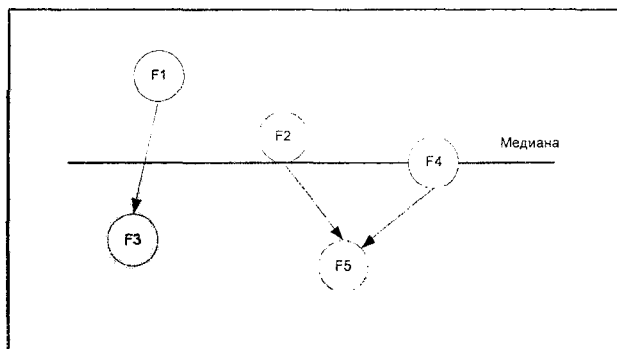


Рис. 3. Модель трансфертного инвестирования производственных строительных структур холдинга

Применяя данную методiku, можно анализировать и инвестиционные строительные проекты.

В заключении работы на основе полученных автором результатов исследования сделаны следующие выводы и предложения:

1. Показано, что ресурсный подход позволяет оценить структуру и эффективность использования инвестиционных ресурсов и инвестиционного потенциала всех участников инвестиционного процесса.

2. Так как крупнейшие строительные компании представлены на биржевом рынке и положение на бирже играет определенную роль в деятельности этих компаний, для оценки кратко- и долгосрочных долговых обязательств этих компаний предложено ввести мультипликатор долговых обязательств CP_0 , который учитывает стоимость, рост, размер и доходность капитала и показывает влияние изменения капитализации компаний в отношении к изменению цены акции. Данные результаты можно интерпретировать как доказательство прогнозного расчета снижения/роста стоимости долгосрочного долга строительных компаний.

3. Обосновано, что на развивающихся рынках метод оценки ресурсного потенциала инвестиционного проекта методом оценки опционов является дополнительным фактором для принятия верного решения по использованию инвестиций, так как позволяет проанализировать проект при разных степенях риска, а также наметить ряд организационных мероприятий для выхода из кризисных ситуаций до начала финансирования.

4. Обосновано, что соблюдение пропорций и их сбалансированность – основная задача достижения оптимальной структуры ресурсного обеспечения в эффективном механизме управления инвестициями в строительство. Собственных финансовых ресурсов у большинства строительных холдингов для проведения строительства и развития ресурсной базы недостаточно. В данной ситуации наиболее рационально использование трансфертного инвестирования, которое можно рассматривать в качестве перекрестного проектного финансирования –

обеспечение финансирования инвестиционного проекта за счет реализации другого.

5. Разработана Динамическая модель механизма покрытия дефицита инвестиционных ресурсов в строительстве, в основе которой лежит перераспределение доходов между проектами в строительном холдинге.

6. Представлена методика определения оценочных и сравнительных показателей качества управления инвестициями. Рассчитано пороговое значение дефицита инвестиционных ресурсов для решения вопроса о дофинансировании производственной строительной структуры.

7. Разработана методика управления целевой структурой источников инвестиций в жилищном строительстве.

Основные положения диссертации опубликованы в следующих работах:

1. Мхитарьян С.А., Пономарева Ю.Б. Управление стоимостью компании в условиях нестабильности внешней среды// Труды VIII науч.-практ. конф. «Безопасность движения поездов». – М.: МИИТ, 2007. – С. XI–48.

2. Мхитарьян С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов по организации промышленного производства на базе инновационных технологий// Труды VIII науч.-практ. конф. «Безопасность движения поездов». – М.: МИИТ, 2007. – С. XI–51.

3. Ступникова Е.А., Мхитарьян С.А. Модель оценки дефицита финансирования при заемном капитале для строительных компаний// Экономика строительства, № 3, 2009. – С. 41–48.

4. Ступникова Е.А., Мхитарьян С.А. Проблемы ресурсного обеспечения строительства жилья// Экономика железных дорог, № 7, 2009. – С. 20–23.

5. Ступникова Е.А., Мхитарьян С.А. Динамическая модель покрытия дефицита финансирования// Недвижимость: экономика, управление, № 2, 2009. – С. 12–15.

6. Мхитарьян С.А., Пономарева Ю.Б. Система сбалансированных показателей как инструмент управления операционной и инвестиционной деятельностью предприятия// Труды X науч.-практ. конф. «Безопасность движения поездов». – М.: МИИТ, 2009 – 0,2 п.л.

7. Волков Б.А., Мхитарьян С.А. Оценка инвестиционных проектов методом реальных опционов// Труды X науч.-практ. конф. Научно-практической конференции «Безопасность движения поездов». – М.: МИИТ, 2009 – 0,2 п.л.

МХИТАРЬЯН СВЕТЛАНА АНАТОЛЬЕВНА

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ СТРОИТЕЛЬНОГО ХОЛДИНГА

Специальность 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями и комплексами – строительство)»

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Подписано в печать – **21.10.09.**
Печать офсетная. Бумага для множит. апп.
Тираж 80 экз. Заказ № **640.**

Усл.-печ. л. – 1,5
Формат 60x84 1/16

Типография МИИТ, 127994, Москва, ул. Образцова, д. 9, стр. 9